

米国雇用統計が示す FRB ハト派化へのベットの危険性

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

2月の米国の非農業部門雇用者数の増加幅は2.0万人と17か月ぶりの低水準に落ち込んだ。事前の市場予想を大幅に下回る結果でもあったが、米国経済に対する警戒感は、今のところ控えめなものに留まっている。少なくとも、株式市場はFRBのハト派化の効力の持続にベットしているように見える。単月の数値に拘泥しすぎることが危険なのは無論だが、今回の数値が米国経済に対する楽観論の大きな脅威とされていないのは、失業率の再度の低下、賃金上昇率の加速という良好な所得環境が、米国経済の柱である家計消費を当面は支えたと考えられていることに一因がありそうだ。しかし、今回の雇用統計は、米国経済がいわゆる「適温経済」からますます遠ざかっていることの証左として読むべきではないだろうか。雇用増加数の減少と低い失業率の組み合わせは、新たな労働力の余剰の縮小（雇いたくても雇えない状況の深刻化）の反映に他ならないのではないか。賃金上昇率の加速もその文脈で理解すべきものではないか。とすれば、雇用統計の最も重要な含意は、当面の家計消費の善し悪し云々ではなく、供給制約によって米国経済の拡大にブレーキがかかる時期が着実に近づいているということであろう。それに先駆けて、残された労働力の争奪戦の激化が賃金上昇率をより加速させるとすれば、FRBのハト派化にベットし続けることの危険性はいよいよ増してくる。

日本

2018年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2018年度が前年度比+0.6%、2019年度が同+0.7%、2020年度が同+0.6%である。先行きの日本経済は、在庫調整および外需の低空飛行が続く中、引き続き潜在成長率を下回る低空飛行を続ける公算が大きい。

米国

2018年の米国の貿易収支（財、通関ベース）は8,787億ドルの赤字と、2006年以来12年ぶりに過去最大を更新した。トランプ大統領は2018年以降、貿易赤字の削減を意図して、鉄鋼・アルミ製品や中国からの輸入品に対して追加関税を導入してきたが、そうした意図に反する結果になったと言える。しかし、意図に反して貿易赤字が拡大したからと言って、トランプ大統領が保護主義的な通商政策から路線変更するとは考え難い。むしろ、2018年に貿易赤字が拡大した中国やEUに対しては、交渉姿勢が一層厳しくなる可能性すらあろう。企業部門、とりわけ製造業では、通商政策を巡る不透明感や輸出の減速がマインド面、実体面での重石となっている。米国経済は、政府閉鎖などから2019年1-3月期は一旦減速する可能性が高い一方で、個人消費を中心に4-6月期には反動による高成長が期待されるが、製造業の停滞が足を引っ張る可能性には注意が必要であろう。

欧州

ユーロ圏の景気減速が鮮明になる中、ECBは3月の金融政策理事会で金融政策に関するガイダンスを変更し、次の利上げの可能性は2019年秋から2020年以降に先送りされた。同時に公表されたECBスタッフによる2019年の成長率予想は+1.7%から+1.1%へ、インフレ率予想は+1.6%から+1.2%へ大幅に下方修正された。消費者マインドの悪化には歯止めがかかったが、Brexit問題はいまだに着地点が定まらず、また米中協議も長期化しているなど、外需の見通しは引き続き不透明感が非常に強い。ドラギ ECB 総裁は今後も景気の下振れリスクがあると警戒しており、ECBの金融政策は非伝統的な金融緩和の終了ではなく、継続へ軸足が変化した。英国経済は2018年10-12月期に前期比+0.2%へ急減速したあと、2019年に入ってから低成長が続いている。Brexitの先行き不透明感が一向に晴れない中で、景況感は悪化傾向にある。英下院は、メイ首相とEUが合意した離脱協定案を3月半ばに改めて拒否した一方、「合意なしの離脱」も拒否し、離脱期限の延長をEUに求めることを決議した。ただし、EUが納得できるような離脱期限延長の理由を提示できるかは、この期に及んで明確ではない。

中国

全人代で国家発展改革委員会が行った報告では、2018年の44項目の予期性目標のうち、社会資金調達金額残高の伸び率と都市一人当たり可処分所得の実質伸び率の2項目が未達成であったことが明らかにされた。この2項目は中小企業への金融サポートの難しさと、消費刺激の難しさを端的に示しており、今後もその動向が注目される。2019年1月～2月の主要経済統計を見ると、消費は低空飛行となり、貿易は昨年12月からの前年割れが続いた。こうした中で加速したのが固定資産投資であった。内訳を見ると、製造業投資が米中「ハイテク」摩擦に関連する分野を中心に減速した一方で、不動産開発投資とインフラ投資が加速している。このうち、今後も加速が期待されるのがインフラ投資である。3月の全人代では、インフラ投資のための資金調達手段である地方政府特別債券のネットの発行額は、前年予算比8,000億元（約13.3兆円）増の2兆1,500億元（約35.9兆円）と発表され、重点インフラ投資の建設を資金面でサポートするとした。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)				(前年比%)				(前年比%)			
	2018年				2019年				2017年	2018年	2019年	2020年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(日本は年度)			
日本	-0.4	1.9	-2.4	1.9	-0.2	1.4	1.3	-0.3	1.9	0.6	0.7	0.6
米国	2.2	4.2	3.4	2.1	2.0	2.7	2.2	1.9	2.2	2.9	2.6	1.9
ユーロ圏	1.5	1.7	0.6	0.8	1.1	1.3	1.5	1.6	2.4	1.8	1.2	1.4
英国	0.4	1.7	2.5	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	1.8	1.4	1.1	1.2
中国	6.8	6.7	6.5	6.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.8	6.6	6.2	6.3
ブラジル	1.2	0.9	1.3	1.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.1	1.1	0.9	0.8
インド	8.1	8.0	7.0	6.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.9	7.4	7.3	7.2
ロシア	1.3	1.9	1.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.6	2.3	1.5	1.9

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率
(出所) 各種統計より大和総研作成