

Economic Monitor

米国経済 UPDATE : 資産圧縮計画発表の一方でのダウンサイドリスク

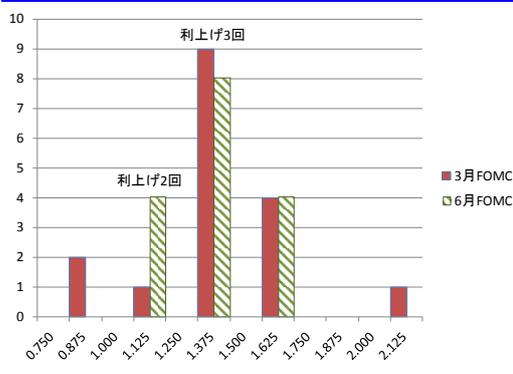
6月13~14日に開催されたFOMCでは、政策金利の0.25%Pt引き上げとともに、今後の資産圧縮計画が詳細に公表された。今後の利上げ見通しも含めて総じて強気なFOMCの判断ではあったが、その一方では、足元の物価や小売上などの月次指標はやや弱い内容となっており、その一因として賃金上昇ペースの鈍さが考えられる。FOMCの描くシナリオを否定するまでの悲観材料は揃ってはいないものの、今後は景気のダウンサイドリスクにも注視していく必要があるだろう。

利上げ回数は年内あと1回、来年は3回が依然主流

6月13~14日に開催されたFOMCにおいて、政策金利を0.25%Pt引き上げて1.00~1.25%とすることが決定された。足元の月次経済指標がやや弱い中でのFOMCではあったが、雇用情勢は概ね順調であり、市場ではほぼ利上げを織り込んでいた。注目されたのは、①FOMCメンバーによる今後の利上げ見通し、②資産圧縮についての発表の2点であった。このうち、①については概ね前回FOMCと変わらない見通しが示された一方で、②については圧縮開始後の圧縮額の増やし方が詳細に公表され、また、声明文で「年内にバランスシートの正常化プログラムを開始」と明示した上で、記者会見の中で開始時期について「比較的早く (relatively soon)」と述べるなど、積極的な姿勢が示された。

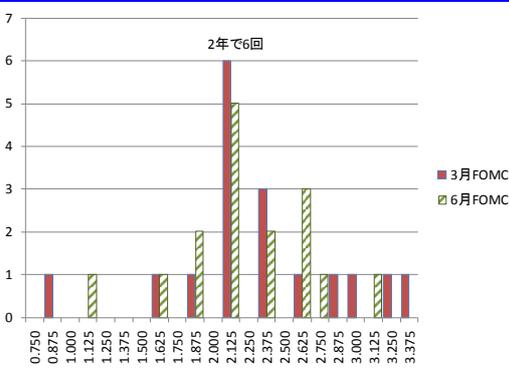
まず、今年の利上げ見通しについては、年内あと1回で今年合計3回(年末時点の政策金利が1.375%)とする見方が、FOMCメンバー16名中半数の8名、これに対して年内あと2回が4名、年内無しが4名

FOMCメンバーの政策金利予測(2017年末時点)の人数分布(人)



(出所)FRB

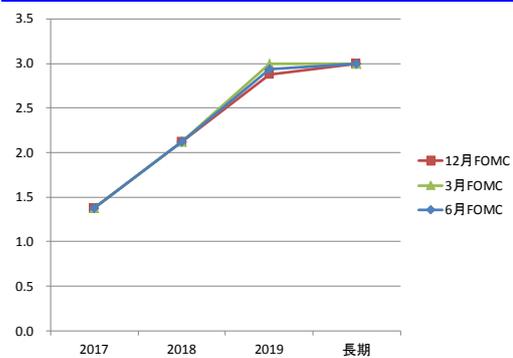
FOMCメンバーの政策金利予測(2018年末時点)の人数分布(人)



(出所)FRB

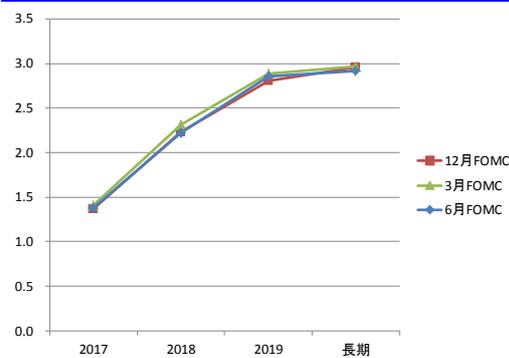
となった。次に、来年末までの利上げ見通しについては、2年間合計で6回(来年末時点の政策金利が2.125%)とする見方が5名で最多となった。これは、今年あと1回(年合計3回)とすれば、来年も3回というシナリオである。

FOMCメンバーの各年末政策金利予測(中央値)の推移



(出所)FRB

FOMCメンバーの各年末政策金利予測(平均値)の推移



(出所)FRB

左上図のようにメンバーの個別見通しの分布には若干の変化がみられるものの、しかし、FOMCの総意を示すとも言える見通しの中央値、平均値を取ると(左

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

下図)、昨年12月のFOMCからほとんど変わっていないことがわかる。

昨年12月以降、トランプ政権が発足して世界の耳目を集めるような派手な言動が経済政策面も含めて相次ぎ、また、景気面でも1~3月期の実質GDP成長率が1.2%に止まるなど軟化、足元でも、3月の物価指数が下落して物価も低下傾向となるなど様々な変化が生じた。しかし他方において、雇用情勢は概ね安定して改善が続いており、また、経済指標の弱さはそれぞれに一時的要因を抱えるとの判断から、結局、FOMCの利上げに関するスタンスはほとんど変わらなかったものと考えられる。

資産圧縮については、米国債に関しては、初めは月額60億ドルを上限とする圧縮（再投資額の減額）を3カ月続け、その後、3か月ごとに60億ドルずつ、300億ドルまで圧縮幅を拡大していく。政府機関債・不動産ローン担保証券については、同様にまずは月額40億ドルを上限に圧縮し、その後、3か月ごとに40億ドルずつ、200億ドルまで圧縮幅を拡大するスケジュールである。FRBの資産規模が現在約4.5兆ドルであることを考えると、縮小規模は極めて小さく開始されるため（当初は0.2%/月）、資産圧縮による影響もまた極めて小さく抑えられることになる。それが、「比較的早く」資産圧縮を開始し、「圧縮が将来の金融政策オプションを制限することは無く」、利上げと資産圧縮の同時実施についても排除しない（「まだ何も決めておらず、状況次第」）といった、記者会見での一連の発言が示すような積極姿勢を可能にしている。おそらく、秋頃には圧縮が開始されるものとみられる。

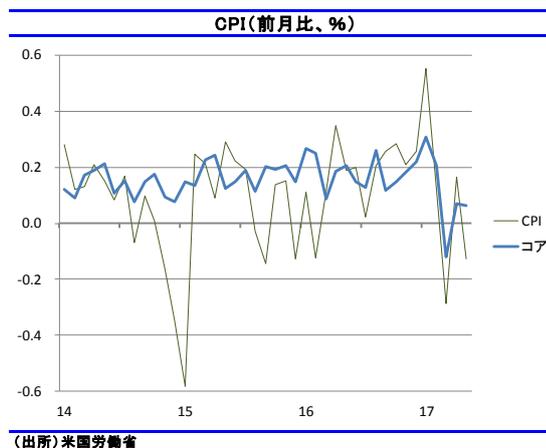
圧縮完了後の姿についても、「近年の水準よりは低い、金融危機前よりは高い」残高にすると表現して無理な正常化をしない旨、説明する一方で、この圧縮スケジュールが走り出した場合には、圧縮規模が小さいだけに、余程の経済ショックでも生じない限りは粛々と進められていくことが想定される。

足元の経済指標の弱さをどう評価するか

以上のように、金融政策の正常化に向けて総じて強気なFOMC判断ではあったが、声明発出の朝に公表された消費者物価指数と小売統計は弱い内容となり、FOMCの見方に水を差す形となった。

具体的には、5月の消費者物価指数（CPI）が前月比0.1%下落となり、コア指数（食料と燃料を除く）も同0.1%上昇と弱かった。CPIは、3月にも同0.3%下落、コア指数も同0.1%下落するなど、このところ停滞が顕著となってきている。振れの大きいガソリン価格の影響が排除されて比較的安定して推移するはずのコア指数がマイナスとなるのは、2010年1月以来。この点について、イエレン議長は、FOMC後の記者会見において、携帯電話の料金プラン変更や一部処方箋薬の価格下落などの「特異な要因」があったと述べ、それが「1回きりの下落（one-off reductions）」であるとの見方を示している。たしかにその要因はone-offであろうが、その後、4~5月もコア指数は同0.1%上昇と停滞気味であり、この点については、「弱さの出ている分野が広く」、「注意深くモニターしていく」と会見で述べている。

こうしたインフレ率鈍化の背景にあるのは、賃金上昇ペースの停滞であると考えられる。足元まで、雇



用者増加数および失業率は順調に改善してきている。直近 5 月の非農業部門雇用者数は前月比 13.8 万人増、1~5 月平均でも 16.2 万人増となっており、生産年齢人口増を吸収するために必要となる 10 万人程度の増加水準を上回るペースが続いている。その結果、失業率は下がり続け、5 月は 4.3% となってリーマンショック直前の最低値 (4.4%) を下回り、IT ブームだった 2001 年 5 月以来の低水準となっている。

しかし、既にほぼ完全雇用が達成されている中でさらに失業率が下がっているにもかかわらず、賃金の上昇ペースは逆に鈍化してきている。5 月の民間部門時給は前年同月比 2.5%、前月比年率でも 1.8% の上昇となり、2% 台後半から 3% 水準へと向かっていた昨年末から今年初め頃の勢いが失われている。賃金上昇圧力が高まってこない中では、物価水準も上がりにくい。

さらには、失業者が減少して雇用増加幅が限られてくる中で賃金上昇が進まなければ、国民の総所得 (単純計算では雇用数 × 賃金) の増加ペースもまた鈍っていくことになる。そうなれば、これまで米国経済を牽引してきた個人消費にも悪影響を及ぼすことが考えられる。実際、個人消費支出、小売などは、1~2 月の暖冬の悪影響 (燃料やガスの消費減) を脱した後、3~4 月は総じて堅調さを取り戻していたものの、5 月は小売・外食売上 (振れの大きいガソリンスタンドを除く) が前月比 0.1% 減と 2 月以来のマイナスに転落しており、増勢が持続しない。5 月は、飽和感の出ている新車販売台数が同 1.4% 減少したことも小売統計を下押しした。

住宅投資にも、息切れ感が出ている。住宅着工件数は雪が少ない暖冬が上振れ要因となって、2 月には年率 128.8 万件まで増加した。しかし、それ以降は反動減から 3 カ月連続での前月比マイナスとなり、5 月は年率 109.2 万件で、昨年 9 月以来の低水準まで逆戻りしてしまっている。

たしかに、イエレン議長が今回の記者会見、あるいはこれまでの声明文等の機会を通じて発信しているように、物価でも消費でも、足元の弱さには、一時的と考えられる要因が見受けられる。しかしその一方で、そうした一時的要因を跳ね返すだけの勢いが欠けていることもまた事実であり、上述の通り、その一因は高まらない賃金上昇率にあるものと考えられる。

労働市場のタイト化が進んでいる以上、どこかのタイミングで賃金の上昇ペース加速が始まり、それが所得拡大のみならず、人件費増を嫌っての省力化投資等、生産性向上のための設備投資促進へと繋がり、金融政策正常化を支える経済の順回転を推し進めていくはずである。問題は、その「タイミング」であり、あまりにも遅れてしまえば、消費の拡大ペースが鈍り、景気の趨勢もまた弱まっていく。

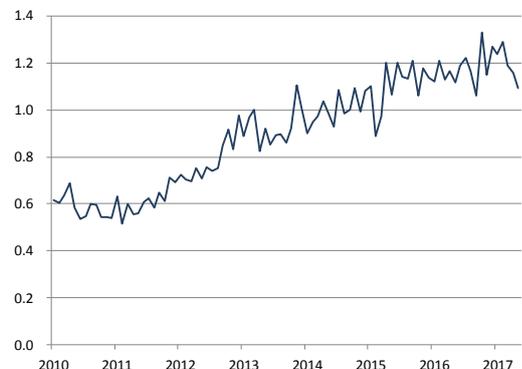
賃金 (時給) 上昇率の鈍化を職種別に分けてみると、製造業 (耐久財、非耐久財とも) が 2016 年はほぼ雇用数増減ゼロだったところから今年は雇用増に転じているにもかかわらず、賃金の伸び率についてはむしろ鈍化 (2016 年平均 0.26%/月、2017 年 2~5 月平均 0.10%/月) する状況にある。賃金の安い新規

民間部門時給の推移 (前年同月比、%)



(出所)米国労働省

住宅着工件数 (年率、百万戸)



(出所)米国商務省

労働者を増やす一方で、賃金の高いベテラン労働者と入れ替えを進めている可能性、あるいは、賃金の高い中西部から賃金の安い南部への製造業シフトが加速している可能性などが考えられる。このほか、教育・ヘルスケア、専門サービスなどにおいても、2016年平均と比べて2017年3~5月の賃金上昇率が鈍化している。

他方、小売業雇用者は、2月以降、4カ月連続で減少し、累計8.1万人減となっているものの、賃金伸び率はむしろ加速している（2016年平均0.10%/月、2017年3~5月平均0.20%/月）。4カ月以上連続での雇用者減少は、リーマンショック時やITブーム崩壊時など景気後退期以外には見られなかった現象となる。ネット通販勢力に駆逐される形で、百貨店が次々に閉店。そのためにキーテナントを失ったモールも集客力を失い、そこに出店していた専門店も閉店に追い込まれるなど、米国小売業界の構造変化加速が背景にある。現状は、生産性の低い（＝低賃金の）労働者から解雇しているために、業界の平均賃金が上昇しているものと考えられるが、今後も閉店が継続・加速していくようであれば、小売業界に賃金の切り下げ圧力が生じる可能性もあろう。

こうして見てくると、賃金上昇ペースの加速が予想外に後ずれする可能性も否定できない。ただし、現時点では依然として消費者信頼感や企業の景況感が高水準で維持されている。さらには、滞り気味とはいえ、トランプ政権は既にいくつかの規制緩和を大統領令によって実施に移し、減税やインフラ投資についても議会共和党と協力しながら前には進めている。これらが実施に移されれば景気上振れ要因となり、賃金上昇圧力も高まることとなろう。したがって、現時点においては、今回のFOMCでの利上げ見通しを否定するほどの悲観材料は認められないと考えられるが、今後当面は、どちらかといえば景気のダウンサイドリスクに注視していく必要がある。

消費者マインドの推移

