

米国経済 UPDATE : FRB、年内追加利上げシナリオを堅持

9月19～20日に開催されたFOMCでは、政策金利は据え置き、資産圧縮は10月から開始と発表された。メンバーによる金利見通しでは、16名中12名が年内利上げを予想。堅調な米国経済においては、労働需給逼迫が、何時、賃上げ加速、インフレ加速に点火するのかが予断を許さず、FRBは、ここ数か月のインフレ率の弱さにもかかわらず、その要因を押し量りつつ利上げを継続するスタンスを維持したものと考えられる。

年内利上げ派は圧倒的多数ながら、微妙な判断か

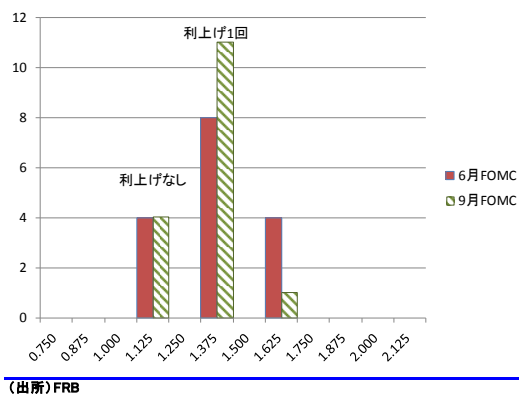
9月19～20日にFOMCが開催され、政策金利は1.00～1.25%で据え置きとなり、資産圧縮については10月から開始することが発表された。いずれも市場の事前予想通りとなったが、今後の利上げ見通しについては、FF金利先物市場では年内の追加利上げありとする割合が57.7%に止まるところ、FOMCでは、メンバー16名中12名が年内利上げを予想した(うち1名は0.5%Ptの利上げ)ため、若干のサプライズとなり、ドル高が進行することになった。

市場で年内利上げありとする割合は、FOMCの1カ月前には4割を切り、1週間前でも5割を切っていた。その背景にあるのは、インフレ率の鈍化である。各種物価指数は、ここ数か月、伸び悩んでいる。直近7月の個人消費(PCE)デフレーター、および同コア指数は、ともに前月比0.1%上昇に止まった。FRBのインフレ目標値は年率2%だが、振れの大きい食料や燃料の影響を受けないコア指数でみると、逆に目標値から遠ざかり、減速が厳しくなっているように見える。3月にPCEコアがマイナスになった点について、イエレン議長は携帯料金プランの変更など一過性の要因と指摘しているが、足元での前月比での鈍化継続は、それだけがインフレ鈍化の要因ではないことを示している。

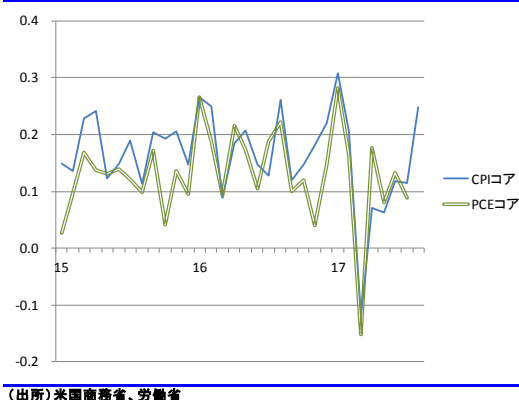
他方、8月分まで実績が公表されている消費者物価指数(CPI)は、ガソリン価格上昇に支えられて前月比0.4%に急上昇し、コア指数でみても同0.2(0.248)%と伸びた。ただし、8月は家賃(賃貸家賃および帰属家賃)が同0.5%上昇と大きく伸びてコア指数の伸びに貢献しており、家賃を除くとコア指数はむしろ鈍化している可能性がある。したがって、8月CPIも見かけほどには強くはない。

もちろん、中央銀行としては、物価が上昇してからではなく、上昇の気配を察知して先んじて利上げを行いインフレ加速を防ぐ、いわゆるフォワードルッキングな政策実行が求められる。その意味では、足元の物価上昇は利上げの必要条件とは言えない。しかし、FOMC時点における各種経済指標を吟味して利上げ見通しを修正していくと言及してきているイエレンFRBが、ここ数か月の弱いインフレ率を踏まえ

FOMCメンバーの政策金利予測(2017年末時点)の人数分布(人)



PCEデフレーター・CPIコア指数の推移(前月比、%)



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。

てなお、年内利上げに向けたスタンスを一切緩めていない点は、市場でも読み切れておらず、また、メディアも然りであった。

FOMC 後の記者会見においても、以下のようなやり取りが行われた（抜粋意識）。

Q (ブルームバーグニュース記者) : コアインフレ率がFRBの目標値を超えていく兆しがないにもかかわらず、利上げを続けるのはなぜか？

A : 何年もの間、インフレ率が2%を下回っていたことには、大量の余剰労働力の存在、エネルギー価格の大幅下落、大幅なドル高といった納得できる理由があった。しかし、今年、余剰労働力はほとんど消え、これらの影響がないにもかかわらず、2%を下回っているのはミステリーであり、我々としてもその原因を明確に理解しているとは言えない。メンバーの見通しが示しているように、インフレ率の低下は一時的なものだと判断しているが、今後、もし低下が持続的なものだと分かれば、金融政策をこれに対応させることが必要となろう。ただし、労働市場の逼迫はタイムラグを伴って賃金上昇やインフレを引き起こす傾向があるため、金融政策はこのタイムラグを考慮して実施することになる。景気が過熱して、後になって急速な利上げに追い込まれ、景気後退と、現在の極めて良好な労働市場への脅威となることのないように、注意していかなければならない。

Q (ウォールストリートジャーナル記者) : インフレ低下が一時的であるという見方に対して、3カ月前(6月FOMC時)よりも確信をもっているか。また、金融政策への影響は？

A : 今年の低インフレについては、原因を十分に指摘することが出来ず、いくつか特殊要因を挙げてきたが、率直に言って、より広範な理由がある。ただし、インフレ率が今年、異常に低いという事実は、それが持続的であることを意味するわけではない。1,2月にコアインフレ率が年率1.9%になったときには、我々は2%に非常に近づいたとみていた。しかし、ここ数カ月のデータを見るとインフレ率は大きく下がり、その要因が持続的か一時的かを見極めていく必要がある。もし持続的なものと判断するに至れば、金融政策をこれに合わせて修正する。

上記のやり取りを踏まえると、「足元の低インフレの原因は良く分からないけれど、まずは先々のインフレ加速への用心のために、これを一時的なものに見做して、年内利上げを実施していく。そのうえで、様子をみていき、低インフレ継続と判断すれば、利上げは取りやめる」と纏められる。年内利上げ派はFOMCメンバー16名中12名と数は多いものの、微妙な判断の下での利上げ見通しとも考えられる。

賃金上昇はいつ本格するか

こうした微妙さを生み出している背景には、労働市場の解釈への迷いがある。会見で述べられているように、①余剰労働力による影響がほとんどなくなったのだとすれば、②当然に賃金が増え始める、③それが物価を押し上げる効果を及ぼすはずが、実際は、①と②の間が断絶しており、ここがいつ接続するのか、その判断が難しいものと考えられる。

足元の労働市場の状況を見ると、雇用者数は依然、毎月18万人ペースで増加して旺盛な労働需要を示しているが、他方において、この需要を満たすための供給ソースは細ってきている。失業率は4月以降、4.3~4.4%の間を行き来する状態となってもはや下げ余地は無くなってきた。また、生産年齢(20~64

歳) 人口の増加ペースも減速してきていることから、労働市場の逼迫は進んでいる。

それにもかかわらず、賃金の上昇スピードはむしろ鈍化している。民間時給の上昇率は昨年後半から今年初めにかけては前年同月比2.8~2.9%まで加速していたが、その後は逆に減速して、4月以降は2.5%で足踏み状態にある。前月比でも、7月は0.34%(年率4.2%)上昇したものの8月には0.11%(同1.4%)まで鈍化した。

労働需給が逼迫する中で賃金の上昇が加速しない原因としては、前回の Economic Monitor にも列挙したように、労働意欲を失い労働市場から退出している人々(=一般の失業者としてはカウントされない潜在的失業者)の存在、低賃金雇用の増加、労働需給逼迫から賃上げまでのタイムラグの長期化、企業の価格決定力低下、労働者側のバーゲニングパワー喪失などが複合的に影響している。景気と雇用が拡大を続けている限りは、これらの要因の存在にもかかわらず、いつかは臨界点を超えて賃金上昇が加速を始めると考えられるが、それが何時かを見通すことが難しい。

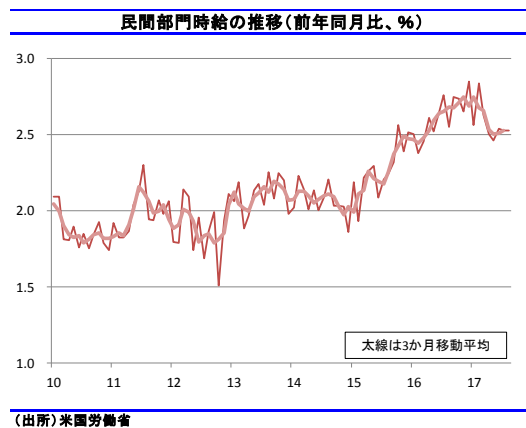
たとえば、潜在的失業者については、労働需給逼迫(失業率の下げ余地消失)から賃金上昇率が加速し始めても、それをきっかけに潜在的失業者が労働市場に参入(=労働参加率の上昇)して労働供給を増やし、その結果、企業の雇用増ニーズは満たされ、逼迫感が緩和して賃金上昇率も減速するという状況が生じていることが視られる。20~54歳の勤労世代で、リーマンショック以前の労働参加率と同じ割合で労働市場に参入している場合を試算して、実際の現状と比較してみると、現状は試算値に比べて、潜在的失業者が約200~250万人程度多くなっている。この人々が、足元での雇用増(18万人/月)と生産年齢(20~64歳)人口増(5万人/月)との差を埋める人材プールとなる。単純に計算すれば、 $200\sim 250\text{万人} \div (18\text{万人} - 5\text{万人}) \approx 15\sim 19$ カ月でこのプールが枯渇することになる。ただし、この200~250万人は、それぞれに様々な理由を抱えて労働市場から離れているものと考えられるが、そのうちの一部には、最近しばしば指摘されるように、鎮痛剤(薬物)依存の問題もある。依存症患者のうち、就職不可能なほどの重度者を考慮すると、枯渇のタイミングは前倒しされることになるが、実際にそれが何カ月程度の前倒しとなるかは、試算の前提の置き方次第でかなりの幅が出る。

これに加えて、低賃金雇用についても、ネットによる無店舗販売に席卷されて小売業態自体が大きく揺らぎ、それが雇用の構造変化として表れ始めているさなかで、先々の動きを予測するのは難しい。

他方において、依然として実質金利(FF金利-インフレ率)がマイナスという緩和的な金融環境が継続していることを考慮すれば、多くの要因が複合的に絡み合った状況をクリアに分析するのが不可能な以上、足元の状況を見守りつつも、景気拡大継続を前提とすれば何時かは来る賃金上昇本格加速のXデイに備えて「緩やかなペースの利上げ」を堅持しておくというのは、合理的な判断であろう。

堅調な景気拡大続く

実際、米国の景気は堅調さを持続している。4~6月の個人消費はGDPベースでは前期比年率3.3%増ながら、3月(暖冬の反動増)の突出した伸びによって嵩上げされており、実勢は年率2~2.5%程度と試算できる。直近8月も含めて消費はやや弱めではあるが、雇用所得環境が基本的に良好な中で、消費者マ



インドも高水準にあり、下期も、上期と同程度の緩やかな増加軌道を維持することが想定される。

住宅投資については、暖冬等による2月までの上振れ分（住宅着工でみると年率128.8万件）が、3～5月の反動減により調整された（5月は同112.9万件）。その後、足元8月は同118.0万件まで回復してきている。住宅投資については、構造的な下押し要因（一次取得層の所得格差や学生ローン負担、金融機関の厳しい融資態度、人手不足、ゾーニング規制等）が増加を抑制しているが、他方において、底は打っても依然として歴史的低水準にある持ち家比率などに見られるように潜在的需要は膨らんでおり、また、経済環境も総じて良好であることから、緩やかながらも投資の拡大基調は続くものと考えられる。

設備投資については、上期の設備投資全体の増加分の約半分を支えた鉱業関連構築物投資が、これと概ね連動して推移する掘削リグ稼働数が足下で伸び悩んでいることから、下期は、伸びが縮小していく見込みである。ただし、企業景況感は引き続き良好であり、先行指標となる資本財コア受注も足元堅調となっており、悲観する状況にはない。

外需に関しても、世界経済の回復、為替レートが昨年12月をピークにドル安に向かったことなどを背景に輸出はこれまで増加トレンドを維持してきている。為替については足元でドル安が止まっているが、世界経済の回復は継続が見込まれる。

米国経済へのリスク要因としては、トランプ政権の保護主義政策や、税制改革の行方とその影響、また、資産価格の上昇や、ネット販売拡大に伴う小売業不振と商業用不動産への悪影響、構造面では生産性上昇率の鈍化と潜在成長率低下など、多くの可能性を考えることができる。しかし、これらのリスクの蓋然性の低さや緊急性の低さを考えれば、米国経済は安定した堅調な状態にあるとみなせるものと考えられる。

GDPは上方修正、金利とインフレは下方修正

このような堅調かつ低インフレな米国経済の現状を反映して、今回のFOMCでのメンバーによる経済先行き見通しは、概略、以下の通りとなった。

- 1) GDP（2017、2019年）は上方修正
- 2) 金利は、来年まで（2017、2018年）はシナリオ変わらず、先々のところ（2019年、長期）は下方修正
- 3) インフレ率は、来年まで（2017、2018年）下方修正するものの、先々は目標の2%で安定

この見通しに解釈を付けるとすれば、この先1～2年程度は、6月FOMCでの想定に比

消費者マインドの推移



(出所) ミシガン大学、CEIO(コンファレンスボード)

| | FOMCメンバーによる経済見通し(中央値) | | | | |
|-----------------------------|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 長期 |
| 実質GDP成長率 ¹ | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.8 |
| (6月FOMCでの見通し) | 2.2 | 2.1 | 1.9 | - | 1.8 |
| 失業率 ² | 4.3 | 4.1 | 4.1 | 4.2 | 4.6 |
| (6月FOMCでの見通し) | 4.3 | 4.2 | 4.2 | - | 4.6 |
| 個人消費デフレーター ¹ | 1.6 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| (6月FOMCでの見通し) | 1.6 | 2.0 | 2.0 | - | 2.0 |
| 個人消費デフレーター(コア) ¹ | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | - |
| (6月FOMCでの見通し) | 1.7 | 2.0 | 2.0 | - | - |
| FF金利誘導目標水準 | 1.375 | 2.125 | 2.688 | 2.875 | 2.750 |
| (6月FOMCでの見通し) | 1.375 | 2.125 | 2.938 | - | 3.000 |

注1: 第4四半期の前年第4四半期との比較。

注2: 第4四半期の数値。

出所: FRB

べると、若干ながら成長率上振れ、インフレ率下振れとなるものの、2018年までは、6月シナリオと同様の年3回ペースで利上げを実施していくことになる。この見通しは、成長率が上振れし、インフレ率が下振れする中で、12月に利上げを実施するスタンスの延長と考えられる。

ただし、その結果として現出する長期の姿をみると、GDP成長率、インフレ率は6月見通しと変わらないものの、金利水準だけが0.25%Pt低下する。そうなれば、実質中立金利は、6月見通しの1.0%（FF金利3%－インフレ率2%）から0.75%（FF金利2.75%－インフレ率2%）へと低下する。6月見通しとの比較で長期のGDP成長率（＝潜在成長率）は低下していないものの、中立金利と潜在成長率は表裏一体であると言え、米国経済の中長期での活力低下懸念が静かに進んでいることを示唆している。