

米国経済 ～インフレ安定を背景に早期引き締め回避～

経済調査部 桂畑 誠治

利上げ前倒し観測

米国では、悪天候や昨年後半の反動等により、14年1－3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.9%と12四半期ぶりのマイナス成長となった。しかし、雇用情勢の改善は続いており、失業率は6月に6.1%まで低下した。非農業部門雇用者数は前月差28.8万人増、6か月移動平均で同23.1万人増と増加ペースが徐々に加速している。コアインフレ率は、医療費などで前年の低い伸びの裏がでているほか、家賃・帰属家賃が伸び率を高めていることで年初の低い伸びからは幾分、高まった。また、これらの統計が公表される前の6月のFOMCで発表された参加者の経済・金利予測では、実質GDP成長率見通しが大幅に下方修正された一方で、利上げ幅の予想が若干上方シフトしていた。さらに、FRBが金融緩和を長期化させていることで、バブルの醸成も懸念され始めている。このような情勢を受け、金融市場では利上げ前倒し観測が一頃に比べて強まっている。

FRBは雇用の最大化を目指しゼロ金利維持

実質GDP成長率は、3%成長への回復が期待されてきたが、依然実現できていない。バブル崩壊の後遺症が残存しているほか、財政緊縮、金融規制の強化が行われているためだ。今後も高い成長は期待しにくい。労働市場の改善を示す統計が公表されているものの、FRBの主要メンバーが指摘しているように、正規雇用を希望しながら非正規雇用でしか仕事を見つけられない人が依然多い。また、労働参加率の大幅な低下は、高齢化要因だけでは説明できない。失業率の表面的な低下が示すほど、雇用情勢は改善していない可能性がある。

FRBは現在、労働市場にスラックがあると判断しているが、一部のFRB関係者が賃金の抑制

がスラックの残存を示すと発言したことで、市場では賃金の動きを注視している。賃金上昇率は、スラックが残っているような状況でも、小幅高まった。今後も失業率の低下に伴い上昇幅を拡大すると見込まれ、利上げ観測が強まり、市場金利の上昇に繋がるリスクがある。

ゼロ金利は市場予想よりも長期化すると予想

FRBは、これまで名目・実質賃金が抑制されてきたことから、ある程度の賃金上昇を容認するだろう。90年代後半以降、賃金やULC（単位あたりの労働コスト）の伸び率が高まっても、コアインフレの伸びは抑制されており、賃金とインフレの関係は薄れている。さらに、エネルギー・食料品価格が上昇しても、コアインフレへの影響は限定的となっている。世界的な供給能力の拡大、グローバル化に伴う競争激化を背景に、価格転嫁を行い難くなっているため、コアインフレの加速に繋がらなくなった。このため、今後も基本的にはコアインフレは低位安定を続けると予想される。

労働市場の構造変化や労働市場のスラックを正確に判断することは難しいため、低インフレが続くなかで、FRBは雇用の最大化を達成できるまで、ゼロ金利政策を継続する可能性が高い。FRBは雇用の最大化を示す自然失業率を、現在5.2～5.5%とみている。リーマンショック以降、労働参加率が大きく低下したが、その半分以上が25歳から54歳の働き盛りの世代の低下で説明可能。このため、景気情勢がより改善すれば、再び職探しを始め、失業率の低下ペースは鈍化し、5.2%に達する時期は16年初ごろになろう。現在、金融市場では15年前半の利上げ開始を織り込み始めているが、利上げ開始は16年に遅れる公算が大きい。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）