

テーマ：米利上げは今年2回ですむのか

発表日：2016年3月23日（水）

～米景気不安後退すれば連続的な利上げも必要～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

- ✓ 2015年後半から米経済は一部で減速しているが、これは製造業の在庫調整が主因。在庫調整はほぼ完了しており、今後は製造業と非製造業の両輪が揃う格好で米経済は再加速へ。
- ✓ 製造業の回復は、雇用環境をさらに逼迫化させ、賃金の上昇圧力を高める。
- ✓ 景況感の改善と賃金の上昇は、沈静傾向にある米国の期待インフレ率を押し上げる可能性がある。家計の債務負担が大きい米国では、期待インフレの上昇による金利の行き過ぎた上昇は、景気の大暴落を招く恐れがある。
- ✓ 足元の政策金利水準は、理論値からは低すぎる。景気安定のため、米景気に対する不安感が後退した後は、FRBは連続的な利上げを選択する可能性がある。

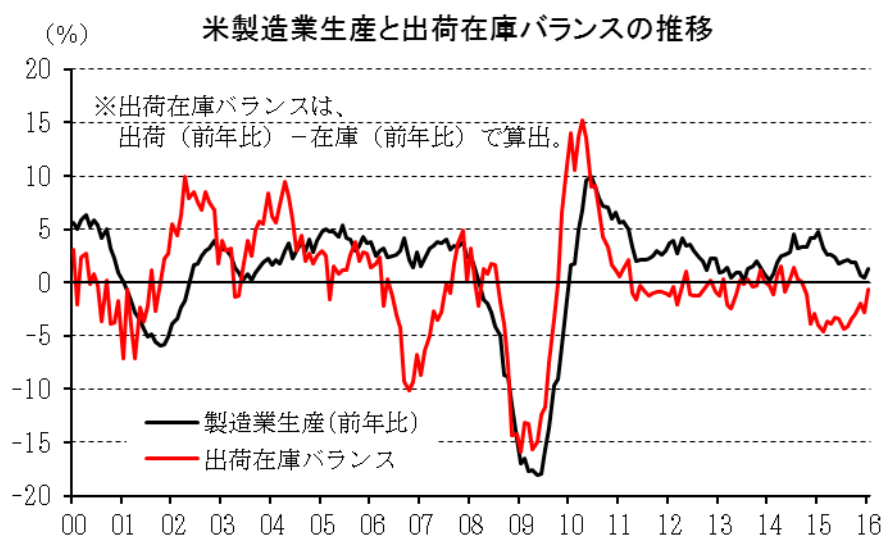
米景気の足を引っ張っていた製造業は回復へ

FRBは3月に行われたFOMCで、FF金利の誘導目標水準の据え置きを決定した。市場環境が不安定ななかでの金利据え置きは市場の事前予想通りの結果であったが、同時に公表されたFOMCメンバーによる先行きの政策金利見通しが下方修正されたことで、米債券利回りは低下し、為替市場においてはドル安要因となった。2016年中の利上げ回数について、前回（2015年12月）公表時の4回から、今回は2回に変更されたことが市場の関心を集めた格好だ。

3月のFOMC声明分では、米国経済については労働市場の強さを背景に消費が好調さを保っているとした一方で、①設備投資や輸出の減速、②エネルギー価格の下落を主因とした物価の安定、および低位安定する期待インフレ率、③世界経済や市場の不安定性、に言及しており、これら①～③の要素が将来の金利予想の下方修正に繋がったものと判断される。

もっとも、こここのところの米国経済の足を引っ張っていた製造業部門については、在庫調整の完了とともに今後は明るさを強めていく公算が大きい。

米製造業の在庫調整圧力の度合いを出荷在庫バランス¹でみると、2015年は9月まで▲3～▲5%で推移するなど生産抑制圧力が強い状態が続いていたことが示唆されていた。しかし、その後マイナス幅は急速に縮小し、直近（2016年1月）では▲0.6%ポイントとほぼゼロとなった。こうした出荷在



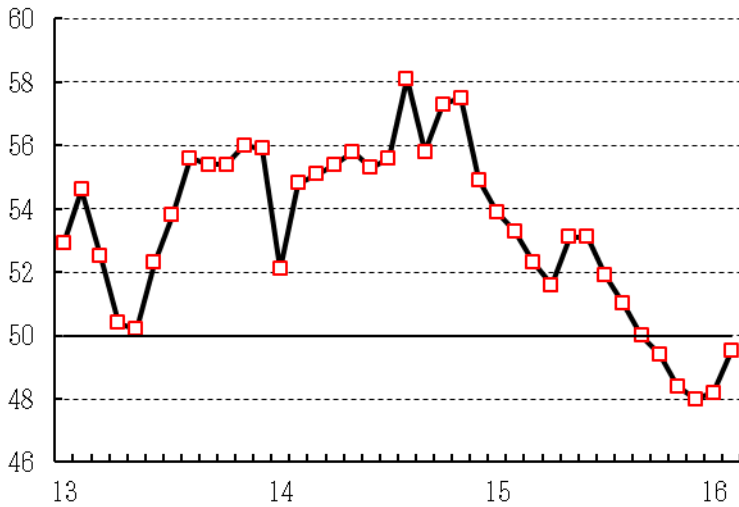
¹ 製造業出荷（前年比）から製造業在庫（前年比）を差し引いて算出したもの。プラス圏にあれば生産加速圧力が、マイナス圏にあれば生産減速がそれぞれ強いことを示唆する。

在庫バランスの動きは、2015年中の米国経済の足を引っ張る主因となった製造業の在庫調整は足元にかけて順調に進展し、まもなく在庫調整も完了することを示唆している。在庫調整局面では、製造業の生産量は出荷以下に抑えられているが、完了後は少なくとも出荷に見合ったペースへ生産は加速することになる。

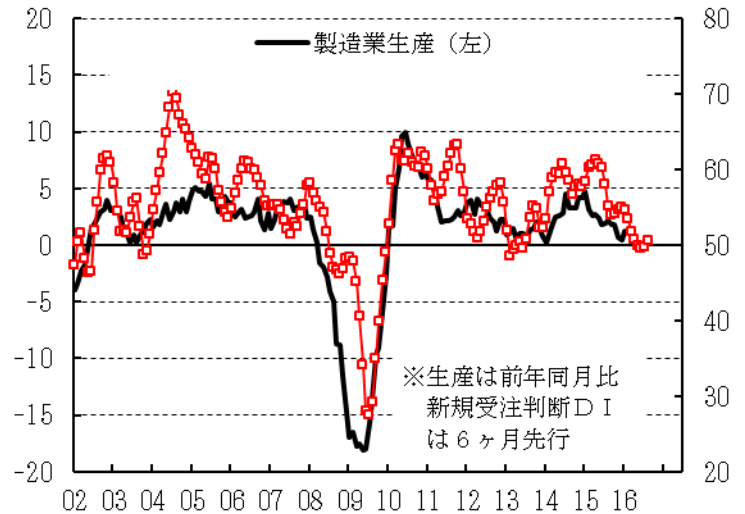
製造業の生産調整が、足元で最終局面にあることは、他の統計でも確認される。たとえば、ISM製造業景況指数は判断基準の分かれ目となる50を下回ってはいるものの、直近2ヶ月連続で改善、景況感が底打ちから持ち直しに転じていることを示している。また、生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは直近2ヶ月連続で判断基準の分かれ目となる50を上回り、遅くとも今年半ばには製造業生産が前年対比伸び率でみても加速に転じることを示唆している。

生産活動が持ち直していけば、設備投資の回復や製造業の雇用回復に繋がり、米国経済は好調な非製造業部門と両輪が揃う形での成長軌道に乗り、成長率も加速していくと見込まれる。

米ISM製造業景況指数の推移



(%) 米製造業生産とISM新規受注判断DIの推移



雇用は逼迫、賃金を取り巻く環境は大幅に改善でインフレ圧力は徐々に高まる

米景気の再加速は、雇用の逼迫を強めることになる。米失業率は直近2ヶ月連続で4.9%となったが、これはFRBが試算しているNAIRU（インフレを加速させない失業率）の下限値である。足元の米国では、自然失業率が5%程度と考えられており、これ以上の労働需給逼迫は賃金の上昇圧力を高める公算が大きい。

足元では、米国の労働参加率は極端に低い水準にあるため、今後賃金水準の上昇などによって労働条件が改善すれば、労働参加率が高まることによって極端な労働需給の逼迫は避けられると考えられる。実際、労働参加率は昨年後半以降急激に改善しており、就業者の拡大ペースに比べて失業率の低下ペースを抑制し、労働需給の逼迫を抑制している。しかし、そもそも労働参加率の改善は労働条件の改善によってもたらされている側面があると考えられる。今後は、失業率がほぼ横ばい圏にとどまって、一見すると労働需給の逼迫が抑えられているようであっても、成長ペースの加速によって就業者の拡大が続くようであれば賃金の上昇傾向はより明確になっていこう。無論、賃金水準の高

米国失業率の推移



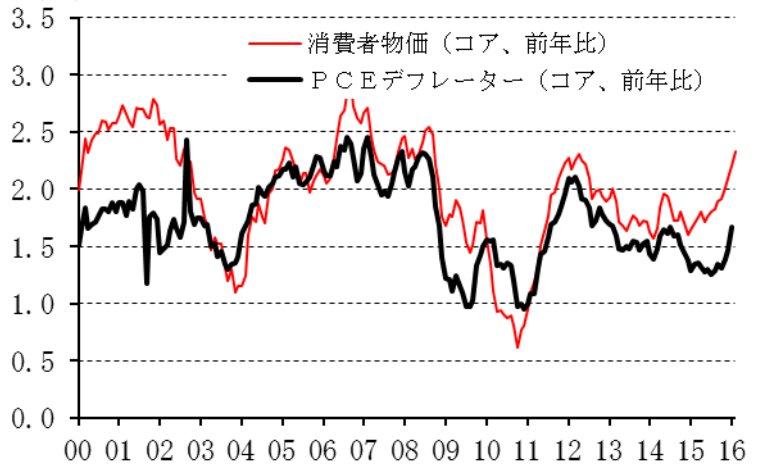
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

い製造業での雇用回復も、平均賃金を押し上げる要因となる。

賃金の上昇ペース加速は、将来的にはインフレの加速に繋がると考えられている。雇用・所得環境が良好で消費が好調さを維持している環境下では、企業は賃金の上昇というコストを価格に転嫁させやすいと考えられるためだ。安価な輸入品が流入する“モノ”の分野ではこうした現象は起こりにくくなってはいるものの、輸入品との競合がないサービスの分野においては人件費の上昇が価格に転嫁される余地はある。

足元で、米国のインフレ率はエネルギーと食料品を除いたコアベースで伸び率が高まっている。FRBが2%程度の伸びを政策目標としているPCEデフレーターは、総合ベースでは前年同月比で+1.3%にとどまっているのに対し、コアベースでは同+1.7%となった。年初来の原油価格の下落によって、エネルギー価格が物価押し下げに暫くは寄与するものの、ここへきて原油価格の下落にも歯止めがかかり、やや持ち直していることから、エネルギー価格が総合ベースの物価上昇率を抑制する効果もいずれは消滅しよう。一方で、こここのところコアベースの物価上昇率を押し上げているのはサービス部門となっている。足元までのところ、医療サービスや帰属家賃の上昇がサービス価格の押し上げ要因となっているのにとどまっているが、今後賃金水準が上昇していけば、サービス価格には更なる押し上げ力が働くことになる。

米PCEデフレーターとCPIの推移



FRBは段階的な利上げを求められる

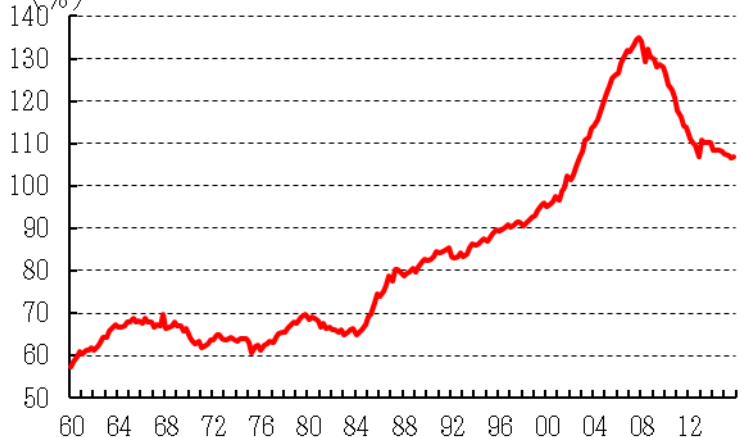
無論、“モノ”の分野での物価加速が見込みにくい環境下では、過去のように年率ベースで4%を上回るような物価上昇が現実のものとなるとは考えにくい。しかし、インフレ圧力の増大要因となる完全雇用下での景気加速をFRBが放置することで、市場の期待インフレ率が多少なりとも上昇することがあれば、それは米国経済においては大きなリスクとなり得る。より具体的には、将来的にインフレ率がもう少し加速していくことを市場が織り込んだ場合、債券市場においては長短金利差が拡大する形で長期金利が上昇し、これが米国経済の牽引車である個人消費にダメージを及ぼす可能性がある。

2000年代後半の米国経済は、住宅バブル崩壊とその後のリーマンショックなどによって資産価格が大幅に下落、債務超過に陥る家計が社会問題化するなど、家計のバランスシート悪化が景気の足かせとなった。しかし、FRBによる量的緩和政策(QE)の効果もあってその後は株価や不動産価格は大幅に上昇し、2013年半ば

米家計の資産に対する負債の比率



米家計の可処分所得に対する負債の比率



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

頃には家計のバランスシートは住宅バブル発生前の水準にまで改善した。これにより、その後米国経済は再び消費主導による景気回復力を強めていったと考えられる。しかし、改善したのはあくまでも資産に対する債務の割合であり、それも主に資産価値の急激な回復によってもたらされている。つまり、債務を圧縮することでバランスシートが改善しているわけではない。実際、可処分所得に対する債務の割合はピーク時から低下しているものの、歴史的にみればかなり高い水準にとどまっている。このことは、米家計は金利の上昇に対して“打たれ弱い”脆弱な構造にあるということになる。したがって、期待インフレ率が上昇することでFRBが企図する以上に金利が上昇するようなことがあれば、それだけ米国経済の腰折れリスクが高まるといえよう。

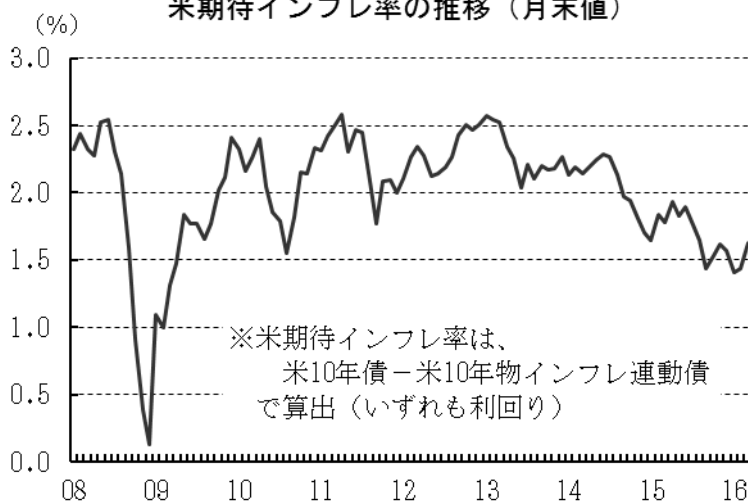
こうした事態を避けるためには、市場の期待インフレ率を高めないことが必要だ。前述したように、FRBは3月のFOMC声明文で「市場ベースの期待インフレを示す指標は低いまま」としているが、この状態を保つことが必要だということだ。

現状では、期待インフレ率が低位にとどまる背景として、エネルギー価格の下落や生産活動の減速があると考えられるが、これらの条件が変われば期待インフレ率も上昇していく可能性が高まる。すでに原油価格が底打ちしていること、そして生産活動を抑制していた在庫調整が終わりかけていることなどを勘案すれば、期待インフレ率が上昇してもおかしくはない環境はかなり近づいているといえよう。

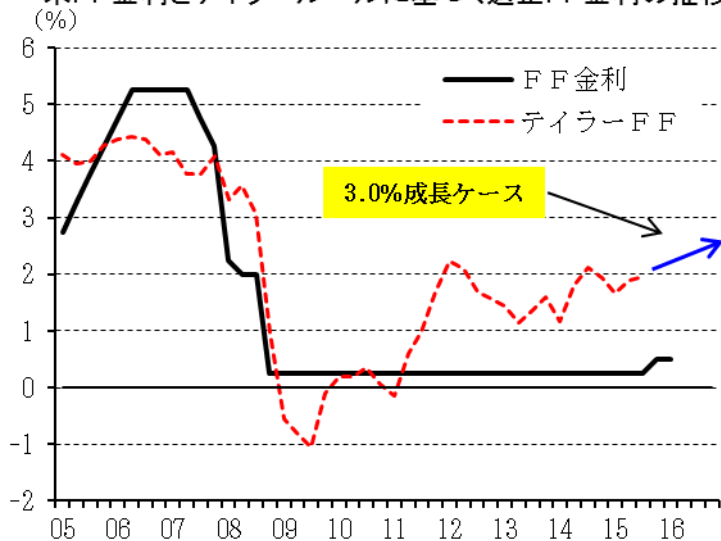
加えて、現行の金利水準が景気実態に対して“低すぎる”点も問題だ。米国の適切な政策金利水準を求める公式としてテイラールール²があるが、これによれば足元における適切なFF金利水準は2.00%と、実際の金利水準(0.50%(上限))はかなり低いことになる。今後、物価上昇率が加速しなくても、在庫調整の完了に伴って成長率が潜在成長率³を上回っていけば、適切な政策金利水準はさらに上昇することになる。たとえば、家計のバランスシート調整がほぼ完了したと判断される2013年後半以降の米経済成長率は、在庫調整によって下押しされている2015年半ば以降と、厳冬などの特殊要因によって一時的に下ぶれた時期を除けば、年率で3%以上の高い成長となった。そこで、在庫調整の枷が外れる可能性がある春以降米経済が実質3%のペースで成長する一方で、インフレ率は変わらないという前提で試算した場合、2016年末時点での適正FF金利水準は2.50%となる。

テイラールールによるFF金利水準は、米国の需給ギャップなどから計算された政策金利の

米期待インフレ率の推移(月末値)



米FF金利とテイラールールに基づく適正FF金利の推移



² 適切な政策金利=1.5×インフレ率(PCEコア)+0.5×国内総生産(GDP)ギャップ+1で算出。

³ 現状では2%程度とされる。

“理論値”に過ぎない。したがって、FRBの金融政策がこれに縛られることはない。しかし、適切な金利水準に対して低すぎる政策金利が放置される場合、インフレ圧力の増大やバブル示現のリスクを高めると考えられる。同時に、低すぎる金利水準は、局面次第では市場に「インフレ容認」と捉えられ、期待インフレ率を押し上げる可能性もある。

以上のことを勘案すれば、米国の利上げは早ければ次のFOMCが行われる4月に行われる可能性も十分にあるといえよう。同時に、イエレンFRB議長が前回会合後の記者会見で述べたように、全会合で連続的に利上げが行われる可能性も否定はできない。むしろ、完全雇用を達成し、在庫調整の完了によって製造業と非製造業の両輪が揃う格好での景気再加速が実現すれば、全会合での利上げが望ましい、ということになるだろう。

現実的には、市場の不安定さが続くなかでの利上げは困難かもしれない。しかし、主に中国をはじめとした新興国の景気の停滞が米国の実態経済に及ぼす影響が限定的にとどまると見なすことができるのであれば、FRBは金利を段階的に適切な水準に向けて引き上げた方が、最終的には米国経済へのマイナスの影響は小さいと判断するだろう。

(注) 本文中使用の図表データ出所

ページ1 「米製造業生産と出荷在庫バランスの推移」 “Thomson Reuters Datastream”

ページ2 「米ISM製造業景況指数の推移」 “Thomson Reuters Datastream”

ページ2 「米製造業生産とISM新規受注判断DIの推移」 “Thomson Reuters Datastream”

ページ2 「米国失業率の推移」 “Thomson Reuters Datastream”

ページ3 「米PCEデフレーターとCPIの推移」 “Thomson Reuters Datastream”

ページ3 「米家計の資産に対する負債の比率」 “FRB”

ページ3 「米家計の可処分所得に対する負債の比率」 “FRB, Thomson Reuters Datastream”

ページ4 「米期待インフレ率の推移（月末値）」 “Bloomberg”

ページ4 「米FF金利とテイラールールに基づく適正FF金利の推移」 “Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Congressional Budget Office(CBO)”