

引き締め効果ジワリ

～米国の景気拡大は後半から終盤～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

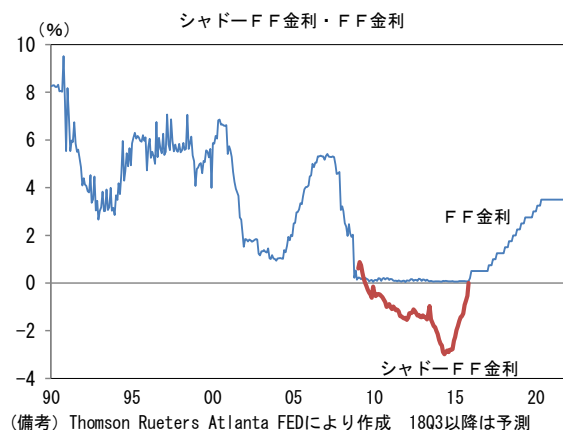
10月入り後の米国発の金融市場不安定化は①FEDの引き締め効果が発現するなか、②市場参加者が景気拡大余地の乏しさを意識し始めた、という文脈で説明可能に思える。

< FEDの金融引き締め効果が発現 >

FF金利上限2.5%が中立金利とされる3%を下回っていることを以って、現在の金融環境が緩和的であると考えるのは、一見すると理に適っているように思える。実際、FEDはつい最近まで自らの政策スタンスを「緩和的 (accommodative)」と表現していた。しかしながら、2013年末のテーパリング開始を起点にすると、現在の金融環境は必ずしも緩和的だとは言えない。ゼロ金利制約に直面したFEDは3度にわたる資産購入でゼロ金利制約を解放し、実質的なFFレート（シャドーFF金利、アトランタ連銀推計）をマイナス3%近傍まで引き下げることに成功していたので、現在に至るまでの引き締め幅は5.25%と解釈することもできる。こうして考えると、FF金利5%超相当の引き締め効果が割高な資産価格に修正を迫ったとするのも不自然ではなからう。無リスク金利の上昇によって（市場参加者の算出する）資産価格の割引現在価値が大幅に低下した可能性がある。

金融引き締めは四半期に一度ペースのFF金利引き上げだけでなく、2017年10月以降は量的引き締めも段階的に実施されている。3度の資産購入で3兆ドル程度も膨らんだバランスシートは2017年10月より毎月100億ドルずつ縮小が開始された後、2018年10月以降は毎月500億ドル（年間6000億ドルの減少）のペースで圧縮が進み、2020-21年頃にかけて3兆ドル程度まで絞られる見込みである。3兆ドルの資産購入で3%の利下げ効果があったという、極めて機械的な前提を基に1兆ドルあたり1%のFF金利引き下げ効果があったと仮定すれば、現在進行中の年間6000億ドルペースの減額はFF金利0.6%相当の引き締めをもたらしていると考えられる。したがって、現実の引き締め効果は四半期に一度ペースのFF金利引き上げ（1%）との合計で年率1.6%ということになる。

アトランタ連銀が推計したシャドーFF金利はQE実施下の14年央にマイナス3%近傍まで低下した後、テーパリングを受けて0%近傍まで浮上しそこで推計がストップしているが、その後のFF金利引き上げ、バランスシート縮小を踏まえると、現在のシャドーFF金利は既に中立金利を超えている可能性すらある。

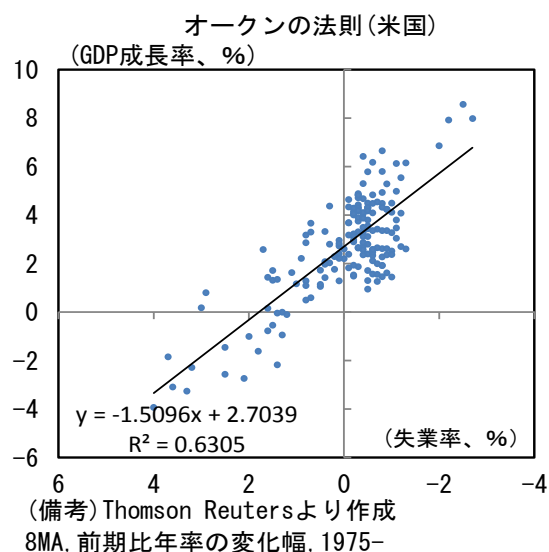
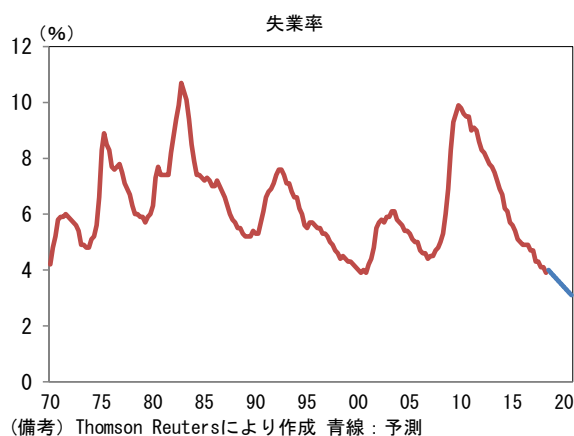


＜市場参加者が景気拡大余地の乏しさを意識し始めた＞

引き締め方向の金融政策によって資産価格が打撃を被るのはある意味自然な反応だが、2013年のテーパメントラム時と決定的に異なるのは、当時が景気拡大の前半であったのに対して、現在は後半から終盤にあることだ。目下の失業率は4%近傍と過去のサイクルの下限を突破し、更なる低下が乏しい状況にある。景気拡大は後半から終盤に到達していると考えるのが自然であり、金融市場で観察されている長短金利差の縮小は、まさにそうした景気認識の下で起きているように思える。

ここで失業率の下限を3%として、そこまで景気拡大が継続するとの仮定を置く。やや楽観的な前提だが、失業率が現在のペースで低下を続ければ、3%の岩盤に到達するのは2020-21年頃と予想され、そこで景気拡大が頂点に達することになる。

失業率とGDP成長率に密接な関係があるとするオークンの法則に従うと、失業率の低下余地が乏しくなるにつれて、GDP成長率は鈍化する（因果の向きは双方）。つまり経済が成熟するに従って、景気拡大余地が減少するというトレードオフの関係である。2018年Q3の実質GDP成長率は前期比年率+4.0%と2四半期連続で潜在成長率を大幅に上回る成長を遂げ、この間に失業率も低下したが、岩盤が近くなるにつれて失業率は低下しにくくなり、成長率も鈍化が見込まれる。2019年以降は減税効果剥落に加え、既往の平均時給（労働コスト）上昇によって企業収益が圧迫され、企業支出が抑制される可能性がある。2020-21年頃になると前年比伸び率でみた消費も鈍化し始め、成長ドライバーが不在になる可能性がある。



失業率は（予測が難しい）労働参加率の変動の影響を受けることから下限の水準やそこへの到達時期は相当な幅を持ってみる必要があるものの、多くの市場参加者が景気拡大の「残り時間」を意識している可能性は高い。景気後退が直ちに意識される状況ではないが、長短金利差の逆転など、人々に景気後退を意識させる事象が観測されれば、市場のボラティリティが一層上昇することになる。

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、第一生命保険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。