

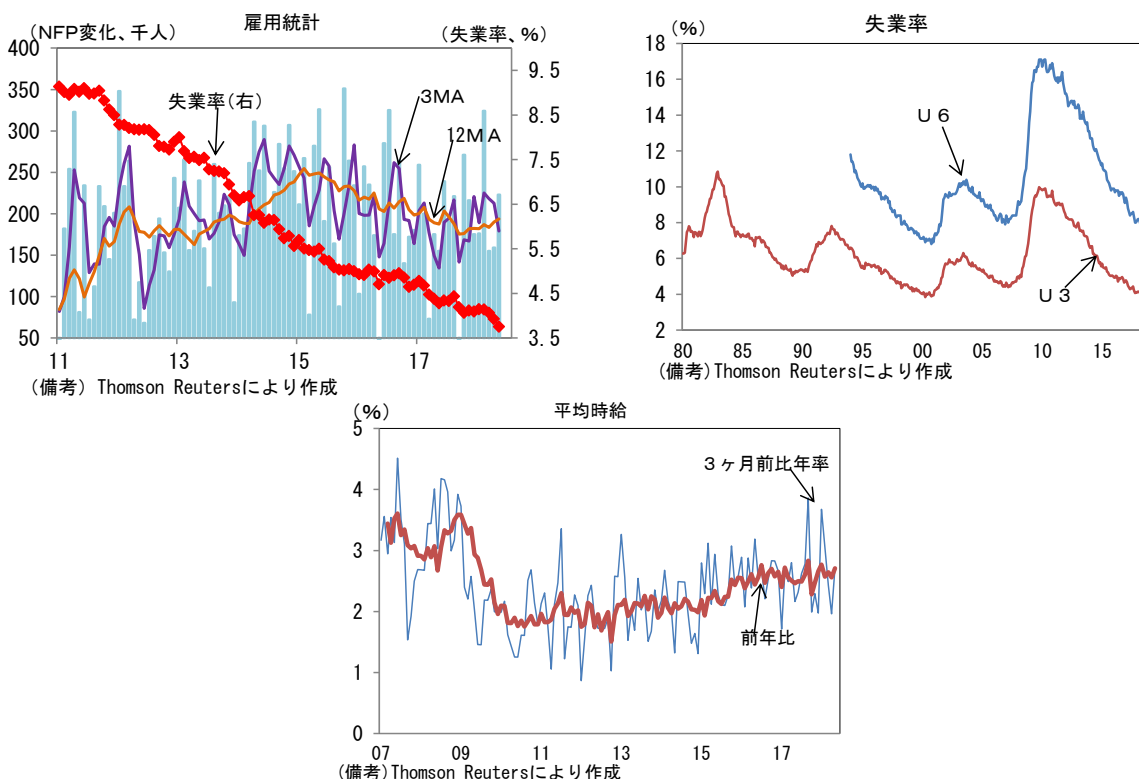
## F F 金利は節目の2.5%へ ～年内3回の利上げ、ウィリアムズ総裁は何を思うか～

2018年6月4日（月）

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

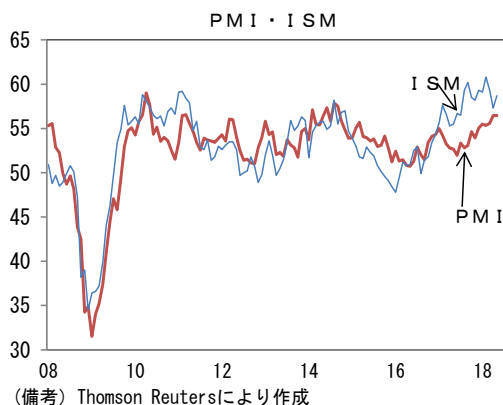
### 【海外経済指標他】

- ・5月米雇用統計によるとNFPは前月比+22.3万人と市場予想（+19.0万人）を上回った。3ヶ月平均は+17.9万人へとやや減速したものの、振れを均した6ヶ月平均は+20.2万人へと加速した。最近の新規失業保険申請件数の減少など、他の労働市場統計と同様に雇用の量的回復が示された。
- ・失業率は4月の3.9%から5月は3.8%へと低下。少数点2桁まで計算した3.75%という数値は1970年代以降で最も低く、過去数回の景気サイクルのボトムを既に突破している。U6失業率も7.6%へと0.2%pt低下。こちらは2000年10月の6.8%をなお上回るが、ヘッドライン失業率（U3）との格差は着実に縮小傾向にあり、労働市場の裾野拡大が示されている。
- ・注目の平均時給は前月比+0.3%、前年比+2.7%と予想比やや強めの結果。この指標は振れが大きいうえ、速報値が修正される頻度も高いため注意が必要だが、それでもトレンドは上向きつつあるようにみえる。前年比の数値は生産労働者・非管理職に限定すると+2.8%へと伸びを高めており、労働市場逼迫が賃金上昇圧力へと変換されつつある様子が窺える。3ヶ月前比年率で計測したモメンタムはこれまで下向きのカーブを描いてきたが、ここへきて復調の気配が見て取れる。



- ・5月ISM製造業景況指数は58.7へと4月から1.4pt改善して市場予想（58.2）を上回った。内訳は生産（57.2→61.5）、新規受注（61.2→63.7）が異例の高水準を維持したほか、雇用（54.2→56.3）も改善。その他では入荷遅延が押し上げ寄与となった反面、在庫が下押しに寄与。生産活動の先行指標として注目

される新規受注・在庫バランスは好転し、更なる生産の増加を示唆。こうした強い結果は、既発表の地区連銀サーベイが概して好調だったことから違和感はないものの、過去数ヶ月に欧州や日本の製造業サーベイが顕著に落ち込んでいたことを踏まえると、改めて米国製造業の強さには目を見張るものがある。Markit社の製造業PMIも56.4と約4年ぶりの高水準にあり、ISMが何らかのノイズによって強めに出ている可能性は低い。米国固有の要因として法人税減税が追い風になっている可能性が指摘できる。



### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は反発。堅調な雇用統計を受けて幅広い銘柄に買いが入った。イタリアの政局不安が後退したことから欧州株も総じて堅調。WTI原油は65.81ドル（▲1.23ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDがやや強めの動きとなるなかでJPYが最弱。米長期金利が緩やかに上昇するのを横目に調達通貨が軟調。USD/JPYは109半ばへと上伸。
- ・前日の米10年金利は2.902%（+4.4bp）で引け。雇用統計で平均時給が予想比上振れたことを受けて金利上昇。カーブはベアフラット。欧州債市場（10年）はドイツ（0.386%、+4.5bp）、フランスが金利上昇となった反面、イタリア（2.689%、▲10.5bp）が大幅に金利低下となりスペイン、ポルトガルも追随した。対独スプレッドはイタリアを中心に南欧諸国がタイトニング。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株はUSD/JPY上昇を受け、欧米株高に追随して高寄り後、もみ合い（10：00）。

### <#雇用統計 #自然利子率 #2.5% #ウィリアムズ>

- ・上述のとおり5月の雇用統計は堅調そのものであった。6月FOMCにおける追加利上げが確実視され、FFレート上限は2.00%に引き上げられるだろう。金利先物から逆算した利上げ確率が事前に100%に到達していたこともあって金融市場の反応はさほど大きくなかったが、それでも平均時給の上昇を伴って労働市場全般に改善がみられたことは追加利上げを強く後押しする。今回の結果を受けて筆者は、2018年に四半期ペースで利上げが行われ、（既に実施済みの3月に加え）6・9・12月の合計4回の利上げによって年末のFFレート上限が2.50%に達するとの予想に自信を深めた。
- ・ここで意識すべきは6月18日付けでNY連銀総裁に就任するウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁の存在。自然利子率（アール・スター）の研究で知られる同総裁は5月15日時点で「短期金利のニューノーマルが2.5%付近と見られる中、金利は過去の経験と比べて低い水準にとどまる可能性が高い」との見解を維持している。同総裁の推計によると自然利子率は金融危機前から2%ほど低下して現在は0.5%近傍にあるという。そこにインフレ目標の2%を足した数値が景気に中立的な政策金利と読むことができるので、2.5%以上のFFレート引き上げは明確な引き締めを意味する。
- ・この2.5%が政策金利の上限になるかは別問題だが、同総裁がNY連銀総裁に就任し、発言の影響力が一層高まるとみられることを踏まえると、2.5%超の領域における利上げはそれ以下の領域で実施される利上げ

とは重みが変わってくるだろう。ドットチャート上では2019年も3回の利上げが実施され、F F レートが3%まで引き上げる計画が示されているが、F F レートが2.5%に達した後の利上げは、より慎重な判断が必要になることを認識しておきたい。

