

U.S. Trends

発表日: 2019年8月29日(木)

米国 FRB は著しいリスクに直面し連続利下げへ

～貿易摩擦が深刻化する中、力強い労働市場を伴う景気拡大維持のため利下げが必要に～

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 桂畑 誠治(Tel:03-5221-5001)

ポイント

- パウエルFRB議長は、ジャクソンホールで行われたシンポジウムでの講演で9月の利下げを明言しなかったものの、不確実性がより高まるなど著しいリスクに直面していることを指摘した。
- リスク管理に関しては、最近の通商摩擦の情勢などによる影響の不確実性だけではなく、自然失業率や中立金利を含む経済の構造的側面で直面する不確実性も、FOMC参加者の意思決定に影響するとし、当局は構造変化にも注目していることを強調した。自然失業率は低下しているうえ、中立金利の標準的な推定値が過去20年間で2～3%低下しており、両基準が低下傾向を辿っていることを指摘した。これは、失業率が低い水準でも利下げが可能であることを示している。このような低いインフレ率と低い中立金利の組み合わせについて、FRB議長は政策金利が平均で事実上の下限(0.00～0.25%)にかなり近づくことを意味すると指摘し、政策金利が再び0.00～0.25%に引き下げられる可能性の高いことを示唆した。
- 7月のFOMC会合以降の3週間に、中国からの輸入品に対する新しい関税の発表をはじめ、様々な出来事が起きるなど、不確実性がより高まり著しいリスクに直面していることを強調した。このリスクに対応して利下げが必要であるが、米国景気の堅調持続、インフレの非対称的な2%の目標への上昇の動きを指摘し、早急な大幅利下げを市場が織り込まないような発言を行った。
- 米中貿易戦争は協議を継続しながらもエスカレートしていくとみられ、FRBはリスクマネージメントの観点から、9月、10月、12月にそれぞれ25bpずつの利下げを実施すると見込まれる。

パウエルFRB議長は、ジャクソンホールで行われたシンポジウムの講演で9月の利下げを明言しなかった一方、不確実性がより高まるなど著しいリスクに直面していることを指摘、市場での利下げ期待は維持された。パウエル議長は9月の利下げに傾いているとみられるが、FRBは米景気が堅調さを維持していると判断しているほか、不確実性の1つである貿易政策の行方が不透明な中、今後7月のPCEデフレーター、8月のISM統計、8月の雇用統計など重要データの公表が多いこと、マーケットが比較的落ち着いていること等から、利下げの有無や利下げ幅への言及を回避したと考えられる。

パウエル議長は今年のシンポジウムのテーマである「金融政策の課題」と同じ題目の講演を行った。世界経済の低い成長、低いインフレ、低い金利という世界で、持続的な繁栄を促進する最善の方法について課題に直面しているとの認識が示された。具体的には、低い中立金利の世界で最大の雇用と物価の安定を金融当局がどのようにサポートできるかが問題となっており、景気の下振れを確実に回避するた

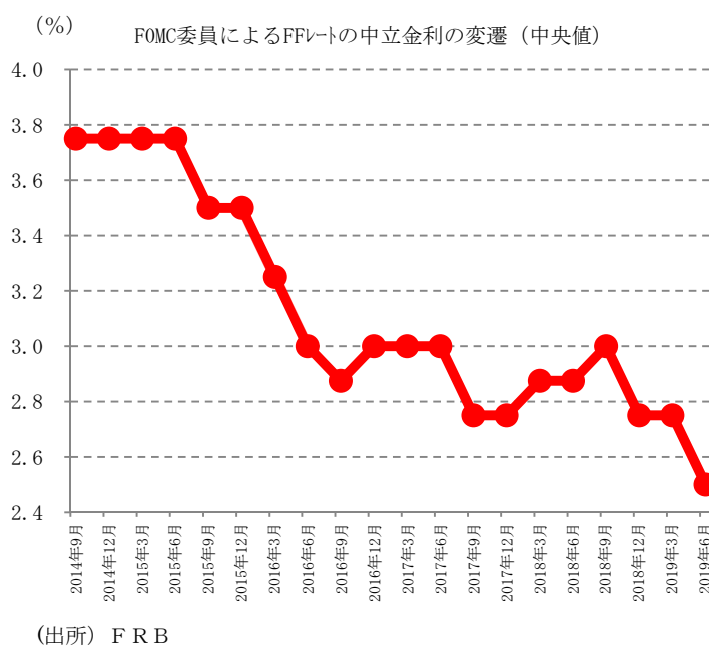


めに金融政策には緩和バイアスが過剰に強まり易い状況になっている。

パウエル議長は、FOMCが政策の適切なスタンスに関して判断する際に、『広範なデータやその他の情報を考慮して、経済の現状、将来の最も可能性の高い見通し、その見通しに対する有意なリスクを評価する』と説明し、リスク管理に関しては、最近の通商摩擦の情勢などによる影響の不確実性だけではなく、自然失業率や中立金利を含む経済の構造的側面で直面する不確実性も、FOMC参加者の意思決定に影響するとし、当局は構造変化にも注目していることを強調した。

構造的側面の不確実性について、パウエル議長は、金融政策の指針となる自然失業率、中立金利は予測不可能に変化し、直接観測することはできないため、データに基づきできる限り最善の水準を判断しなければならないとした。12年以降、失業率の低下はインフレにほとんど影響を与えず自然失業率の推定値が着実に低下しているほか、中立金利の標準的な推定値が過去20年間で2～3%低下しており、両基準が低下傾向を辿っていることを指摘した。これは、失業率が低い水準でも利下げが可能であることを示している。

そして、低いインフレ率と低い中立金利の組み合わせについて、FRB議長は政策金利が平均で事実上の下限(0.00～0.25%)にかなり近づくことを意味すると指摘し、政策金利が再び0.00～0.25%に引き下げられる可能性が高いことを示唆した。



主要な不確実性要因の1つである貿易摩擦について、パウエル議長は、貿易政策の不確実性を金融政策のフレームワークに適合させることが新たな課題となっていると指摘した。貿易政策を設定するのはFRBではなく議会と政権の仕事であり、FRBの任務は金融政策を使用して法定目標を促進することであると当然のことに触れながら、雇用とインフレの見通しに影響を及ぼすものは全て金融政策の適切なスタンスに影響を与える可能性があることを指摘した。そのうえで、通商政策に関する不確実性は、雇用

とインフレ見通しに影響を及ぼす可能性があるものの、現在の状況に対する政策対応を導くような最近の先例はないとし、この不確実性の高まりへの対応が困難な仕事であると強調した。また、金融政策は消費支出、企業投資、国民の信頼をサポートするために機能する強力なツールであるが、国際貿易のための安定したルールブックを提供することはできないとして、トランプ政権の貿易戦争にからむFRB批判（FRBが大幅な金融緩和を実施しないからドル安にならない！など）を暗に否定した。

19年のこれまでのFRBの政策について、パウエル議長は設備投資と製造業は弱体化したが、堅実な雇用の成長と賃金の上昇により、堅調な消費が促進され、全体的に緩やかな成長が支えられ、年初以降の米国経済の見通しは引き続き良好との判断を示し、FRBはこの好ましい見通しの重しとなっている①世界的な成長の鈍化、②貿易政策の不確実性、③穏やかなインフレを監視しているとした。世界の成長率見通しは、今年の半ばから悪化している。また、貿易政策を巡る不確実性は、世界経済の減速や米国の製造業と設備投資の低迷の一因となっているとの見方を示した。さらに、インフレは年初に目標を下回った後、足下で対称的な2%の目標に近づいているように見えるが、下振れが長期化する懸念があると慎重な見方を維持している。

このような状況のもと、FOMCは適切な金利経路の予測を下方にシフトすることによって、これらの展開とそれらがもたらすリスクに対応したと認識した。さらに、7月の利下げによる政策の道筋予想の変化によって金融環境が緩和され、インフレと雇用の見通しが引き続き良好なままである理由の説明に貢献していると説明した。これは、FOMC参加者のドットチャートが大幅に下方シフトしている可能性が高いことや、市場が織り込んでいるFF金利の1%までの低下による金融緩和効果がFRBの楽観的な見通しに反映されていることを示唆している。

前回7月のFOMC以降の情勢判断に関してパウエル議長は、現在の状況に目を向けると米国の経済見通しと金融政策の道筋への影響を評価する際に、不確実性の展開を注意深く監視しているとしたうえで、7月のFOMC会合以降の3週間に、中国からの輸入品に対する新しい関税の発表をはじめ、様々な出来事が起きたことを指摘した。「特にドイツや中国で世界経済減速のさらなる証拠がみられた。ハードブレグジット（英国の合意なきEU離脱）の可能性の高まり、香港の緊張の高まり、イタリアの政権崩壊など地政学的な出来事が数多く報道されている。金融市場は、この複雑で混乱した状況に強く反応した。株式市場はボラティリティが高まり、世界的に長期債利回りは、世界金融危機後の最低水準近くまで急激に低下した」と、不確実性がより高まり著しいリスクに直面していることを強調した。一方、「米国経済は、個人消費に牽引され全体的に順調に推移している。雇用創出は今年のペースから減速したが、依然として全体的な労働力の伸びを上回っている。インフレ率は2%近くまで上昇しているようだ。これらの展開の影響に関する評価に基づき、FRBは力強い労働市場と対称的な2%目標に近いインフレを伴う景気拡大の維持に向け適切に行動する」と、リスクに対応して利下げが必要であるが、米国景気の堅調持続、インフレの非対称的な2%の目標への上昇の動きを指摘することで、早急な大幅利下げの必要性は乏しいと市場が認識するような発言を行った。

以上のことから推測されるFRBの政策スタンスは、かなりハト派的になっていると判断される。米国景気が良好な状態を維持しても、世界経済の減速、通商摩擦の激化や中立金利の低下などの不確実性

が弱まるまで、25bp の利下げを段階的に実施することで現在の良好な景気拡大を維持する方針とみられる。一方、不確実性が強まるなかで米景気の下振れが示されれば、F R B は利下げペースを加速させる方針とみられる。

今後の金融政策は、エスカレートしている米中貿易戦争の影響を受けよう。9月1日に米国は中国からの新たな輸入製品に15%の関税を賦課（中国は750億ドルの輸入製品に9月1日、12月15日に分けて5、10%の関税を賦課）するほか、10月1日に米国が第1、2、3弾の関税賦課の対象である2500億ドルの輸入製品に対する関税を25%から30%に引き上げること、これらに対する中国の対抗措置が見込まれること、12月15日に米国は中国からの新たな輸入製品に15%の関税を賦課することから、不確実性はより高まる可能性が高い。このような状況のもと、F R B はリスクマネージメントの観点から、9月、10月、12月のF O M C でそれぞれ25bp ずつの利下げを実施すると見込まれる。

米中による関税賦課の推移

	発動日	米国			中国		
		対象金額	関税賦課率	品目数	対象金額	関税賦課率	品目数
第1弾	2018年7月6日	340億 ^{ドル}	25%	818	340億 ^{ドル}	25%	545
第2弾	2018年8月23日	160億 ^{ドル}	25%	279	160億 ^{ドル}	25%	333
第3弾	2018年9月24日	2,000億 ^{ドル}	10%	5745	600億 ^{ドル}	5、10%	5207
第3.5弾	2019年5月10日 (6月15日以降の米国到着分から適用されるため、中国は6月1日から関税引き上げ)	上記2,000億 ^{ドル}	10%を25%に引き上げ	上記5745	600億 ^{ドル} (6月1日から実施)	25%	2493
						20%	1078
						10%	974
						5%	595
第4弾(A)	2019年9月1日	1,310億 ^{ドル} 程度	15%		750億 ^{ドル}	最大5-10%	5000
第1,2,3弾の強化	2019年10月1日	2,500億 ^{ドル}	25%→30%に引き上げ				
第4弾(B)	2019年12月15日	1,650億 ^{ドル} 程度	15%				

(出所) 第一生命経済研究所作成

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。