

U.S. Trends

発表日：2019年9月17日(火)

FRB は構造変化と不確実性を考慮し利下げを前倒し

～9、10、12月に利下げの見込み～

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

- FRBは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ることから、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ている。この好ましい見通しの重しとしてFRBは、①世界的な成長の鈍化、②貿易政策を巡る不確実性、③インフレの下振れ長期化を挙げている。
- 米国の経済構造の変化としては、自然失業率と中立金利が低下傾向を辿っていることをFRB議長は指摘。低い失業率での利下げを正当化している。また、議長は低いインフレと低い中立金利の組み合わせは、政策金利が事実上の下限である0.00-0.25%に低下し易いことを示唆しているとした。
- 米中貿易協議では包括的な合意は困難とみられ、関税賦課が続くほか、通商拡大法 232 条に基づく自動車輸入に対する 25%の関税賦課のリスクが輸出国を決定する 11 月 17 日かけて高まる可能性が高い。
- 不確実性は、今後も米国の景気、インフレに悪影響を及ぼす可能性が高く、FRBは経済の構造変化と不確実性の高まりを背景に、9月、10月、12月のFOMCでそれぞれ 25bp ずつの利下げを実施すると予想する。

FRBは、次回の景気後退への対応策を探るため 20 年に向けて金融政策の見直し作業を進めているが、早期の世界経済の減速を受け前倒しで行動に移し始める可能性が高まっている。パウエルFRB議長は講演等で、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を示している。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することができるかを問題としている。

世界景気の減速・先行き不透明感の強まる中で、FRBには米景気の好調さを維持するために政治的な圧力がかつてないほど強まっており、金融緩和バイアスが過剰に強まり易い状況になっている。

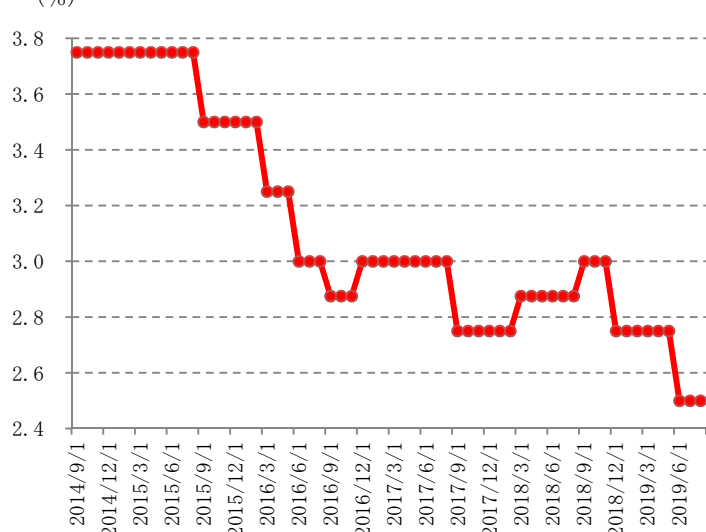
パウエル議長は、製造業部門と企業の設備投資は弱体化したが、堅実な雇用の成長と賃金の上昇により、堅調な消費が促進され、全体的に緩やかな成長が支えられることから、年初以降の米国経済の見通しは引き続き良好との判断を示している。この好ましい見通しの重しとしてFRBは、①世界的な成長の鈍化、②貿易政策を巡る不確実性、③インフレの下振れ長期化を挙げており、これらを監視していることを指摘している。

そして、パウエル議長は、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ため、構造変化にも注目していることを強調している。

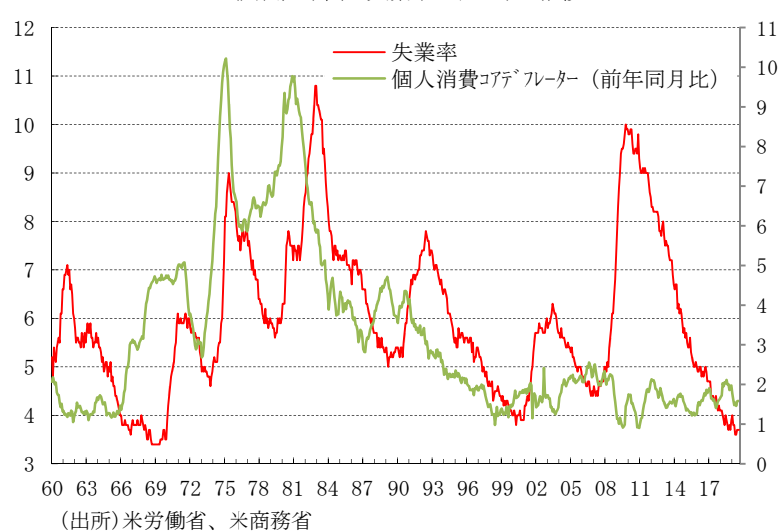
構造的側面の不確実性について、パウエル議長が指摘しているのは、自然失業率と中立金利の低下である。12年以降、失業率の低下がインフレにほとんど影響を与えず自然失業率の推定値は着実に低下している。これは、失業率が低い水準でもインフレ加速に繋がらずに利下げが可能であることを示している。また、中立金利の標準的な推定値が過去20年間で2～3%低下しており、両基準が低下傾向を辿っていることを指摘した。そして、低いインフレ率と低い中立金利の組み合わせについて、パウエル議長は政策金利が平均で事実上の下限(0.00～0.25%)にかなり近づくことを意味すると指摘し、政策金利が再び0.00～0.25%に引き下げられ易いことを示唆した。

(%) FOMC参加者による中立金利試算(中央値)の推移



(出所) FRB資料より作成

(%) (図表) 米国の失業率とインフレ率の推移



(出所) 米労働省、米商務省

このように、構造的な要因から利下げ余地があるうえ、不確実性は多数存在している。パウエル議長は不確実性の例として、世界景気の下振れ、米中貿易摩擦、低いインフレ、英国の合意なしでのEU離脱、香港デモの拡大、イタリアの政局などを挙げている。これら以外にも、長期間交渉が進展していない米国とEUでの貿易摩擦の深刻化による関税賦課合戦、イスラム教フーシ派系の民兵組織によるサウジアラビアの石油施設攻撃を受けた軍事衝突の拡大やそれに伴う原油価格の高騰、大規模化する自然災害の被害など、米国の景気や雇用情勢、インフレに悪影響を及ぼしかねない要因は多数ある。

米中貿易戦争に関して、米国は9月1日に中国への制裁関税第4弾として、1120億ドル程度の輸入製品に15%上乗せした。これに対して中国は同時刻に対抗措置として米国からの輸入品750億ドルのうち33%、1717品目に5、10%の追加関税を賦課した。その後、米国が中国の建国70周年記念日となる10月1日の関税賦課を15日に先送りしたこと、中国が米国からの農作物の購入契約を再開したことによ

って、貿易協議での楽観ムードが高まっているが、包括的な合意で何か進展があったわけではない。建国記念日後に予定されている米中閣僚級会議で進展がなければ、10月15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が予定されている。

また、中国との関税賦課合戦よりも米景気に悪影響を及ぼすとみられる輸入自動車への関税賦課の可能性がある。通商拡大法232条に基づく制裁措置として、米国は11月17日を期限に、自動車輸入に対して25%程度の関税を賦課する輸出国を決定する予定となっている。今後、米国の貿易政策に伴う不確実性はより高まる可能性が高い。

以上のように、FRBは経済の構造変化と不確実性の高まりを背景に、9月、10月、12月のFOMC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実績と最新予定

	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	1,120億 ^{ドル} 程度	15%	3243	750億 ^{ドル}	最大5-10%	1717
第1, 2, 3弾の強化	2019年10月15日	2,500億 ^{ドル}	25%→30%に引き上げ				未決定
第4弾(B)	2019年12月15日	1,600億 ^{ドル} 程度	15%	555			3361

(出所) 第一生命経済研究所作成

米中貿易戦争の米国への影響

	関税対象の輸入額(億 ^{ドル})	関税賦課率(%)	関税額のGDP比(%)
第1, 2弾	500	25	0.06
第3弾	2000	10	0.10
第3.5弾	2000	25	0.24
第4弾(A)	1120	15	0.22
第1~3弾	2500	30	0.37
第4弾(B)	1600	25	0.36
自動車関税	3590	25	0.44

(注) 太字が現在賦課されている関税、緑は予定

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。

