

雇用や消費は改善したが、利上げ判断は依然慎重

趙 玉亮

要旨

雇用や消費関連指標が堅調な結果となったことから、これまでの懸念は払拭され、市場では年後半にも利上げが開始されるとの観測が強まった。こうしたなか、6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、事実上のゼロ金利政策を維持した一方、年内利上げの姿勢も引き続き示した。利上げの時期に関する明確なメッセージは確認されなかったものの、16、17年末のFF金利予測が下方修正されたことから、より緩やかな利上げペースが示唆され、金融市場では金利低下・株価上昇の展開となった。

経済情勢の現状と先行き

15年1～3月期の米国GDP改定値によれば、実質GDP成長率は、前期比年率▲0.7%と速報値(4月29日発表、同0.2%)から下方修正され、名実ともに失速を示す内容となった。加えて、悪天候など一時的な要因が剥落したにもかかわらず、4月の消費関連指標は予想したほど回復していなかったため、悪天候など一時的な要因だけでは失速を説明しきれない部分

があると、連邦準備制度理事会(FRB)内部で経済の先行きに対する懸念が浮上した。こうしたことを背景に、市場では雇用や消費関連の経済指標を確かめようとする意識が高まった。

発表された5月分の経済指標をみると、米国経済は企業部門の動きが依然低調だったものの、雇用は引き続き堅調に推移しており、個人消費も改善した内容となったため、これらに対するこれまでの懸

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	14年12月	15年1月	15年2月	15年3月	15年4月	15年5月	15年6月	直近の状況
雇用・賃金・物価 関連	失業率(%)	5.6	5.7	5.5	5.5	5.4	5.5		やや悪化
	非農業部門雇用者数増加(万人)	32.9	20.1	26.6	11.9	22.1	28.0		市場予想を上回る好調な結果
	時間当たり賃金(前月比、%)	▲0.2	0.6	0.1	0.3	0.1	0.3		やや加速
	(前年比、%)	1.8	2.2	2.0	2.1	2.2	2.3		
	PCEデフレーター(前月比、%)	▲0.2	▲0.5	0.2	0.2	0.0			伸び悩み
	(前年比、%)	0.8	0.2	0.3	0.3	0.1			
	コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1			
	(前年比、%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2			
消費関連	小売売上高(前月比、%)	▲0.9	▲0.8	▲0.5	1.5	0.2	1.2		市場予想通りの改善
	(前年比、%)	3.3	3.7	1.9	2.1	1.5	2.7		市場予想を上回った
	ミシガン大学消費者信頼感指数	93.6	98.1	95.4	93.0	95.9	90.7	94.6	
企業関連	鉱工業生産(前月比、%)	0.0	▲0.4	▲0.0	0.0	▲0.5	▲0.2		低調が続く
	稼働率(%)	79.6	79.1	79.0	78.8	78.3	78.1		6ヶ月連続低下
	ISM製造業指数	55.1	53.5	52.9	51.5	51.5	52.8		総じて良好
	ISM非製造業指数	56.5	56.7	56.9	56.5	57.8	55.7		
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,080.0	1,080.0	900.0	954.0	1,165.0	1,036.0		堅調に推移
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,077.0	1,059.0	1,098.0	1,038.0	1,140.0	1,275.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	495.0	521.0	538.0	484.0	517.0			新築や中古いずれも販売好調
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	5,070.0	4,820.0	4,890.0	5,210.0	5,040.0			
輸出入	輸入(前年比、%)	4.3	▲1.3	▲5.0	▲1.0	▲5.1			輸入停滞の状況が続く
	輸出(前年比、%)	0.2	▲3.3	▲4.1	▲6.5	▲4.8			輸出減少

(資料) Datastreamより作成

念は一定程度払拭された（図表1）。

先行きについては、雇用は非製造業を中心に好調さを保ちながら、賃金増加の動きが強まるなか、個人消費や住宅関連などの家計の需要は夏場を通じて改善する動きを示す可能性が高い。一方、企業動向については、ドル高の影響から鉱工業生産の4分の3を占める製造業は低調な動きが続くと見込んでおり、回復まで多少時間がかかりそうである。以上から、「家計堅調・企業（製造業）低調」の経済状況はしばらく続くと考えられる。

6月FOMCとその注目点

① 現行政策の維持

6月16～17日に開催されたFOMCでは、事実上のゼロ金利政策が維持された一方で、年内利上げ開始の姿勢も引き続き確認された。

具体的には、経済については第1四半期の悪天候などの影響から緩やかに持ち直していると上方修正しつつも、利上げ判断には労働市場のさらなる改善や、イ

ンフレが2%の目標に向けて上昇するとの確信を得ることが適切だと表明した。同時に公表された見通しでは、フェデラルファンド（FF）金利について、FRB当局者17人のうち、15人は年内に利上げすべきとの見方を示したが、それは前回（3月会合）と変わらなかった。しかしながら、利上げの開始時期などに関する手がかりは確認されず、GDP見通しの下方修正などから、ハト派的な内容になったと見る向きがある（図表2）。

② FF金利予測の下方修正

一方、FF金利誘導目標の予測値については、15年末の見方がより分散し、16、17年末は引き下げられた。15年末時点で、FF金利誘導目標の予想中央値は0.625%と、3月時点の予測と変わらず、年内0.25ポイントずつ2回の利上げの可能性を示唆したが、金利予測値のレンジ上限は下方修正され、利上げに慎重な見方が拡大したと市場の一部で受け取られた。

また、16年末のFF金利予測値は

FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（15年6月時点）

	2015年	2016年	2017年	長期(longer-run)
実質GDP	1.8～2.0 (2.3～2.7)	2.4～2.7 (2.3～2.7)	2.1～2.5 (2.0～2.4)	2.0～2.3 (2.0～2.3)
失業率	5.2～5.3 (5.0～5.2)	4.9～5.1 (4.9～5.1)	4.9～5.1 (4.8～5.1)	5.0～5.2 (5.0～5.2)
PCE デフレーター	0.6～0.8 (0.6～0.8)	1.6～1.9 (1.7～1.9)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.3～1.4 (1.3～1.4)	1.6～1.9 (1.5～1.9)	1.9～2.0 (1.8～2.0)	
FFレート 誘導水準	0.625 (0.625)	1.625 (1.875)	2.875 (3.125)	3.75 (3.75)

（資料）FRB資料より作成

（注）メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。GDP、PCEは各年第4四半期の前年比。FFレートはメンバー全員の予想中央値。下段（）は前回見通し。

長期（longer-run）とは、適切な金融政策の下で、経済にさらなる大きなショックがない場合に、参加者が収斂すると予測した水準である。

1.825%から1.625%へ、17年末は3.125%から2.875%へと、ともに3月時点から下方修正されたように、15年後半に利上げが開始されたとしても、3月時点の予測より、利上げは緩やかなペースになると見込まれている。

③ 年内利上げの姿勢強化や慎重な政策運営

FOMC後の記者会見で、イエレンFRB議長は「開始時期はデータ次第」とこれまでの見解を繰り返したほか、「初回利上げを過大評価すべきでない」、「利上げの時期より、そのペースが重要」、「初回利上げ後も、相当な期間緩和的スタンスを維持する」など、緩やかな利上げを再確認したほか、初回利上げに対する市場の不安を払拭しようと試みている。

こうした発言から、年内に利上げしつつも、その後のペースは緩やかにしていくとの姿勢が明らかである。FRBにおける政策運営は依然慎重であり、夏場の労働市場やインフレ動向、経済成長状況などを踏まえて、最終的に利上げ決定を行うだろうと考えられる。

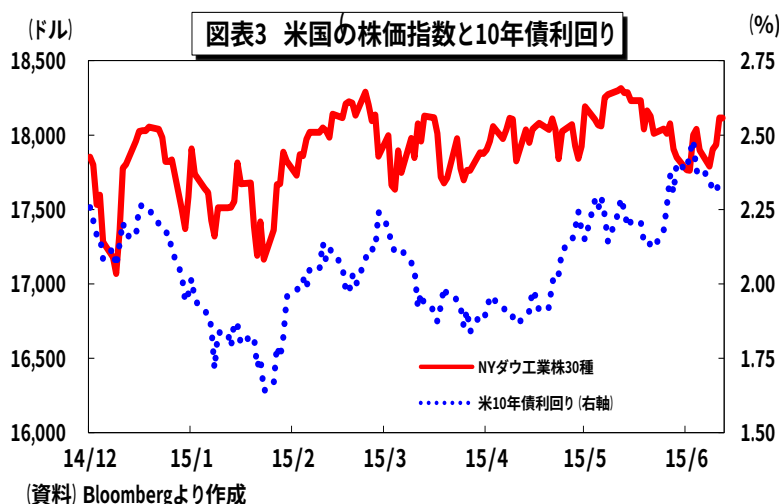
一方で、「年内には利上げ」と「慎重

なペースでの利上げ」というイエレン議長の発言にはブレがあると判断され、市場との対話でコミュニケーションが混乱するリスクがある点には注意する必要がある。実際、このようなケースは最近もあった。イエレン議長は5月22日、「景気改善が続けば、年内利上げが適切であろう」と発言し、それを受けてドル高が急速に進行する事態があった。ルー米財務長官は5月27日、「FRB当局者らは、これまで以上に明確な形で、方針を外部に伝える必要性を認識している」との見解を示し、金融政策正常化に向かうなか、こうしたコミュニケーションが混乱するリスクに対応を促した発言を行っている。

④ 会見におけるイエレン議長の見方

直近で急速に進行してきたドル高に対し、イエレン議長は「相場に目標を持っていない」、「経済に影響のある多くの要因の一つに過ぎない」との見解を示している。ドル高の進行がFRBの利上げ判断に支障が出るのではないかと一部の懸念については、これを払拭した。

一方、5月の消費関連指標が改善したことについて、少なくとも完全に安心できる状態とは判断していないと思われる。「エネルギー・ガソリン関連の支出は減少したにもかかわらず、消費は予想ほど増加していなかった」、「家計が改善した所得を貯蓄に回す行動に対し、現時点で判断できない」と発言している。消費関連に対する懸念が多少残っている中、夏場



の景気の状態については、引き続き注意深く見ていく必要がある。

金融市場

① 債券市場

米国の長期金利（10 年債利回り）は、月初めに欧州債利回りの大幅上昇や、堅調な雇用統計を受けて利上げが年後半にも開始されるとの観測が高まったことなどから、大幅に上昇して一時 2.49%と昨年 10 月以来の水準を付ける場面もあった（図表 3）。しかし、その後はギリシャ債務問題への懸念からリスク逃避的買いや、FOMC で緩やかな利上げが示唆されたことから低下に転じ、2.2%台半ばへと低下した。先行きは、利上げタイミングが近づくにつれ、上昇圧力も高まる一方、相対的に金利水準の高い米国債市場への

資金流入で金利の低下圧力もあるなか、当面、2%台前半での推移を引き続き予想する。

② 株式市場

米株式市場は、ギリシャ債務問題への懸念や、利上げ観測の高まりが重しとなった一方、雇用や消費関連の経済指標が堅調で支えにもなったことから、NYダウ工業株30種平均株価は18,000ドル台を挟んでもみ合いとなった。先行きは、利上げは緩やかなペースで実施していくとは言え、株価を抑制するのに対し、景気拡大への期待から株価が上昇する余地もある。引き続き政策動向や、FOMCメンバーの発言などをにらみながら、当面の株式相場は高値圏でもみ合う展開が続くと予想する。

（15.6.22 現在）