

2017年の利上げペースを加速させたFRB

～良好な経済情勢とトランプ政策を想定～

趙 玉亮

要旨

労働市場、個人消費等を示す経済指標の多くが良好な結果であり、足元の米国経済は底堅く推移している。また、11月末のOPEC総会で減産が合意されて原油価格が上昇したほか、トランプ次期大統領の政策への期待が継続している。

こうしたなか、12月のFOMCは全会一致で追加利上げを決定した。同時に発表されたFOMCメンバーによる経済見通しからは、17年の利上げ予想幅は前回(9月)の50bpから75bpへ引き上げられた。現在、トランプ政策の具体的な内容と規模はまだ不明であり、経済への影響と先行きの見通しは大きな不確実性を伴っている。

当面は原油価格、物価の動向、トランプ政策(大型減税、インフラ投資の拡大等)、金融政策運営の4つの側面、特に、トランプ政策と金融政策運営への注目が高い状態が続くだろう。

良好な経済基調を保っている米国経済

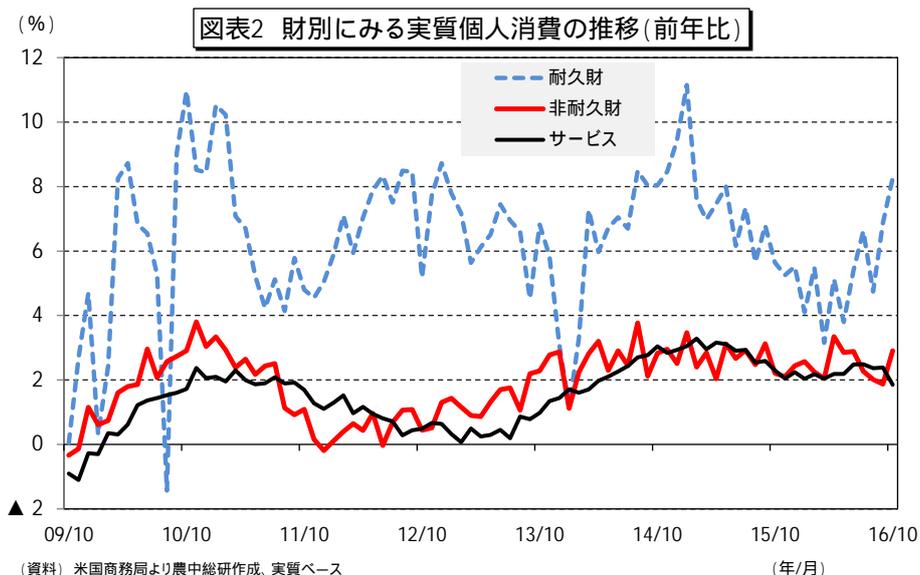
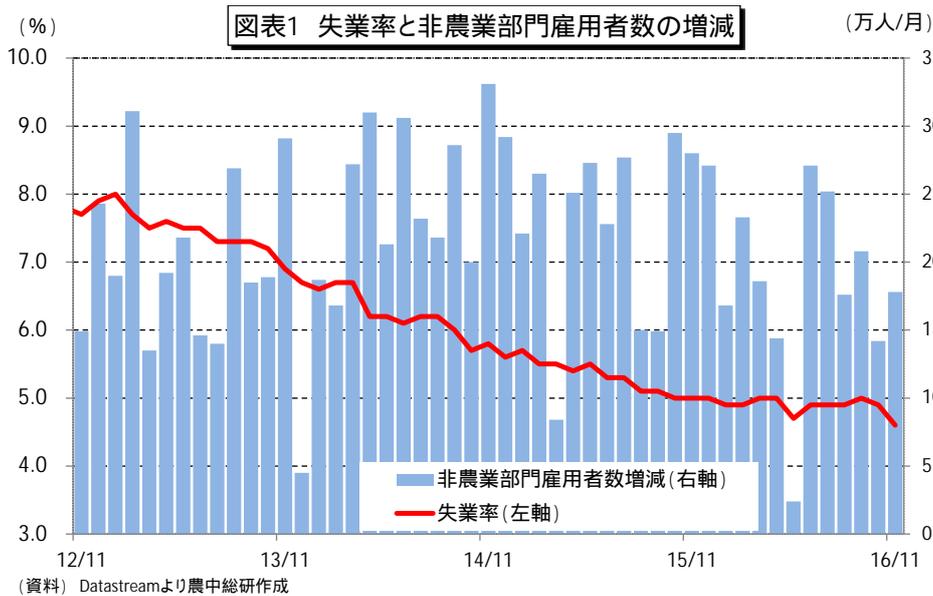
足元の米国経済は底堅く推移している。7～9月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比年率3.2%と速報値の2.9%から上方修正された。個人消費が成長をけん引していたほか、農産物の輸出が好調で外需寄与度も大きかった。

労働市場では、11月の非農業部門雇用者数は前月比17.8万人増と相変わらず堅調だった。失業率は4.6%と、前月より0.3ポイント、07年8月以来の水準まで低下した。ただし、賃金上昇率は前年比2.5%と鈍化するなど、冴えなかった。

物価上昇については、消費者物価指数(11月)は前年比1.7%とここ2年で最大の伸びとなった。項目別にみると、引き続き家賃とガソリンの価格上昇による寄与が大きかった。

また、最近の個人消費の動向も堅調である。大統領選の影響で一時的に低下した消費者マインド(ミシガン大学消費者信頼感指数)は12月に大きく改善し、15年1月以来の高い水準をつけた。こうしたなか、11月の小売売上高は前月比0.1%増とやや弱かったものの、前年比でみると3.8%増と決して悪くはない。

なお、足元の実質個人消費の動向を見れば、個人所得の増加を背景に、主に耐久財消費がけん引して高い水準を保っていることが見て取れる。



FOMCは全会一致で追加利上げを決定

12月13～14日に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)は大統領選後初の会合であった。トランプ次期大統領の政策の具体的な内容と規模はまだ不明だが、FOMCメンバーがトランプ政策をどう想定しているか、今後の金融政策の運営にどう影響するか、ヒントを得ようとするマーケットの思惑は強かった。

結果として、今回のFOMCでは全会一致でFF金利を「0.25～0.50%」から「0.50～0.75%」に引き上げた。終了後に発表された声明文では、労働市場とインフレについての目標は達成しつつあり、短期的なリスクは概ねバランスがとれているとした。また、満期を迎えるMBSや国債などの金融資産は再投資を継続すること

17年利上げ予想を
50bp から 75bp へ

とした。

一方、FOMC メンバーによる経済見通しでは、成長率と物価上昇率はわずかな上方修正にとどまったものの、17年の利上げ予想は9月会合の50bpから75bpへ引き上げられ、利上げペースが加速する可能性が示された。これは足元の良好な経済情勢に加え、トランプ政策の変化を幾分織り込んだ修正と考えられる。ちなみに、18年以降の利上げ予想は9月時点と、変わらなかった(図表3)。

トランプ政策を巡っては、具体的な内容に不確実性が強いが、当面は、原油価格、物価、トランプ政策(大型減税、インフラ投資の拡大等)、金融政策の4つの側面に注目すべきであろう。については、原油価格の上昇でインフレ期待が高まったり、物価上昇が上振れたりする場合、連邦準備制度理事会(FRB)は利上げのペースを加速する可能性がある。

以下では、トランプ政策と金融政策の運営との関係性を簡単に整理してみたい。

図表3 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(16年12月時点)

(%)

	2016年	2017年	2018年	2019年	長期(longer-run)
実質GDP	1.8~1.9 (1.7~1.9)	1.9~2.3 (1.9~2.2)	1.8~2.2 (1.8~2.1)	1.8~2.0 (1.7~2.0)	1.8~2.0 (1.7~2.0)
失業率	4.7~4.8 (4.7~4.9)	4.5~4.6 (4.5~4.7)	4.3~4.7 (4.4~4.7)	4.3~4.8 (4.4~4.8)	4.7~5.0 (4.7~5.0)
PCE デフレーター	1.5 (1.2~1.4)	1.7~2.0 (1.7~1.9)	1.9~2.0 (1.8~2.0)	2.0~2.1 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.7~1.8 (1.6~1.8)	1.8~1.9 (1.7~1.9)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)	
FFレート 誘導水準	0.625	1.375 (1.125)	2.125 (1.875)	2.875 (2.625)	3.000 (3.000)

(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、収斂すると予測した水準である。

FFレートの誘導水準を0.125%単位に予想の幅を細分化した。

トランプ政策による
景気過熱のリスクとFRBの
対応

トランプ次期大統領が主張している大型減税、インフラ投資の拡大といった財政出動は、製造業を中心に国内雇用を拡大させるためのものと捉えられる。

しかし、足元の労働市場は完全雇用に近い水準に達しているため、大規模な財政支出は景気を過熱させる可能性がある。FOMC後の記者会見で、イエレンFRB議長は大規模な財政支出による労働

利上げペースの 加速が財政に与 える影響

バランスシート 縮小に転じる時 期

市場への影響について、「完全雇用を取り戻すための刺激策は要らない」と否定的な見解を示した。その理由は、「労働市場にスラックは存在するものの、その度合いは減退した」ためとしている。

仮に大規模な財政支出が行われて景気が過熱する兆しが出た場合、利上げペースを加速したり、FRBのバランスシートの縮小開始を繰り上げたりするなど、景気の過熱を抑制する政策余地は大きいと考えられる。ただし、こうした施策は金利の上昇をもたらし、個人消費や企業投資を抑制する一面もあるため、FRBの慎重な対応が求められている。

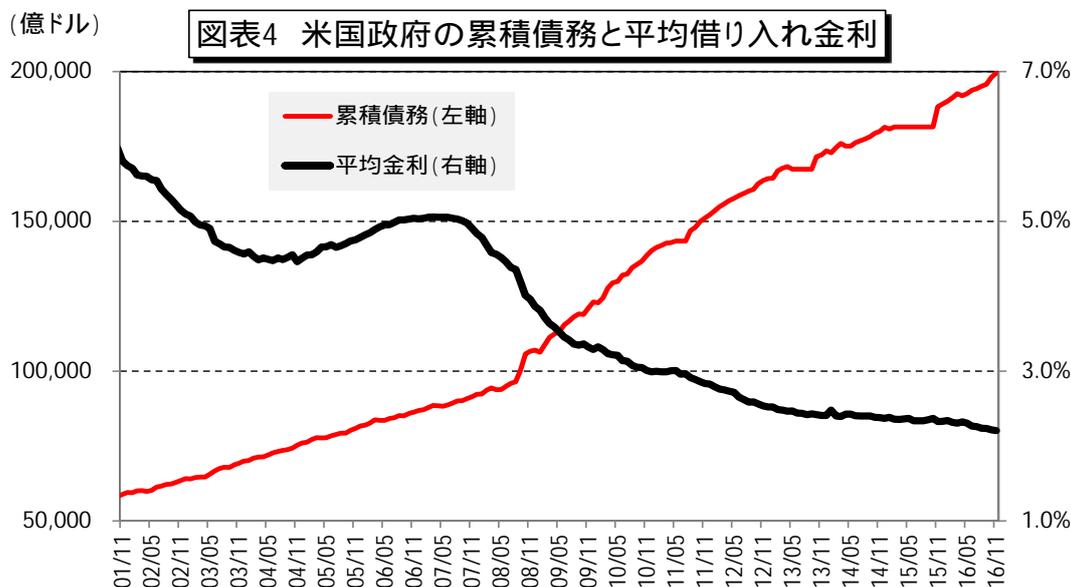
また、利上げペースが加速すれば、財政に与える影響も大きい。リーマンショック以降、景気対策、社会福祉関連の支出増加などから政府の累積債務が大きく増加してきたものの、FRBが金融緩和策を継続してきたことから、借り入れコストが大きく低下し、利払い費の財政支出に対する負担は抑えられていた。

しかし、今後トランプ政策の下で累積債務が増加し、かつ金利上昇も見込まれるなか、利払い費が大幅に増加する可能性は高い。16年11月時点、政府の累積債務は19.9兆ドルで、累積債務の平均金利は2.2%である。現行の債務水準を不変との前提の下、連邦債務の平均金利が0.25%程度上昇すれば、利払い費は約500億ドル/年の増加と試算できる(図表4)。

このように、利上げペースの加速は金利上昇をもたらし、政府の利払い費の増加を通じて、財政支出のスペースを圧縮させたり、財政支出拡大への議会の態度を否定的にさせたりする可能性があると考えられる。

なお、バランスシートの縮小時期については、一定の適切なFF金利水準に到達した段階で開始されると思われる。ただし、その水準は依然不明である。一つの判断材料として、FOMCメンバーが想定しているFF金利の長期水準(long-run)がある。この長期水準は足元3%と予想されており、それに接近してきた場合、バランスシートの縮小も真剣にFOMCメンバーに議論される可能性があるだろう。ちなみに、FRBでは19年末のFF金利の誘導水準は「2.75~3.00%」と想定しており、FRBのバランスシート縮小はその前後になると思われる。ただし、景気過熱の兆しが出れば、FOMCメンバーの中でバランスシートの早期縮小の見解も広がる可能性が存在するほか、それ以前に景気が後退し始めれば、後ずれすること

もありうる。



(資料) Datastreamより農中総研作成

今後の重要な日程

今後の日程について、17年1月20日にトランプ氏は正式に米国第45代大統領に就任する。その後、2月6日までに18年度(17年10月~18年9月)の大統領予算案を議会に提出しなければならない。予算案の内容と規模からトランプの財政支出拡大の本気度が一定程度うかがえるだろう。

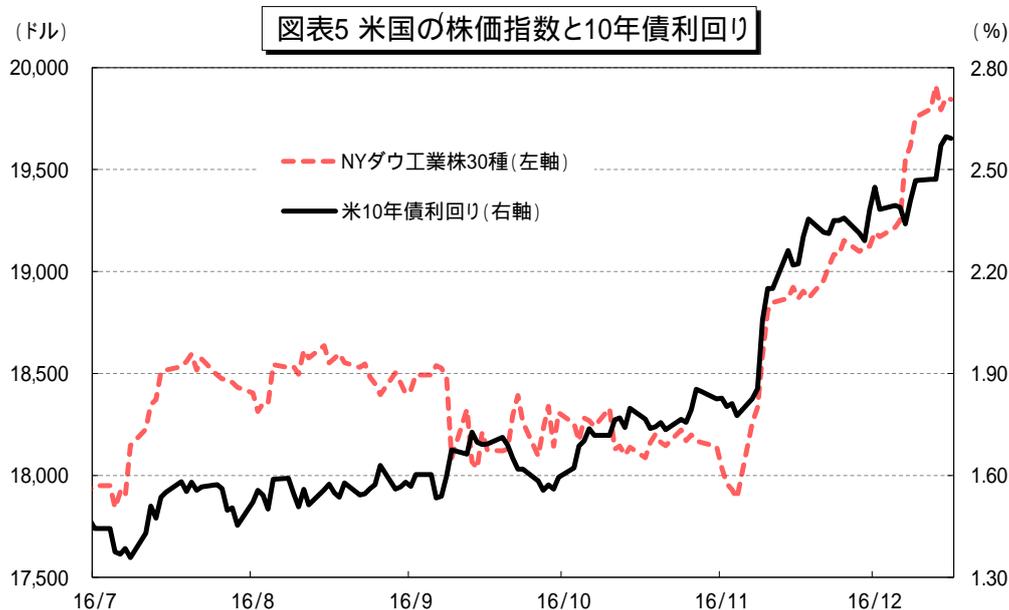
また、これまで凍結されていた債務上限は3月16日からその適用が再開される。そのため、トランプ財政の規模は債務上限の引き上げ幅によって制約されることになる。

金融市場の動向と見通し：トランプ政策の具体的な内容と金融政策の動向に留意

金融市場では、金利上昇、株価上昇の展開が続いている(図表5)。11月末のOPEC総会で減産が合意されたことを受け、原油価格が急上昇し、インフレ加速の見通しも高まった。その後、イタリア国民投票の結果を受けて一時的にリスクオフが強まったものの、良好な経済指標が多く発表されたほか、17年のFOMCメンバーによる利上げ予想幅が50bpから75bpに引き上げられた。こうしたことから、長期金利(10年債利回り)は上昇が続き、15日には2.6%と11月末より約25bpの上昇となった。

足元の長期金利の先高観は主に原油価格上昇、物価上昇、利上げペースの加速見通し、トランプ政策への期待との4つの要因によって支えられている。11月入り後、長期金利は急上昇してきた

ものの、トランプ政策の具体的な内容や規模が期待外れとなった場合、長期金利は一旦低下に転じる可能性もある。



(資料) Bloombergより作成

株式市場については、良好な経済指標やトランプ政策への期待から連日史上最高値を更新するなど、活況であった。20日のダウ工業株30種平均は一時19,987.63ドルと20,000ドルの大台に迫った。

当面は、高値圏での推移を予想する。ただし、高値警戒感や金利上昇による景気悪化の懸念が強まれば、株価は調整する可能性もある。今後は、やはりトランプ次期大統領の政策の具体的な内容に注目が集まる。

(16.12.20 現在)