

ほぼ固まった金融政策正常化の手法

～物価上昇が鈍い中での開始か～

佐古 佳史

要旨

1～3月期のGDPが上方修正されたことで、減速感は一時的に後退したものの、その後の経済指標を見る限り、減速が一時的と判断できるかは微妙な状態といえる。6月のFOMCでの利上げは事前にほぼ織り込まれていたものの、減速を一時的と断定して金融政策正常化に舵を切ったFRBのスタンスは、やや楽観的であろう。

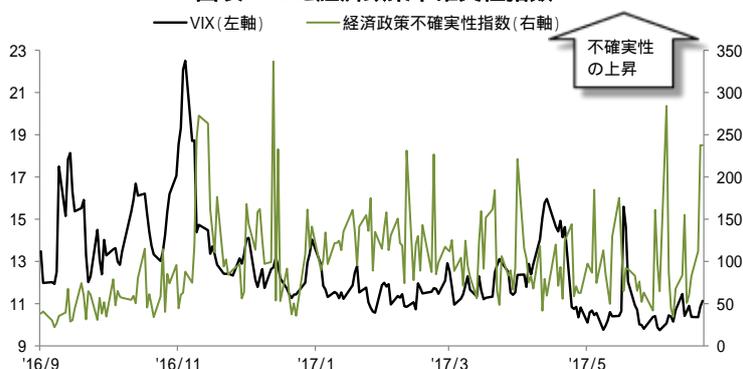
トランプ政権は、ロシア疑惑をめぐる一連の混乱で、不透明感が一段と高まっている。今後も政権運営は難航すると予測され、税制改革案等の実行は当面進まないであろう。

コミーFBI前長官の議会証言で疑惑が深まる

トランプ大統領によって解任されたコミー前FBI長官の議会証言が6月10日に行われた。大統領が自身に忠誠を誓うようコミー氏に要求した上で、2016年の米大統領選挙の際のトランプ陣営とロシア政府との不透明な関係性に関する、フリン前大統領補佐官（国家安全保障担当）への捜査を打ち切るよう圧力をかけた、という趣旨の証言がなされた。また、ミュラー特別検察官が率いる連邦捜査で、大統領がコミー氏を解任した件が捜査の対象となり、大統領の司法妨害が疑われていることも判明した。一連の証言や捜査の結果として、トランプ政権の不透明感はますます強まっており、政権運営は難航しそうである。

ただ、5月に続き、マーケットはトランプ政権をめぐる疑惑をあまり材料視していないようだ。経済政策不確実性指数は乱高下しているものの、恐怖指数と呼ばれるVIXは低位安定で推移した。

図表1 VIXと経済政策不確実性指数



(資料) Bloombergより農中総研作成

(注) 経済政策不確実性指数は1985～2009年の平均を100としている。

景気の先行き：
回復基調を維持
するもやや鈍化
傾向か

17年1～3月期GDPの改定値では、経済成長率が前期比年率0.7%から1.2%へと上方修正され、減速感は後退した。5月の小売売上高はガソリンスタンドの売り上げ減の影響で、前月比0.3%だったものの、前年同月比では3.8%増であり、消費は比較的底堅いといえる。一方で、ミシガン大学消費者信頼感指数(6月)は94.5ポイントと前月から2.6ポイント低下し、先行きについてもやや低下する可能性もあることから、17年初めに見られた景気減速は一時的と断定するのは現時点では難しい。また今年に入り、住宅着工件数と自動車販売数が減少傾向であり、金融引き締め効果を見る上でも、今後の動きに注意が必要である。

また、雇用統計によれば、3、4月の非農業部門雇用者数の増加が合わせて6.6万人下方修正され、5月は市場予測を大きく下回る13.8万人であった。今後は、雇用者数の増加による消費の押し上げ効果は見込みづらくなろう。一方で、5月の失業率は4.3%まで改善し、自然失業率(議会予算局試算で4.74%)を下回っており、労働市場は堅調に推移している。また製造業・非製造業とも、ISM景況指数が景気の節目である50%を上回っており(それぞれ、54.9%、56.9%)、企業部門も堅調である。

もっとも、物価の上昇は鈍化し、4月のPCEデフレーターは、前年同月比1.5%にとどまっており、連邦準備制度理事会(FRB)が目標とする2%を60ヶ月連続で割り込んでいる。また、5月の消費者物価指数(コア)は同1.7%、生産者物価指数(コア)は同2.1%、時間当たり賃金は同2.5%の上昇であった。

金融政策：利上
げスタンスを維
持

13～14日にかけて開催された、米連邦公開市場委員会(FOMC)において、緩やかな経済成長と堅調な労働市場を踏まえ、政策金利の誘導目標を、事前予想通り1.0～1.25%に引き上げることが決定されるとともに、年内にもう一度利上げを行う見通しを維持した。また、短期的にインフレ率は、FOMCが目標とする2%をやや下回る見通しであるものの、従来通り18年には2%前後で安定するとの見解を示した。

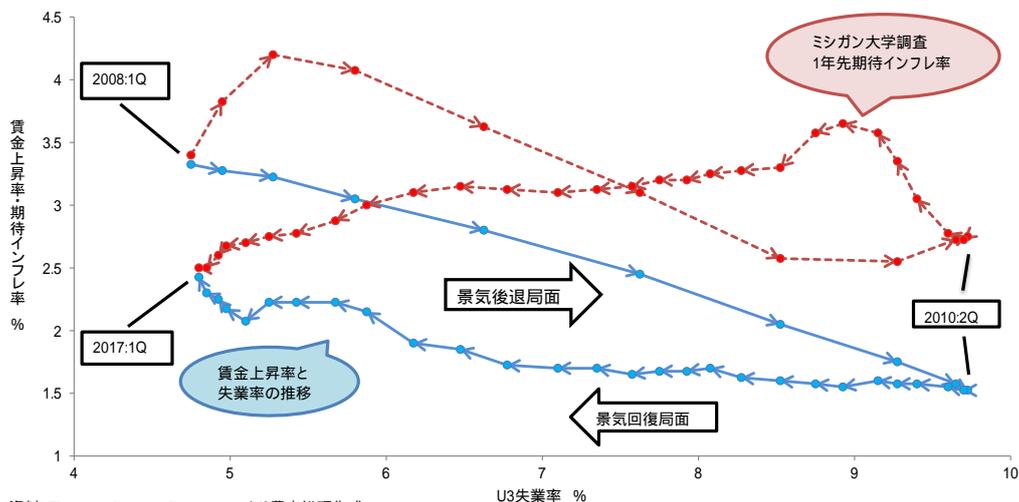
バランスシート
縮小を年内に開
始

現在、FRBはバランスシート(B/S、5月時点で4.5兆ドル)の規模を一定に保つべく再投資政策を実施しているが、経済が概ね想定通りに推移すれば、FRBはB/Sの縮小を年内に開始するとFOMC声明文に初めて明記された。また、記者会見でイエレン議長は「比較的早期に」縮小を開始するとも表明した。FOMCと同時に公表された付属の資料において、米国債については、再投資停止額の

上限を月額 60 億ドルに設定し、3 ヶ月ごとに 60 億ドルずつ引き上げ、最終的には月額 300 億ドルとする。住宅担保証券 (MBS) については、再投資停止額の上限を月額 40 億ドルに設定し、3 ヶ月ごとに 40 億ドルずつ引き上げ、最終的には月額 200 億ドルとする、という詳細な B/S 縮小の過程が明らかとなった。従って、金融政策正常化の過程では、ゆっくりとした B/S 縮小ペースが維持される。一方で、B/S の最適規模と、B/S 縮小開始の時期については明記されなかった。

上述の詳細な縮小計画が今回の FOMC で発表されたことは、ややサプライズであり、B/S 縮小が早ければ 9 月の FOMC で決定される可能性も市場で意識され始めた。

図表2 賃金と失業率・期待インフレ率の関係
2008:1Q~2017:1Q



(資料) Thomson Reuters Datastreamより農中総研作成
(注) 賃金上昇率は、労働統計局、雇用コスト指数より賃金給料の上昇率の4四半期移動平均。
失業率は、U3失業率の12ヶ月移動平均。期待インフレ率は、ミシガン大学調査、1年先期待インフレ率の12ヶ月移動平均。

期待インフレ率 と賃金上昇率： FOMC メンバーの 強気見通し

FOMC メンバーは、失業率が低いことなどから労働市場は堅調に推移し、いずれインフレ率の上昇につながるとの見解を示している。FRB が注視する PCE デフレーターを算出する際に計算される消費額の内、約 65% がサービスの購入に充てられており、それらの価格は賃金上昇の影響を受けやすい。

ここでリーマンショック以降の賃金上昇率と失業率の関係 (図 2) をみると、失業率が改善することで労働需給が逼迫しても、賃金がなかなか上昇していないことが伺える。その理由は、景気回復局面において、下落基調である期待インフレ率が、労働需給の改善による賃金上昇効果を相殺してきたことがあろう。5月に 4.3% まで改善した失業率にこれ以上の大幅な改善余地がない一

方で、今年に入り期待インフレ率は2.6%前後で推移し上昇傾向が見られない。また、ロシアゲート疑惑でトランプ政権への不透明感が高まる中、大規模な減税政策等の期待が剥落すると、期待インフレ率の下落に拍車がかかる恐れもある。以上を踏まえると、今後の賃金とインフレ率の上昇もゆっくりとしたペースになると思われる。

こうした点に鑑みれば、上述したFOMCメンバーの見解は、楽観的な様に思われ、仮にインフレ率の上昇が鈍ければ、利上げプロセスも修正を迫られることになるだろう。

図表3 株価・長期金利の推移



(資料) Bloombergより農中総研作成

金融市場：現状・見通し・注目点

3月中旬にかけて、2.6%台で推移していた長期金利（米国債10年物利回り）は、4月中に2.1%台まで低下したが、その後はリスクイベントの通過、利上げ確率の上昇等とともに、5月中旬には2.4%台を回復した。しかしその後再び低下し、足元では物価の伸びが鈍化していること等から2.2%台を割り込んでいる。今後は、インフレ指標をFOMCメンバーがどのように解釈するのかに注目が集まる展開となるだろう。また金融政策正常化の過程でも、長期金利の上昇テンポは非常に緩慢と考えられる。

5月から6月前半にかけて、株式市場では主要株価指数が上値を追う展開が続いた。特に、ハイテク銘柄の多いNASDAQ総合指数は上昇スピードが速かったが、9日に一旦急落し、足元でも軟調な動きとなっている。一方でダウ平均は上値を更新する展開が続いている。株価収益率（PER）が上昇し、米国株が高すぎると考えるファンドマネージャーが増加しているとの調査もあり、今後については、基本的には高値圏でもみ合いながらも、警戒感の強まる場面もあると思われる。（17.6.21 現在）