米国経済金融

# 中立金利まで依然として距離のある政策金利

## ～ペンス副大統領講演で米中関係は一段と緊迫化～

佐古　佳史

要旨

9 月の FOMC 後に公表された声明文からは、これまでフォワードガイダンスの一翼を担っていた「金融政策のスタンスは緩和的」との文言が削除された。政策金利が中立金利に近づくなか、今後とも、堅調な経済指標の発表が続けば利上げをするという従来のスタンスが踏襲されるであろう。一方で、FOMC 参加者の長期における経済成長率と政策金利の見通しの乖離の拡大や、FOMC 参加者による強気な経済見通しなどから、19 年以降の実際の利上げペースは、現在の利上げ見通しよりも加速する可能性が考えられる。

NAFTA の再交渉が合意に至り、USMCA として再出発する見通しとなった。一方で、ペンス副大統領による痛烈な中国批判など、トランプ政権の対中強硬路線が先鋭化してきており、貿易摩擦にとどまらず広範な面で米中が対立する、事実上の冷戦が始まったとも考えられる。

こうしたなか、足元の経済指標からは、2%前後で安定しているインフレ率や、堅調な労働市場、高い企業マインドなど好調な内容が確認された。

### ペンス副大統領による中国批判

ペンス副大統領は 4 日、ワシントン D.C.の保守系シンクタンクであるハドソン研究所にて、トランプ政権の対中政策について講演した。講演では通商問題だけにとどまらず、内政や外交、軍事、人権問題、米国への介入など様々な側面からの痛烈な中国批判が展開され、政府ぐるみで手段を選ばず米国への挑戦を続ける中国に対し、米国は全力で立ち向かうという内容となった。トランプ政権の対中強硬策の本気度と基本的なスタンスを示す内容となった今回の講演をもって、事実上の米中冷戦が始まったと見る向きもあり、現在のような緊張した米中関係の長期化は必至であろう。なお、17 日に公表された為替報告書では、中国を為替操作国に認定することは見送られたものの、中国の為替介入への不透明感を批判する内容となった。

### NAFTA 再交渉は締結

一方、北米自由貿易協定（NAFTA）に関する再交渉が 9 月 30 日に米カナダ間でも合意に至り、NAFTA は米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）と名前を変えて継続される運びとなった。USMCA では、①輸入自動車への関税免除を受けるためには、北米での自動車部品調達比率を現行の 62.5％より高め、75％とすること、②関税免



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

除の台数制限、③主に低賃金のメキシコの自動車組み立て労働者の賃金を高めること、④米国がカナダに譲歩し、ダンピング輸出疑惑に関して異議申し立てを可能とする仲裁制度の維持、などが決められた。

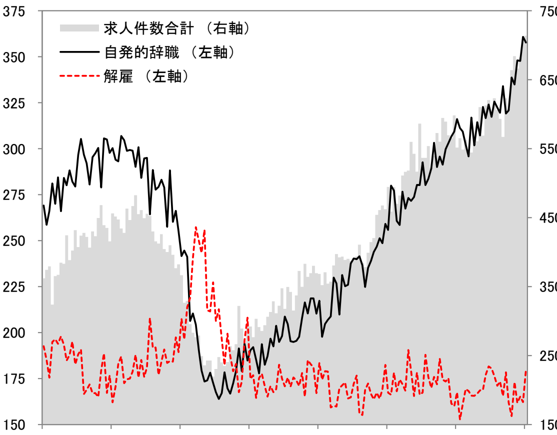
今回の NAFTA 再交渉の合意については、カナダ抜きでの締結を回避できたことについては評価できるものの、関税免除のためには域外からの調達比率を低下させる必要があり、域外の自動車部品メーカーなどとの貿易の自由度は低下する内容となった。このため長期的には、北米自動車産業の重荷となるのではないかと懸念されている。

### 49年ぶりの3.7%に低下した失業率

以下では月次の指標を確認してみたい。9 月の非農業部門雇用者数は前月から 13.4 万人増となった。8 月分が 27 万人増と大きく上方修正されたこともあり、7～9 月を通じて平均 19 万人増と速いペースでの雇用拡大が続いている。失業率は 8 月から 0.2%ポイント低下の 3.7%と 49 年ぶりの水準となった。一方、賃金上昇率は前年比 2.8%と、09 年 6 月以来の高い伸びとなった 8 月（同 2.9%）からは鈍化した。ただし、全体としては、労働市場のひっ迫度合いが賃金上昇率の加速につながっていると考えられる。

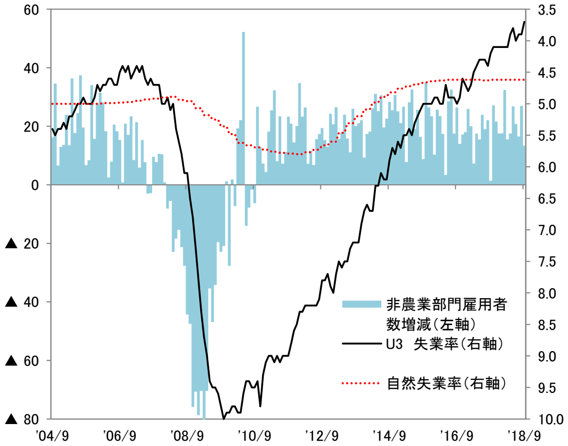
一方で、企業と雇用者の動きに関しては、8 月の求人件数は 710 万件と最高水準となったことから、米企業が強い景気や需要の見通しに対応するように求人を加速させていることがうかがえる。加えて、自発的に辞職した労働者数が 357.7 万人となり、全従業員数との比率である辞職率が 7 月から変わらずの 2.4%と 01 年 4 月以来の高水準となっていることからも、労働市場のひっ迫とそれを背景として強気な転職活動をする労働者が確認できる。

**図表1 求人・辞職・解雇者数の推移**




（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成

**図表2 雇用関連指標の推移**




（資料）米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

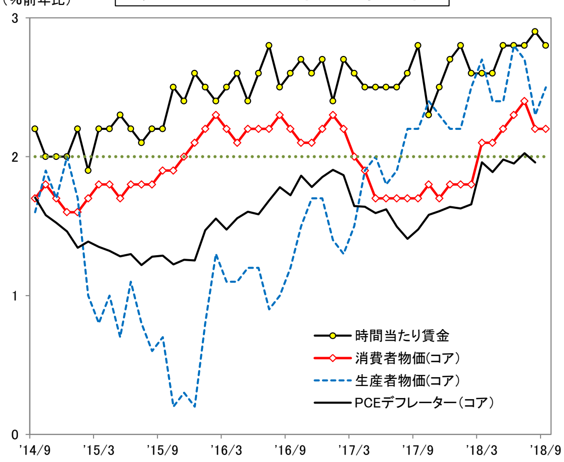
**インフレ率は2%前後での推移へ**

一方、9月の小売売上高（総合）は8月と同様、前月比0.1%と小幅な増加にとどまった。一方で、8月の個人消費支出は同0.5%（実質では同0.4%）となっており、特段消費が伸び悩んでいるわけではない。また、雇用者数の増加や賃金上昇、減税政策の効果から消費の拡大基調が維持されると考えられる。

企業部門については、9月の鉱工業生産は前月比0.3%、ISM製造業景況指数が59.8%、非製造業景況指数が61.6%と堅調な推移が続いている。

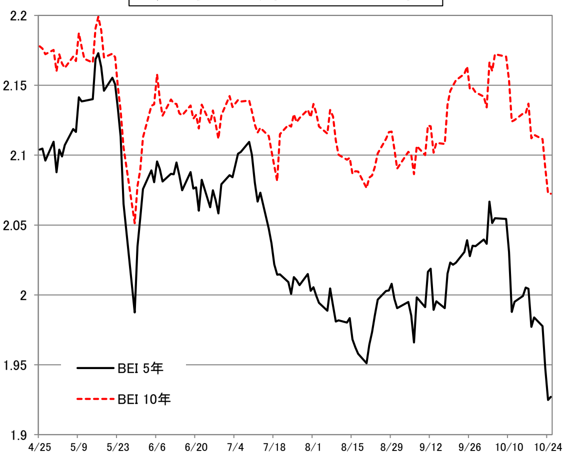
インフレ関連指標をみると、9月のコア生産者物価指数は前年同月比2.5%、コア消費者物価指数は同2.2%と落ち着いた推移となっている。FRBが注視するPCEデフレーター（コア）の上昇率も5月以降、目標の2%で推移している。ただし、上述した労働市場のひっ迫の割に、期待インフレ率（ブレーク・イーブン・インフレ率）は特段上昇しておらず、インフレが短期間で昂進することは考えづらい。

図表3 近年のインフレ関連指標の推移




（資料）米労働省、経済分析局、Bloombergより農中総研作成

図表4 最近の期待インフレ率の推移




（資料）Bloombergより農中総研作成

**政策金利の誘導目標を2.0～2.25%に引き上げた9月FOMC**

9月25～26日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、事前予想通り全会一致で25bpの利上げが行われ、政策金利の誘導目標が2.0～2.25%に引き上げられた。また、FOMC後に公表された声明文からは、これまでフォワードガイダンスの一翼を担っていた「金融政策のスタンスは緩和的」との文言が削除され、労働市場や消費、設備投資が堅調に推移するなか、今回の利上げによって金利水準は景気を冷やしも過熱させもしない水準（中立金利）に近づいたとFOMC参加者が判断していることを示唆する内容となった。また、記者会見においてパウエル議長は従来通り、経済指標を確認しつつ金融政策を行う姿勢を示した。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

市場参加者にとって関心の高い利上げペースについては、前回見通し公表時の6月から基本的には変わらなかった。FOMC参加者の政策金利見通し（ドット・チャート）に示された中央値から将来の利上げ回数を読み取ると、18年内はさらに1回、19年は3回、20年は1回となり、記者会見が予定される 12月のFOMCで利上げされる見通しが濃厚となった。

**図表5 FRB大勢見通し（9月時点）**

| | | | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 長期見通し |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **実質GDP** | | （%前年比） | **3.0～3.2** | **2.4～2.7** | **1.8～2.1** | **1.6～2.0** | **1.8～2.0** |
| | 6月時点 | （%前年比） | 2.7～3.0 | 2.2～2.6 | 1.8～2.0 | | 1.8～2.0 |
| **失業率** | | （%） | **3.7** | **3.4～3.6** | **3.4～3.8** | **3.5～4.0** | **4.3～4.6** |
| | 6月時点 | （%） | 3.6～3.7 | 3.4～3.5 | 3.5～3.7 | | 4.3～4.6 |
| **PCEデフレーター** | | （%前年比） | **2.0～2.1** | **2.0～2.1** | **2.1～2.2** | **2.0～2.2** | **2.0** |
| | 6月時点 | （%前年比） | 2.0～2.1 | 2.0～2.2 | 2.1～2.2 | | 2.0 |
| **コアPCEデフレーター** | | （%前年比） | **1.9～2.0** | **2.0～2.1** | **2.1～2.2** | **2.0～2.2** | |
| | 6月時点 | （%前年比） | 1.9～2.0 | 2.0～2.2 | 2.1～2.2 | | |
| **政策金利（中央値）** | | （%） | **2.375** | **3.125** | **3.375** | **3.375** | **3.0** |
| | 6月時点 | （%） | 2.375 | 3.125 | 3.375 | | 2.875 |

（資料）FRBより作成
（注）成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

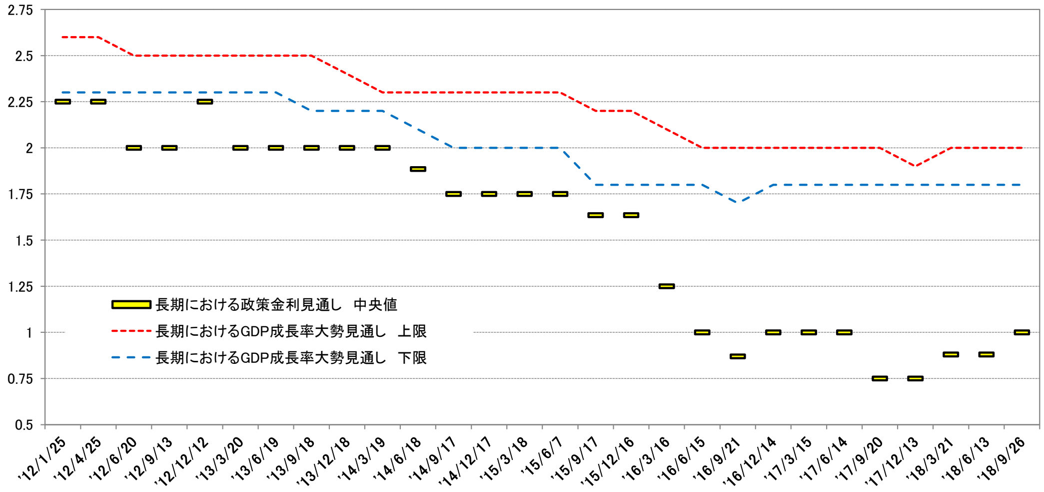
**低すぎる嫌いのある長期における政策金利**

ここで、いわゆる「利上げの打ち止め」を考える上で参考となる長期における中立金利について整理してみたい。一般的に長期における中立金利のあるべき水準については、細かい定義や定式化の違いはあるものの、経済成長理論などを援用しつつ、概ねGDPの潜在成長率と同程度とするのが実務上は妥当とされる場合が多い。

一方で、近年のFOMCでは長期における実質GDP成長率（≒潜在GDP成長率）と金利水準（≒中立金利）の見通しの開きが拡大してきた。図表6はドット・チャートなどから長期における実質GDP成長率と政策金利（2%のインフレ目標を引いて実質化）の見通しの推移を示したものである。長期における見通しが公表されるようになった12年1月FOMCの時点では、両者はほぼ同一だったものの、18年9月FOMC時点では0.8%程度、政策金利の見通しの方が低くなっている。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表6 FOMC参加者の長期における見通しの推移



（資料）FRBより農中総研作成　（注）政策金利は2%インフレ目標を引いて実質化した。日付は各FOMC2日目。

両者の乖離が拡大し始めた 16 年の FOMC や記者会見などでもこの点についての特別な説明はされておらず、従来の関係性や、理論的な妥当性に鑑みれば、現在の長期における政策金利見通しは低すぎる可能性がある。また、米国の経済構造や、望ましい金利水準がこの 3 年で変化したと考えるのも不自然であり、長期における政策金利の見通しは、再び実質値で 1.8%、名目値で 3.8%程度まで徐々に上昇するのではないだろうか。こうした前提に基づくと、利上げ幅を 25bp とすれば、長期における中立金利に達するまでの利上げ回数は残り 6～7 回程度と見積もることができ、このあたりを打ち止めの水準と考えても違和感はない。

また、9 月 FOMC 後に公表されたドット・チャートや、議事要旨で言及されているように、インフレ率が目標とする 2%を長期的に上回る事態を回避するために、長期における金利水準を超えた利上げを実施する必要があるとすれば、利上げ回数がさらに増加する可能性も考えられる。

なお、アトランタ連銀が公表しているテイラー・ルール型の政策金利（注 1）と比較すると、①過去の金利との平滑化を考慮に入れた現実的なアプローチの下では、特段現行の利上げペースが遅いわけではないものの、②足元の経済データだけを参考にすれば、18 年 7～9 月期の政策金利は 3.24%が妥当と推定されており、潜在的な政策金利の上げ幅が十分にあることも気に留めておくべきだろう。

（注 1）https://www.frbatlanta.org/cqer/research/taylor-rule.aspx?panel=1 を参照。適当なパラメーターを設定する必要がある。

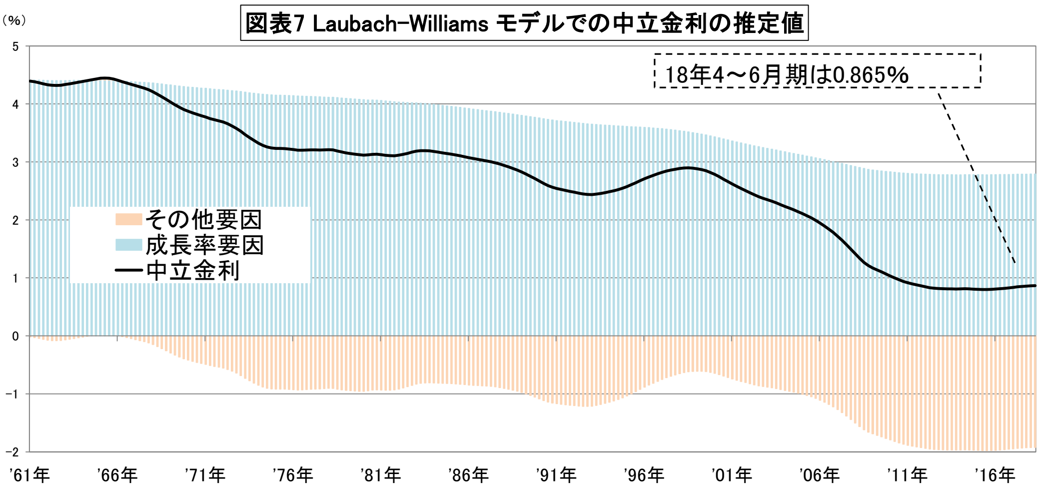

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**Laubach-Williams モデルによる中立金利の推定値は 0.865%**

一方で、金融引き締めの程度と金融政策のスタンスをめぐっては、このところ話題をさらっている短期～中期における中立金利と現在の政策金利のバランスを考慮する必要がある。図表 7 は（5 年程度の中期における）中立金利について最も良く引用される推定値の一つである Laubach-Williams モデル（以下 LW モデル）による中立金利の推定値の推移を表したものである（注 2、3）。このモデルによると、足元の 18 年 4～6 月期での中立金利は実質値で 0.865％となっており、名目値では 2.865％程度ということになる。現在の政策金利の誘導目標が 2.0～2.25％のため、9 月 FOMC 後の声明文からは削除されたものの、依然として金融政策は緩和的なスタンスだと判断できる。

また、図表 6 において、FOMC 参加者の長期における政策金利水準の見通しが低下し始めた 16 年以降について、LW モデルにおける中立金利の推定値はむしろ小幅ながら上昇している点も、今後の金融政策を見通す上で留意する必要がある。

**図表7 Laubach-Williams モデルでの中立金利の推定値**



（資料）NYFedより作成　（注）18年夏のGDP推計方法改定後の推定値。

一方で、LW モデルによる中立金利の推定値については、潜在成長率の影響を受けすぎる傾向や、推定式に課す制約が強すぎる点などが指摘されている（注 4）。こうした推定値をめぐる不確実さはぬぐいきれないため、ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁が 9 月 28 日の講演で述べたように、今後、FRB が中立金利を過度に意識した金融政策を行うという事態は考えづらい。基本的には、9 月 FOMC 議事要旨にて言及されている通り、堅調な経済指標の発表が続けば利上げをするという従来のスタンスが踏襲されるであろう。

（注 2）Two-Sided Estimates


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（注 3）NY 連銀のワーキングペーパー、"Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest "では、LW モデルの中立金利は 5 年程度先を想定したような動きになっていると言及されている。

（注 4）上記のワーキングペーパーなどを参照。

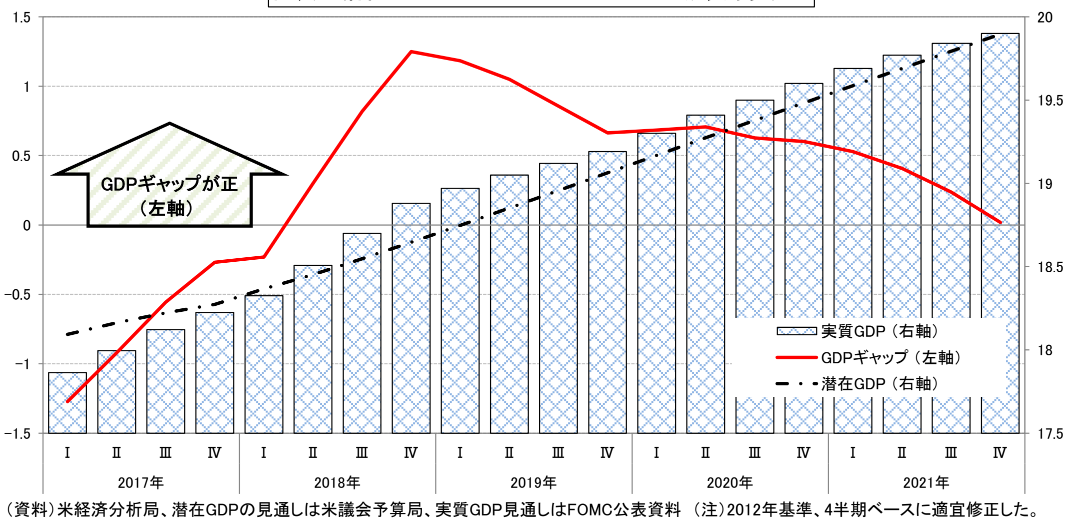
**19 年利上げ回数が見通しより増加する可能性も**

FOMC 参加者による米国経済見通しについては、18 年、19 年の GDP 成長率が 6 月時点から 0.2%ポイント程度上方修正されたことを除いて、インフレ率や失業率の見通しに大きな変化はなかった。

ここで、米議会予算局の潜在 GDP 見通しを基準としつつ、FOMC 参加者の経済予想を考察すると（図表 8）、18 年後半～19 年前半にかけて GDP ギャップのプラス幅が 1%程度にまで拡大した後、19 年後半～20 年を通じて 0.5%程度のプラス幅を維持し、GDP の成長率が減速する 21 年にかけてプラスのギャップが解消される見通しとなっている。

18 年初めには、労働市場のスラックが多分に残っていたとみられ、GDP ギャップも依然としてマイナスであった。しかし現在では、利上げ回数が年内 4 回となる可能性が濃厚となっている。18 年に比べると、19 年は①労働市場のひっ迫や、②賃金上昇率の高まり、③GDP ギャップがプラスで推移することなどから、インフレ圧力が高まると考えられ、インフレ率を見通し通り 2%程度で安定させるためにも、利上げペースを加速させる可能性は高い。以上から、9 月 FOMC 時点では 3 回とされた 19 年の利上げ回数が 4, 5 回程度に増加しても特段不思議ではないと思われる。また、利上げペースの加速観測が生じるにつれて、長期金利の上昇圧力が一段と高まり、市場が不安定になる局面も再来すると考えられる。

**図表8 潜在GDPとFOMCメンバーによるGDP成長率見通し**




（資料）米経済分析局、潜在GDPの見通しは米議会予算局、実質GDP見通しはFOMC公表資料 （注）2012年基準、4半期ベースに適宜修正した。

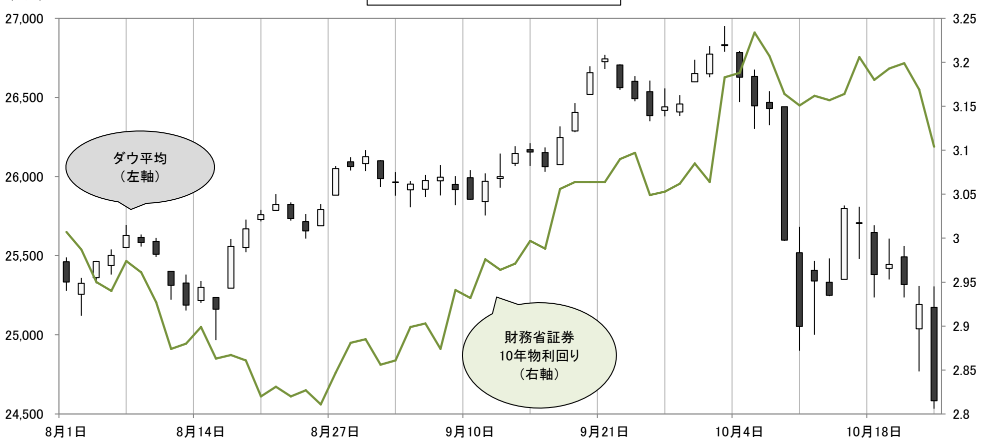

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**金融市場：現状・見通し・注目点**

最後にマーケットを概観すると、8 月 1 日にはわずかながら 3%を超えた米長期金利（10 年債利回り）は、米中貿易摩擦懸念やトルコを初めとした新興国通貨不安から低下し 8 月末にかけて 2.8%近辺にまで低下した。9 月以降、8、9 月分の雇用統計などが、FRB の利上げペースを後押しする堅調な内容となったことなどから金利は再び上昇し、金利は 10 月 5 日に一時 3.25%まで上昇し、足元でも 3.2%前後での推移となっている。

先行きに関しては、米議会予算局（CBO）の経済見通しによると、19 会計年度（18 年 10 月～19 年 9 月）において、財政赤字が 9,810 億ドル（GDP の 4.6%、17 年度は 6,650 億ドル、18 年度は 7,789 億ドル）と見積もられており、国債増発による金利上昇圧力が強まりやすい環境にある。また、FRB による漸進的な利上げも継続されるとみられる。以上から、米長期金利（10 年債利回り）は 3%をやや上回る水準で推移すると思われる。

**図表9 株価・長期金利の推移**




（資料）Bloombergより農中総研作成

株式市場では、7 月に貿易摩擦が一旦小康状態になったことや決算発表への期待感などから再び株高となり、8～9 月にかけては決算が好調だったことや堅調な経済指標が好感された。10 月に入ると、急速な金利上昇と貿易摩擦の懸念が再燃したことで、一旦急落した。その後も中国経済減速への懸念や、サウジアラビアに関する地政学的リスクが意識され、上値の重い展開となった。

先行きとしては、堅調な米国の経済指標に加え、前年比 20%程度の増益予想と実際の決算発表が株価上昇の材料と見込まれるが、これまで織り込みが甘かった FRB による利上げ見通しや、それに伴う長期金利の上昇などが重石となるだろう。以上から、一進一退の展開となると予想する。（18.10.25 現在）



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます