米国経済金融

労働参加率が上昇することで景気拡大が継続

～一段とハト派色が強まったFRB～

佐古　佳史

要旨

3月のFOMCでは年内の利上げ回数は0回との大勢見通しが示され、前回12月の年2回の利上げ見通しから一段とハト派化した。また、B/S縮小を9月に停止することがほぼ決定されたことも市場にはハト派的に映った。

2月の非農業部門雇用者数の鈍化はネガティブサプライズとなったものの、賃金上昇率と25～54歳の労働参加率の上昇が相まって、引き続き景気拡大が見込める。

一段とハト派化したFOMC

世界経済の先行き懸念が強いなかで迎えた3月のFOMC（19～20日）では、終了後に公表された経済見通しなども含め、FRBが一段とハト派色を強めたことが確認された。経済見通し（大勢）では、12月時点から19年の経済成長率とPCEデフレーター上昇率が下方修正された。こうした見通しに呼応する形で、利上げ回数については、12月時点での19年内2回との見通しから、年内0回へと下方修正された。ドットチャートによれば、19年内の利上げを想定しないFOMC参加者17人中11人に上り、参加者内での意見の集約も認められた。

記者会見においてパウエル議長は、欧州と中国経済の減速が米国経済にとって向かい風であるとの認識を示しつつも、19年の米国経済は底堅いとやや楽観的な認識を示した。一方で、インフレ率が物価目標である2%を依然として下回っていることや、期待インフレ率が2%に届いていないことに懸念を示しており、「忍耐強い」スタンスの継続が強調された。

全体としては、19年の米国経済成長は底堅いとしつつも、インフレ率が目標をやや下回っているため、利上げは想定しないという政策判断におけるバランス感覚は、やや近視眼的と評価する。3月のFOMCを終えてFRBは、インフレ率が安定的に2%を中心に推移する（即ち、2%を超える月も散見される）ようになるまでは、現状の政策金利の誘導水準（2.25～2.5%）を維持する、長期戦の構えとなったと考えてよいだろう。

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1 FRB大勢見通し（3月時点）

		2019年	2020年	2021年	長期見通し
実質GDP	（%前年比）	**1.9～2.2**	**1.8～2.0**	**1.7～2.0**	**1.8～2.0**
	12月時点 （%前年比）	2.3～2.5	1.8～2.1	1.5～2.0	1.8～2.0
失業率	（%）	**3.6～3.8**	**3.6～3.9**	**3.7～4.1**	**4.1～4.5**
	12月時点 （%）	3.5～3.7	3.5～3.8	3.6～3.9	4.2～4.5
PCEデフレーター	（%前年比）	**1.8～1.9**	**2.0～2.1**	**2.0～2.1**	**2.0**
	12月時点 （%前年比）	1.8～2.1	2.0～2.1	2.0～2.1	2.0
コアPCEデフレーター	（%前年比）	**1.9～2.0**	**2.0～2.1**	**2.0～2.1**	
	12月時点 （%前年比）	2.0～2.1	2.0～2.1	2.0～2.1	
政策金利（中央値）	（%）	**2.375**	**2.625**	**2.625**	**2.75**
	12月時点 （%）	2.875	3.125	3.125	2.75

（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。

B/S 縮小停止を明示

また、見通しに加えて、3月のFOMC後にはバランスシート（B/S）縮小に関する決定事項が公表された。主な内容はとしては下記の5点に集約される。

①現在1ヶ月あたり300億ドルの米国債再投資停止額の上限について、19年5月から同150億ドルに減少させ、B/S縮小ペースを緩める

②B/S縮小については19年9月末に結論を出す予定である

③9月末時点での準備預金の平均残高は、効率的に金融政策を行うために必要な水準よりは、幾分大きいと予想される

④長期的には、資産として国債のみを保有する目的から、政府機関債と不動産担保証券（MBS）の保有残高の削減は継続する

⑤19年10月から、満期を迎える政府機関債と不動産担保証券（MBS）の元本は、月額200億ドルを上限として米国債への再投資へ振り向ける（国債残高の平均満期と概ね等しくなるように異なる満期の国債を購入、200億ドル超過分はMBSなどを再投資）

9月末にB/S縮小が事実上終了する可能性が非常に高くなったことで、市場へはハト派的な印象を与える内容となった。また、具体的な手順と内容がスケジュールを明確にしつつ公表されたことで、B/S縮小に関する不確実性が低下した点は高く評価できる。

インフレ率はやや鈍化

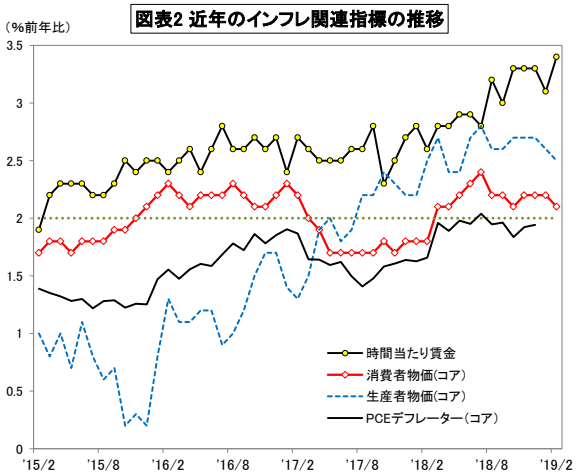
さて、インフレ関連の指標に目を転じてみると、2月分は消費者物価指数（CPI、コア）、生産者物価指数（コア）の伸びがともに鈍化した（それぞれ、前年比2.1%、2.5%）。CPIの項目別では新車と処方薬の価格の低下が大きかったが、振れ幅が大きい項目であるため下落基調と判断するのは時期尚早といえる。また、足元では特に新築の住宅在庫率が基準となる6ヶ月を上回っており、住宅価格の上昇が鈍化している。前月比0.3%ペースで推移してき

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

た住居費（ウェイトはCPIの約3割を占める）の動向にも注意する必要があるだろう。

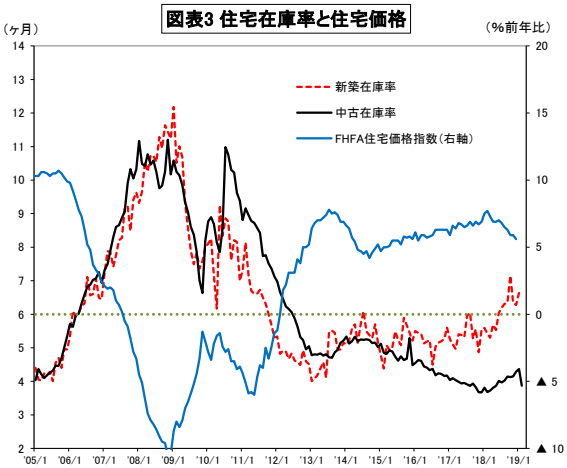
こうしたインフレ率の鈍化によって、FOMCはより長い間「忍耐強く」いることが可能となったが、中立的な水準の下限に政策金利が据え置かれている現在の状況に鑑みれば、労働参加率の上昇余地が米国経済の成長余地に直結すると考えられる。

図表2 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3 住宅在庫率と住宅価格



（資料）全米不動産業者協会、米国商務省、Bloombergより農中総研作成

労働参加率の上昇

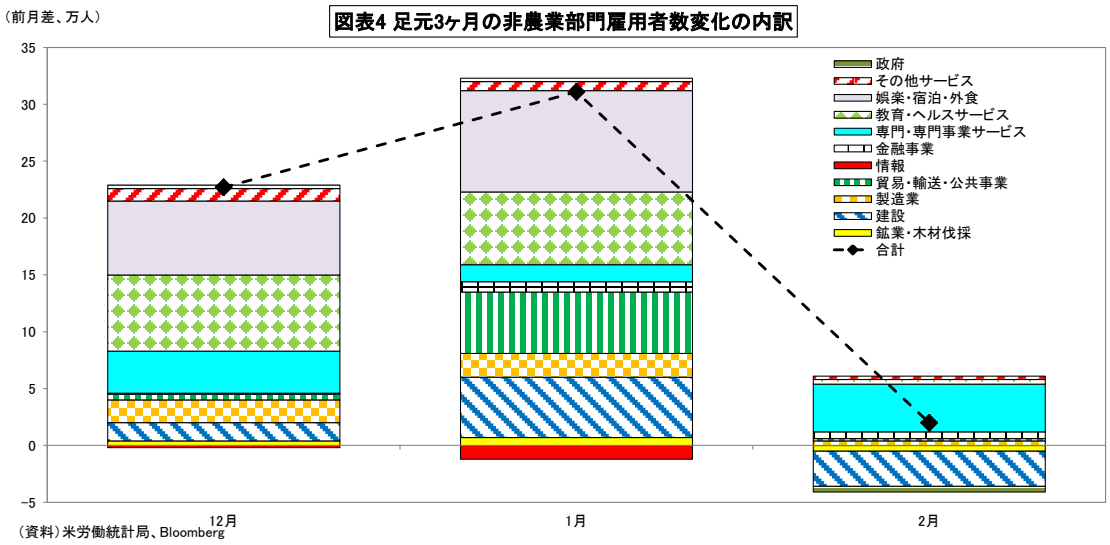
その他の足元の指標を確認すると、2月の非農業部門雇用者数は前月から2万人増と1月から大幅に鈍化し、市場にはネガティブサプライズと映った。弱い雇用者の伸びとは対照的に、失業率は3.8%へ、広義失業率（U6）は7.3%へとそれぞれ低下し、平均時給の伸びは前年比3.4%へと加速した。雇用統計全体としては強くも弱くもない内容と解釈できる。

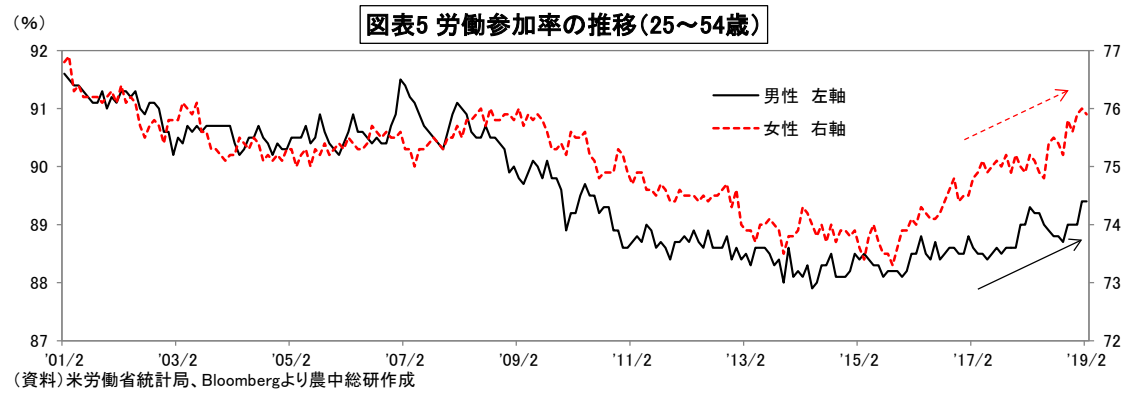
ただし、2月の雇用統計を解釈するに際しては、①非常に堅調な内容となった1月からの反動と②寒波の影響で採用活動が鈍ったことに注意する必要がある。特に、②の影響で賃金上昇率は実勢よりやや高めに算出された可能性がある。

求人件数については、1月時点で失業者を104.6万人上回っており、労働市場のひっ迫が続いていると評価できる。こうした、人手不足と賃金上昇を背景に労働参加率がじわじわと上昇しており、特に、25～54歳の年齢層の女性の労働参加率の上昇が著しい。

総じて言えば、米国労働市場は、供給制約が意識される天井に迫る過程にあり、依然としてピークの手前の段階と判断できる。また、労働参加率の上昇に伴う雇用の伸びと人手不足に起因する賃金上昇が消費を下支えすることから、成長率は18年から鈍化するものの、米国経済の息の長い景気拡大が続くと考えられる。

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





世界経済との連動性が薄れた輸出

次に、18 年の米国の貿易を振り返ってみたい。米国からの主要な輸出財としては、石油製品（635 億ドル）、工業機械（603 億ドル）、医薬品（546 億ドル）などが挙げられる。輸入財では原油（1,571 億ドル）、医薬品（1,338 億ドル）、自動車部品（1,132 億ドル）が上位を占める。財部門のみにおいては、中国（4,192 億ドル）、メキシコ（815 億ドル）、ドイツ（682 億ドル）、日本（676 億ドル）などに対する貿易赤字が大きかった。

また、輸出入の伸びについて考察する（注）と、輸入と GDP の関係では、GDP の伸びに対して輸入が約 2 倍の伸びを示している。旺盛な輸入需要の背景にある堅調な経済成長が貿易赤字の原因と考えられる。

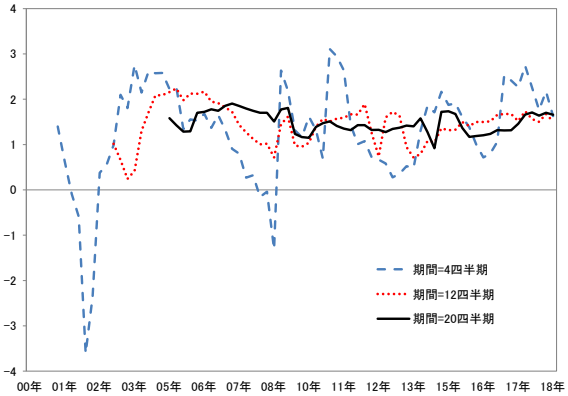
一方、輸出（財のみ）については、米国を除く世界全体での輸入量の伸びに対して、米国からの輸出はその 3 割程度にしか反応しておらず、18 年はこの関係性がやや低下したことも明らかとなった。この点は、世界貿易から米国の孤立度合いが強まっている

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

とも考えられる。すなわち、欧州、中国を中心に世界経済が今後回復した場合も、米国の輸出の増加にはあまり寄与しないと考えられる。むしろ、関税を脅しとして使いつつ二国間でのディールを重視するトランプ政権のアプローチには、その是非は別として、一定の合理性があるのかもしれない。

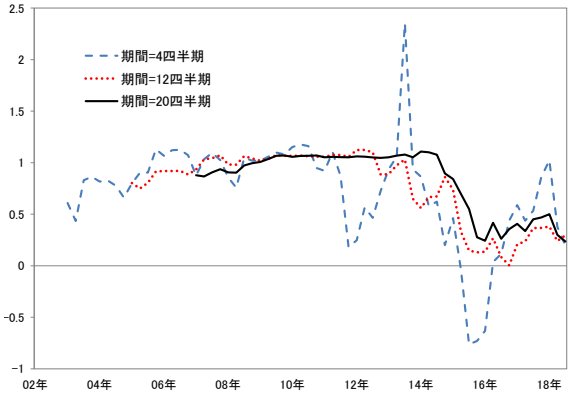
（注）輸入については、dlog（米国財・サービス輸入）=β*dlog（米国 GDP）+誤差項、輸出については、dlog（米国財輸出）=β*dlog（世界輸入量-米国輸入量）+誤差項とした。サンプル期間の長さを一定としながら、少しずつ推定期間をずらして係数を推定する、ローリング推計を利用した。

図表6 輸入とGDPの関係



（資料）米商務省より農中総研作成 （注）ローリング推計の係数の推移。

図表7 世界経済の輸入と米輸出の関係



（資料）米商務省、オランダ経済分析局より農中総研作成 （注）ローリング推計の係数の推移。

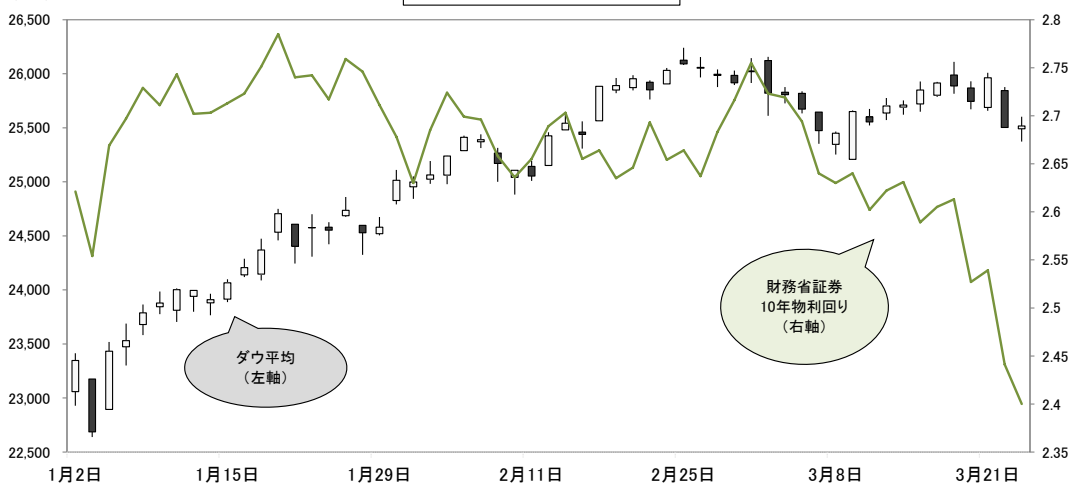
長期金利：2.4～2.6%のレンジを予想

最後にマーケットを概観すると、世界経済の先行き懸念が強まるなか、パウエル議長や FRB がハト派に急転換したこともあり、金利先高観は後退し、米長期金利（10 年債利回り）は 2.7%を中心に推移してきた。年内の利上げ回数が 0 回との見通しが示された 20 日以降世界経済への懸念が一段と強まり金利は 2.4%まで低下し、10 年債と 2 年債の金利が逆転する逆イールドが 07 以来 11 年半ぶりに発生した。

先行きに関しては、中国は政府が景気下支え策を矢継ぎ早に実施しているが即効性は限定的とみられることや特に欧州を中心に世界経済減速懸念が根強いことに加えて、3 月の FOMC を経てハト派色が一段と強まった FRB のスタンス、相対的に高金利である米国債に対する安全資産需要が金利低下圧力として働くだろう。以上から、米長期金利のレンジは切り下がったと考えられ、2.4～2.6%での推移を見込む。

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8 株価・長期金利の推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

株式市場：頭打ち

株式市場では、世界貿易懸念や米政府機関の一部閉鎖への懸念もあり 12 月は下げ相場となったが、1 月以降は米中通商協議への楽観的な見方が浮上したことや、FRB がハト派に転じたことで、12 月の下げを取り戻した。足元では、通商協議は具体的な進展に乏しいものの、貿易摩擦が深刻な問題に発展しないという楽観論が織り込まれるに従い、株価は底堅く推移してきた。しかしながら、一般的に景気後退の先行指標として知られる逆イールドが 22 日に生じたことから、ダウ平均は 25,502.32 ドルへと下落した。

先行きについて考えてみると、FRB のハト派スタンスから下値は限定的と思われる一方で、逆イールドに加えて、3 月のドイツ製造業 PMI が 44.7 と、判断の分かれ目となる 50 を 3 ヶ月連続で割り込み、世界経済についての先行き懸念は根強い。また、知的財産権や技術移転の強制といった米中間の問題が容易に解決に向かうとも想定しがたい。加えて、米企業の 19 年における増益率が低く予想されていることも悪材料だろう。こうしたことから、株価は頭打ちでの推移となるだろう。　　（19.3.26 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