情勢判断

米国経済金融

ソフトランディングに向けた動きが継続

～より緩和的な金融政策も視野に～

佐古　佳史

要旨

労働市場は堅調なものの、当面のピークをつけた可能性も考えられる。消費者を取り巻く環境は良いが、米国経済の成長ペースは徐々にスローダウンし始めたとみられる。

10 月 FOMC での利下げも確実視されるなか、FRB 関係者からは、新たな金融政策の枠組みについての言及があり、来年下期にはより緩和的な政策運営となる可能性がある。

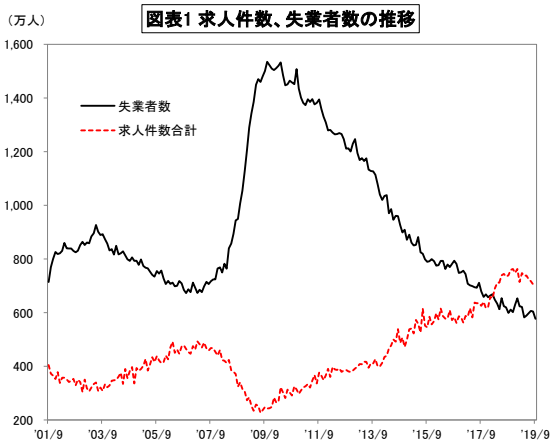
景気の現状：当面のピークをつけた可能性

米中両国は 11 日、紆余曲折はあったが「部分合意」にこぎつけ、15 日に予定されていた対中追加関税の引き上げ延期など、通商摩擦は一時休戦となった印象を与えた。今回の部分合意の背景としては、米国経済の成長スピード鈍化も指摘できるかもしれない。

実際に、足元の経済指標には当面のピークをつけた指標が多い。非農業部門雇用者数の伸びも鈍化傾向が鮮明になってきており、9 月は前月から 13.6 万人増まで伸びが鈍化した。求人件数も 19 年 1 月をピークに減少傾向で推移している。

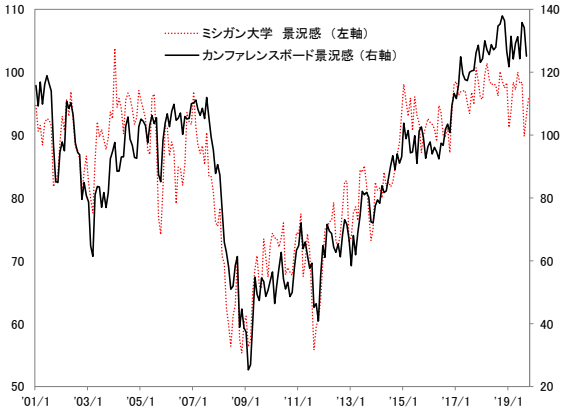
失業率（U3）が 3.5%と 50 年ぶりの低水準となったことや、25～54 歳区分の労働参加率は、82.6%と比較的高い水準を維持していることなどから、労働市場は依然として底堅いとはいえるが、改善傾向が続いているわけではない。消費者マインドも頭打ちで推移している上に、8 月の個人消費支出や 9 月の小売売上高などが弱かったことで、米消費者の慎重な姿勢が確認できる。全体としてみれば、ソフトランディングに向けた動きといえる。

図表1 求人件数、失業者数の推移



（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成

図表2 消費者景況感の推移



（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloombergより農中総研作成

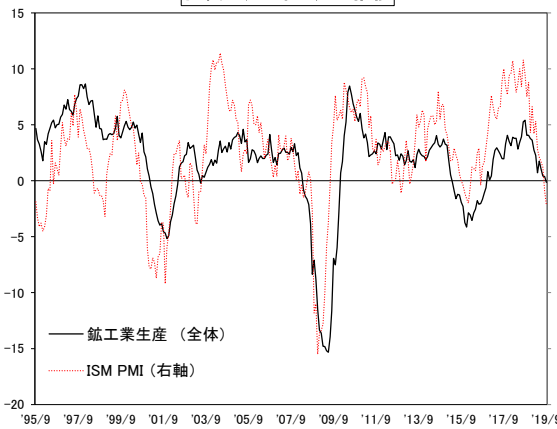
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

景気の先行き：徐々にスローダウン

次に、先行きについて考えてみよう。通商摩擦による不確実性の高まりもあり、設備投資が鈍化傾向にあることに加えて、製造業の景況感も悪化している。こうしたことから、今後も経済成長率は減速が続くと考えてよいだろう。もっとも、これまでの賃金上昇や雇用の増加、個人資産の拡大などから消費が底割れするとは考えにくい。また、ニューヨーク連銀が 0.83%と推定する実質中立金利と比較して、緩和的とみられる現在の政策金利（実質値では 0%程度）も景気の下支えとなるだろう。

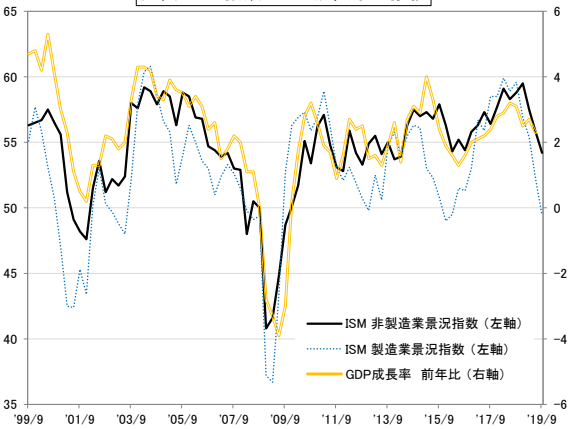
ただし、9 月の ISM 非製造業景況指数が悪化した点は懸念材料であり、通商摩擦等が米国のサービス業まで波及するのかどうか見極める必要がある。

図表3 鉱工業生産の推移



（資料）FRB、全米供給管理協会、Bloombergより農中総研作成

図表4 ISM指数とGDP成長率の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、米商務省経済分析局、Bloombergより農中総研作成

金融政策：枠組み変更を示唆する動きも

クラリダ FRB 副議長は 9 月 26 日、過去のインフレ目標未達成部分を埋め合わせる新しい金融政策の枠組みを模索しており、20 年上期に金融政策の再点検作業を完了する予定であると述べた。このような発想を取り入れた政策運営上の枠組み変更がある場合、インフレ率が 2%を超過するよう、意図的に金利を低めに据え置く期間が長期化することになるだろう。このインフレ埋め合わせ目標（ほぼ同様の金融政策の枠組みとしては、平均インフレ目標、物価水準目標などがある）については、近年、FRB 関係者の発言や講演などが多数あり、FRB 内での注目度が上がっていることがうかがえる。

これまでのところ、インフレ埋め合わせ目標のパフォーマンスは、①期待インフレ率が十分に安定している（well anchored）かどうか、②インフレ率、期待インフレ率と GDP との関係性を示すフィリップス曲線の形状（供給曲線におけるフォワード・ルッキ

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

ングの程度、GDP ギャップの持続性など）、③中央銀行がどの程度、金融政策のルールに従って行動するか、などに大きく依存する点が指摘されている。ただし、ゼロ金利制約が意識される中では、インフレ埋め合わせ目標を非常に有効な枠組みとみなす FRB 関係者は多い。

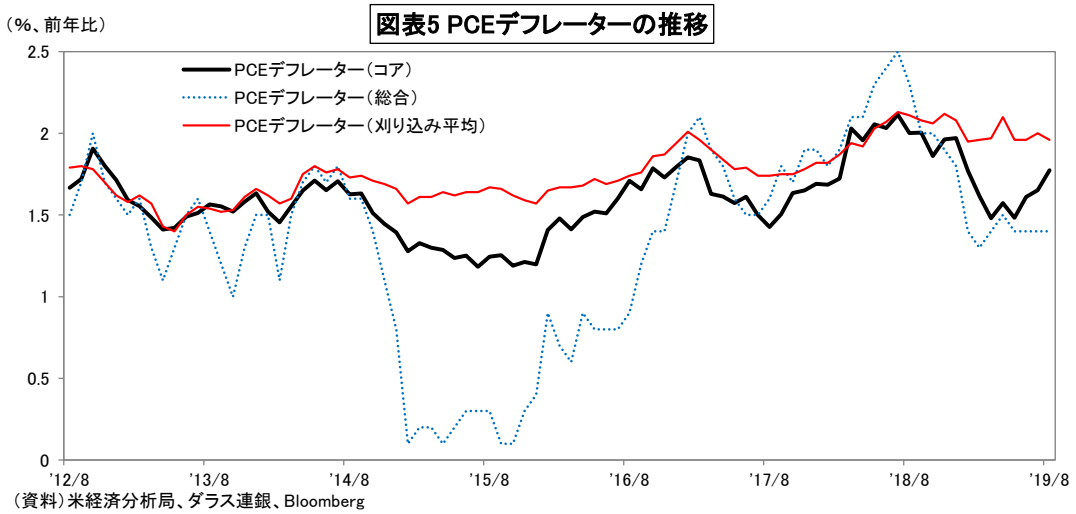
実際に、9 日に公開された 9 月 FOMC 議事要旨でも、期待インフレ率についての FOMC 参加者のコメント（①に該当）が多くみられたが、②に関しては触れられていなかった。

繰り返しになるが、インフレ埋め合わせ目標では、一時的に 2%より高いインフレ率へと誘導する、より強力な金融緩和環境が醸成されることになる。一例として、ブラード・セントルイス連銀総裁は 18 年 1 月、過去のインフレ不足分について、27 年まで 2.5%のインフレ率を容認することで埋め合わせる案を示している。

インフレ率：上昇は鈍い

足元のインフレ率については、一時的に下押ししたとみられる要因が解消したことで再び加速してきたが、依然として 2%物価目標には届いていない。9 月は賃金上昇率の鈍化に加えて、NY 連銀が調査する 3 年先のインフレ予想が、13 年 7 月の統計開始以来最低となる 2.4%に低下したことも、足元のインフレ率の低下圧力となりそうだ。また、10 月の期待インフレ率調査も低下した。

図表5 PCEデフレーターの推移



（資料）米経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

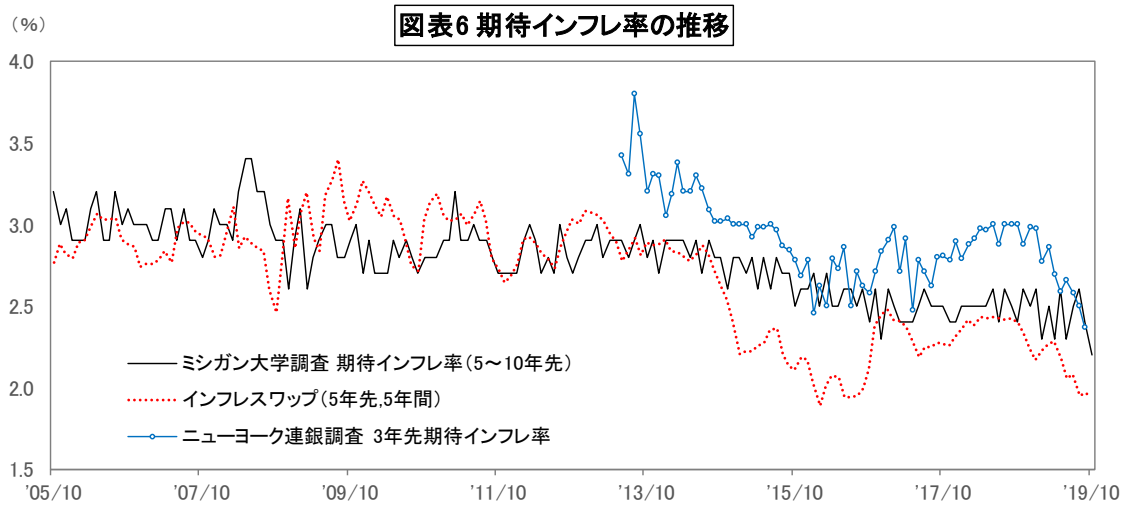
こうした環境のなか、10 月 FOMC での利下げはほぼ確実視されており、パウエル議長やクラリダ副議長、エバンズ・シカゴ連銀総裁などからは追加利下げを印象付ける発言が聞かれる。

もっとも、刈り込み平均 PCE デフレーターの値から判断して、コア PCE デフレーターは加速したとしても、2%程度で頭打ちとみ

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

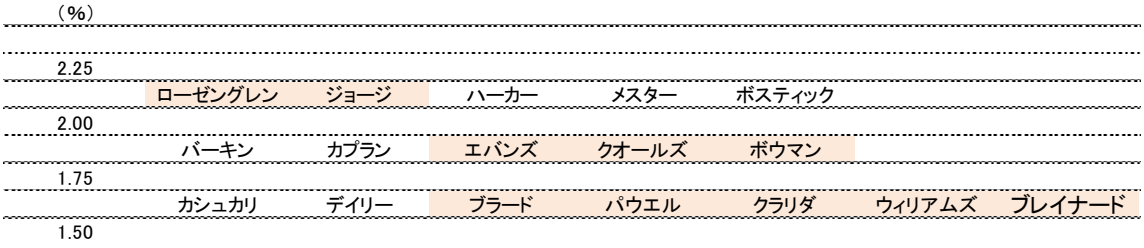
られる。最近の FOMC 議事要旨などではインフレ率のオーバーシュートについての意見も確認されることから、10 月 FOMC 以降の更なる利下げも検討されるかもしれない。

図表6 期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

図表7 9月FOMCドットチャート内訳の考察



2019年末の政策金利見通し

（資料）農中総研による予想、シャドーは投票権を持つFOMC参加者
（注）ドットチャート内訳の考察は、10月10日時点。2020年は、エバンズ、ブラード、ジョージ、ローゼングレン総裁に代わり、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁が投票権を持つ。

長期金利：低下圧力が見込まれる

最後にマーケットを概観すると、第 4 弾となる対中追加関税を発表したことや、中国やドイツの経済指標の悪化などから 8 月はリスク回避姿勢が強まり、10 年債利回りは低下基調で推移した。9 月に入ると、一転して米中通商交渉についての楽観的な見方が強まったことなどから金利は上昇。実際に、10 月 11 日に部分合意に至ったことで、1.8%に迫り、足元では 1.7%台での推移となっている。

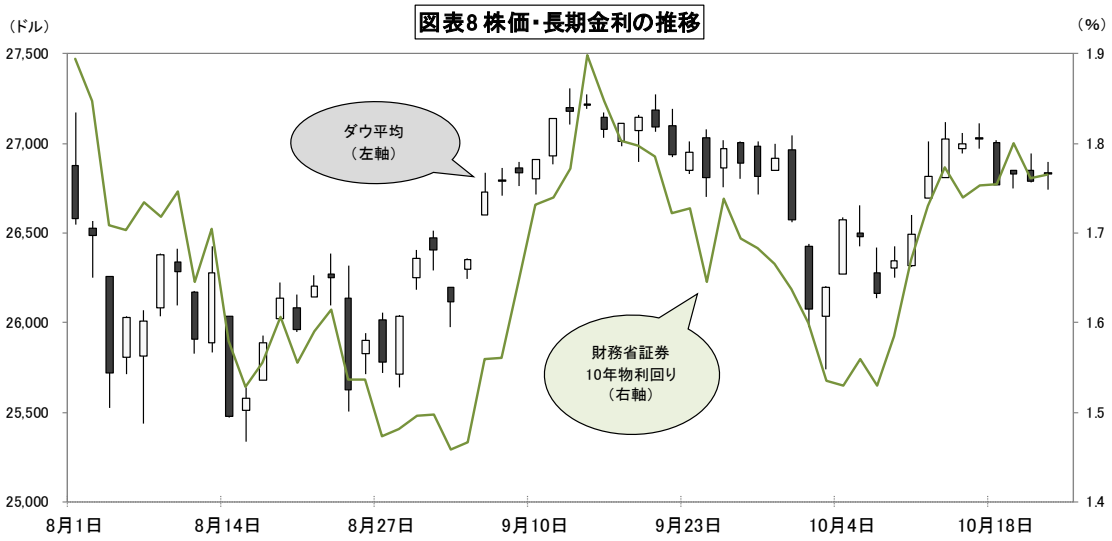
先行きについては、依然として世界経済への不安が根強いなかで、EU との通商摩擦もあり、大幅な金利上昇は見込みにくい。中国の成長率鈍化や、ブレグジットをめぐる混乱、欧州中央銀行（ECB）による追加緩和などに加え、EU からの農産品の一部（75 億ドル程度）に最大 25%の追加関税を適用したことへの対抗関税

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

も意識される。11 月 14 日に期限を迎える輸入自動車に対する追加関税の判断も意識されるなか、10 年債利回りには低下圧力がかかるだろう。こうしたことから、1.4%～1.8%程度の推移を予測する。

なお、11 日に米中が部分合意に達したことを受け、10 年債利回りが 6bp 上昇した。これにより、3 ヶ月債と 10 年債での逆イールドが 3 ヶ月ぶりに解消された。

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：一旦調整入りを予想

株式市場では、7 月 31 日の FOMC 後の記者会見から、市場の想定ほど FRB がハト派化していないと判明したほか、8 月 1 日の追加関税などが嫌気されダウ平均は大幅に下落。8 月入り後は 26,000 ドルを中心に方向感を欠いた。9 月に入ると、米中通商協議への楽観的な見方が広がり、株価上昇につながった。しかし、9 月後半から部分合意に達するまでは、米中協議の進展に一喜一憂する展開となった。部分合意や好調な 7～9 月期決算を好感して上昇し、足元では 27,000 ドル前後での推移となっている。

先行きについては、一旦調整入りを予想する。予想 EPS の成長率が 1 桁台前半とかなり弱くバリュエーションも高めであることに加え、米中通商協議が一段落したことで米 EU 間での通商協議が熾烈化することも懸念される。11 月 14 日に期限を迎える、輸入自動車についての追加関税の判断までは、不安定な相場になるのではないだろうか。

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9 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	主な発言、FOMCでの投票など
FOMCメンバー（投票権あり）	パウエル議長	−1	9/18 10/8	FOMC後の記者会見にて、金利見通しを示さず、記者会見が上達？ 年内3度目の利下げに含み
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	10/2 10/18	経済がやや減速する兆候が見える、金融政策の調整に関して前向き インフレ率が若干加速する兆候
	ボウマン理事	?	10/1	銀行監督が業務の中心で、政策金利については合意形成重視？
	ブレイナード理事	−1	9/25 10/16	社債市場での行き過ぎがネガティブなショックを増幅させる恐れ マイナス金利導入に否定的、費用対効果が悪いと指摘
	ブラード総裁（セントルイス）	−2	9/18 10/15	25bpの利下げ反対、50bpの引き下げが望ましい 米中通商摩擦など経済への不確実性が利下げの根拠となる
	クラリダ副議長	−1	9/26 10/18	インフレ埋め合わせ戦略（平均インフレ目標）の導入を検討 成長持続に向け適切に行動
	エバンズ総裁（シカゴ）	0	10/3 10/16	追加利下げにオープン。インフレのオーバーシュートも 低金利環境下では「積極的な」利下げが重要
	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1	9/18 10/19	FOMCにて利下げ反対、2～2.25%に据え置きを提案 金融政策で製造業・設備投資の弱さに対応は疑問。消費者行動を注視。
	クオールズ副議長	?	10/4	銀行監督担当副議長のため、政策金利については合意形成重視？
	ローゼングレン総裁（ボストン）	1	9/18 10/4	FOMCにて利下げ反対、2～2.25%に据え置きを提案、連銀HPに資料を掲載 消費者の行動次第で利下げの可能性を考慮。経済は潜在成長並み。
FOMCメンバー（投票権なし）	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	9/27	米経済が力強いことから、FOMCで利下げ不支持
	カプラン総裁（ダラス）	0	9/20 10/21	これまでに実施した「緩やかで限定的な」利下げを支持、20年に一回利下げ 10月会合で行動すべきか現時点では分からない
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−3	9/26 10/7	潜在成長率に達していないため、さらに0.5%の利下げを支持 追加利下げがあと何回必要かはっきりせず
	メスター総裁（クリーブランド）	1	10/4 10/5	製造業や輸出の弱さが米経済に幅広く波及している兆しはほとんどない 景気拡大を下支えする家計の信頼感と支出が鈍化する兆候を注視している
非FOMCメンバー（投票権なし）	バーキン総裁（リッチモンド）	1	9/26 10/4	利下げのリスクを指摘 金融政策の見通しは現時点で「バランスの取れた状態」
	ボスティック総裁（アトランタ）	0～1	10/4	19年の米国経済は良好。先行きについては、金利調節の必要性も
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	8/29 10/15	低インフレは、雇用がひっ迫していない証左 金融政策は今後の指標次第。経済は現時点で非常に良好

（注）鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、−はハト派の意。
20年は、エバンズ、ブラード、ジョージ、ローゼングレン総裁に代わり、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に投票権。

☆特徴的な論文、講演、執筆など☆

クラリダ副議長："The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices"、ゼロ金利近傍ではインフレ埋め合わせ目標の導入が望ましい可能性を指摘。他にも、低インフレへの警戒、期待インフレに言及した論文なども

ブレイナード理事："Rethinking Monetary Policy in a New Normal"、物価水準目標を導入する際の実務上の調整を指摘

ブラード総裁："A Primer on Price Level Targeting in the U.S."、物価水準目標の一例を紹介、27年まで低金利環境？

エバンズ総裁："Risk Management for Monetary Policy Near the Zero Lower Bound"、ゼロ金利近傍での早期利下げ

（資料）各種報道、連銀ホームページなどより農中総研作成

（19.10.23 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