米国経済金融

幾分和らいだ先行き懸念

～FRB は緩和方向にバイアスを残した様子見姿勢へ～

佐古　佳史

要旨

7 月以降 3 回連続で政策金利が引き下げられたこともあり、住宅市場では底入れの兆しが見え始めた。9 月に急低下した非製造業景況指数も持ち直したことから、米国経済をめぐる先行き懸念は幾分和らいだ。10 月 FOMC 議事要旨からは、FRB が様子見姿勢へと転換したことが再確認されたが、FOMC 参加者の多くからは緩和方向にバイアスがみられる。

景気の現状：改善傾向とも言い切れない労働市場

10 月 11 日に「部分合意」を目指すことで妥結した米中通商協議であったが、米国農産品の中国による輸入数量の明記の有無や、知的財産権をめぐる齟齬、既存の追加関税の撤廃を含む合意内容の拡大などをめぐり「部分合意」は後ずれしそうである。また、米上下両院による香港人権法案の可決や、米国によるベトナムへの沿岸警備艇の供与など、様々な外交カードが「部分合意」を目指す動きに間接的に影響していると考えられる。

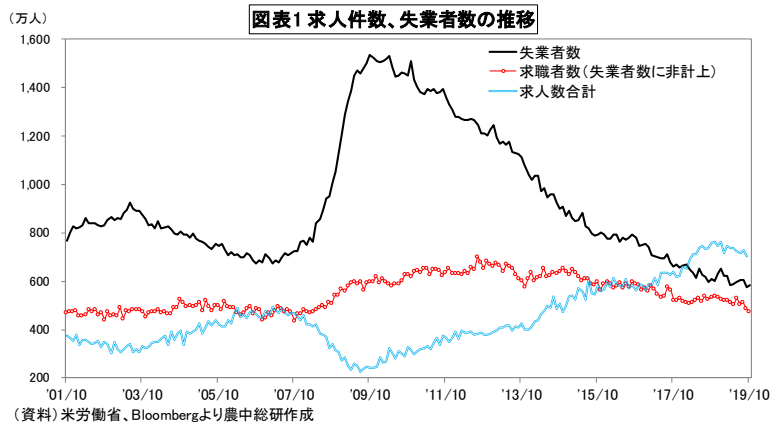
さて、足元の経済指標を確認してみると、10 月の非農業部門雇用者数は前月から 12.8 万人増と、9 月の同 18.0 万人増から増加ペースは鈍化したが、8、9 月分の上方修正幅が合計 9.5 万人と大きかったことで、改めて労働市場の底堅さが確認された。また、失業率は 9 月から 0.1%ポイント上昇し 3.6%となったが、依然として低水準にとどまっている。労働参加率は全年齢区分と 25～54 歳区分でともに 9 月から上昇し、それぞれ 63.3%、82.8%となった。

一方で、9 月の求人労働異動調査（JOLTS）では、新規求人数が 702 万人と 8 月から 30 万人減少し、18 年 4 月以来 1 年半ぶりの水準となった。また賃金上昇率が鈍いことから、失業率が示すほどには労働市場はひっ迫していない可能性もカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁などからは指摘されており、この点は FOMC 議事要旨でも確認できる。こうしたことから、労働市場は依然として底堅いとはいえるが、改善傾向とも言い切れない。

ミシガン大学とカンファレンスボードの消費者マインドは高水準ながら頭打ちで推移している上に、8、9 月の個人消費支出の伸びは前月比 0.2%弱とやや勢いに乏しいことなどから、米消費者の慎重な姿勢が確認できる。

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

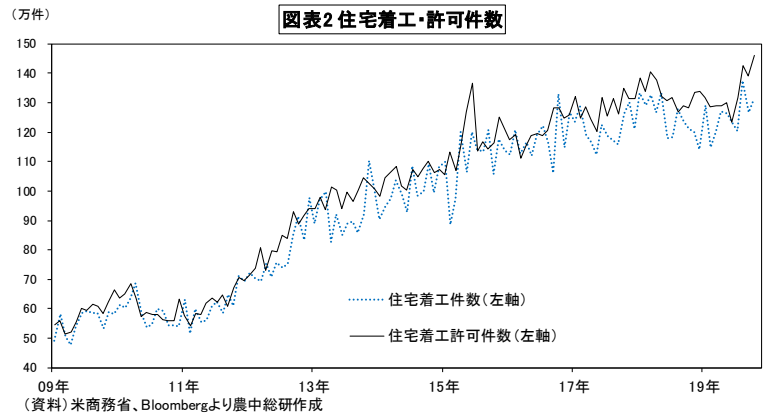
景気の先行き：スローダウン

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。実際に、住宅着工と住宅着工許可件数は緩やかに回復している。

企業部門では、10 月の ISM 製造業指数（PMI）は 48.3%と 3 ヶ月連続で判断の節目となる 50%割れとなったものの、9 月の 47.8%からは小幅に改善した。また、9 月に 52.6%へと急低下したことで、先行き懸念につながった非製造業指数（NMI）は、54.7%へと上昇し、そうした懸念の一部が払拭できたといえるだろう。27 日に 7～9 月期 GDP の改定値と合わせて公表される（税引き後）企業利益にも注目したい。

全体的には経済成長のペースはスローダウンしつつも安定的に推移しており、先行きに対する懸念は幾分和らいだと思われる。

図表2 住宅着工・許可件数



（資料）米商務省、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

金融政策：緩和方向にバイアスを残した様子見姿勢

25bpの利下げが決定された10月のFOMC議事要旨が20日に公表され、今後の金融政策を決定するにあたり、FRBはしばらく様子見姿勢をとることが改めて確認された。一方で、10月FOMCでの金融緩和は不要との意見や、労働市場に余裕（room）があるため一段の金融緩和余地があるとの意見など、金融緩和をめぐる考え方にかなりの幅があることも再確認された。

とはいえ、議事要旨からはやや低いインフレ率と期待インフレ率について多くの参加者が懸念していることと、低インフレの長期化が期待インフレ率の低下に波及し、今後の金融政策がより困難化する可能性が指摘されたことが明らかとなった。こうしたことから、今後のFRBのスタンスとしては、緩和方向にバイアスを残した様子見姿勢という印象を受ける内容であった。

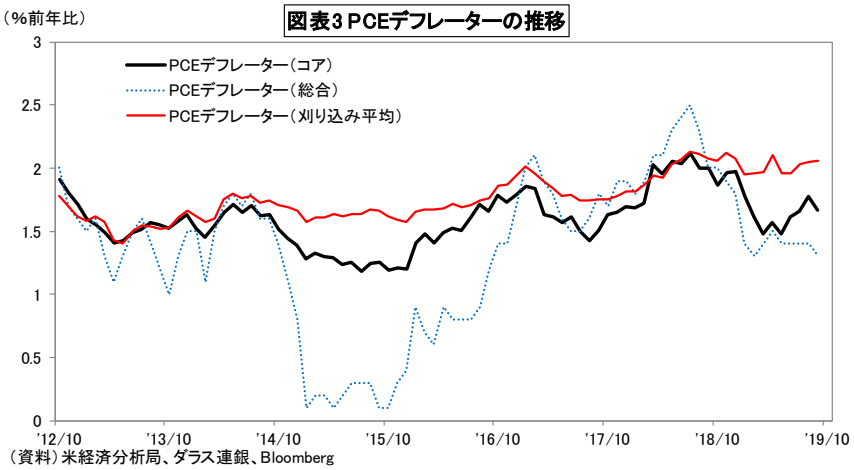
なお、金融リスクについて懸念を示すFOMC参加者も確認され、企業債務の増加や自己資本バッファーの縮小、株・債券の高いバリュエーションなどが指摘された。

インフレ率：上昇は鈍い

足元のインフレ率については、一時的と見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。この背景の一つとして、鈍い賃金上昇率が挙げられるだろう。10月の賃金上昇率は9月から変わらずの前年比3.0%となり、18年末から19年初にかけての同3.3%をピークに、上昇率は鈍化している。

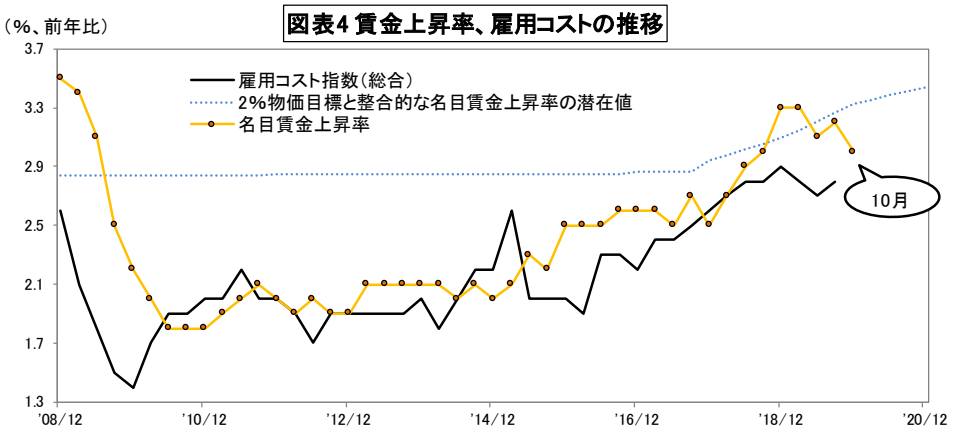
ニューヨーク連銀期待インフレ率調査では、10月時点での1年先期待インフレ率は9月から0.2%ポイント低下し、13年6月に統計を取り始めて以降最低となる2.3%となった。また、3年先期待インフレ率については変化がなかったものの、2.4%と過去最低水準での推移が続いている。

図表3 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

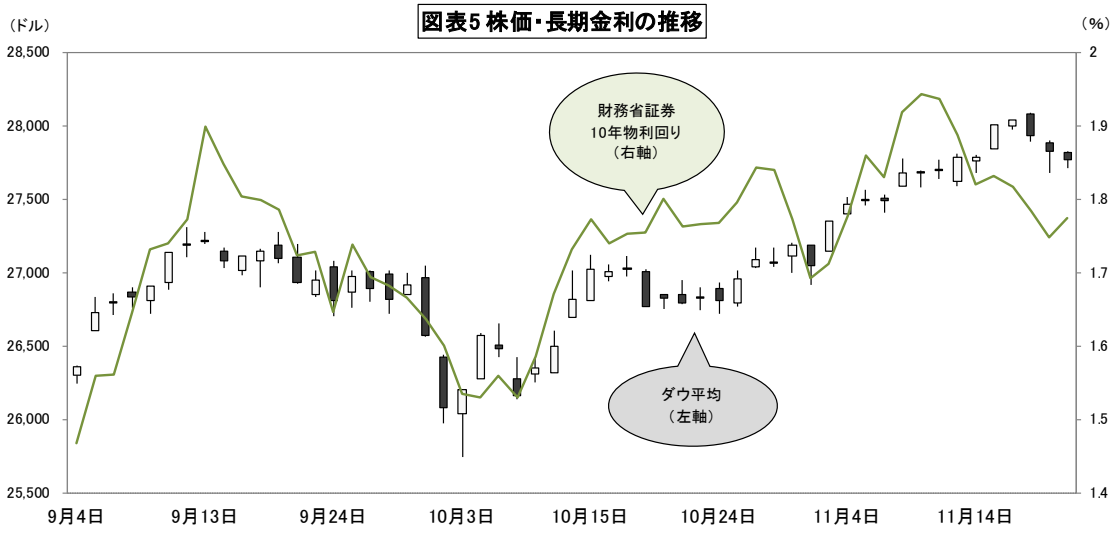


（資料）米労働省統計局、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成
（注）名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見通し、物価目標、標準的なマクロ生産関数より算出（定常状態での評価）。

長期金利：11月前半の1.8～1.9%からは、やや低下すると予想

最後にマーケットを概観すると、9月に入り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」を目指す方向で米中が妥結したことからリスクオン相場となり、11月前半の米長期金利（10年債利回り）は2%に迫るまで上昇した。

先行きについては、やや和らいだとはいえ世界経済への不安が根強いなかで、大幅な金利上昇は見込みにくい。通商協議に関する楽観的な見方も11月前半からは幾分か後退している。また、中国の成長率鈍化も、米金利への低下圧力と考えられる。こうしたことから、10年債利回りは11月前半よりやや低い、1.7%を中心としたレンジでの推移を予測する。



（資料）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

（資料）Bloomberg（注）破線は平均値。

株式市場：緩やかな上昇傾向を予想

株式市場では、通商協議の進展に一喜一憂する展開が継続していたが、10 月 11 日に米中が「部分合意」を目指すことで合意した後は、通商協議についての楽観的な見方や、事前の期待よりは好調な決算、EU への自動車追加関税の見送り期待、中国通信機器大手ファーウェイへの制裁の再延期（11 月 18 日）など、好材料が多く、主要指数の史上最高値更新が相次ぎ、ダウ平均は 28,000 ドルを終値で更新した（15 日）。

先行きについては、基本的には「部分合意」に向けた米中の動きに振らされる展開が続くと見込まれるが、合意時期が後ずれする可能性が高まるなか、両政府高官から前向きな発言が聞かれることで、市場期待が維持されると考えられる。また、逆イールドが解消したことや半導体市場では底入れが意識されつつあることも好材料といえるだろう。以上から、緩やかな上昇傾向が続くと予想する。ただし、一株当たり利益の伸びが低い予想にとどまっていることに加えて、FOMC 議事要旨で指摘されている通り、株価のバリュエーションが高いことには注意したい。

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7 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
FOMCメンバー 投票権あり	パウエル議長	−1	10/31 11/13	記者会見にて利下げ終了、20年半ばに金融政策の枠組み見直しを示唆 経済情勢が変わらない間は現在の金融政策スタンスが適切
	ウィリアムズ総裁 （ニューヨーク）	−1	11/14 11/19	突然の景気悪化がなければ、追加利下げは必要ない 金利の調節は適切。ダウンサイドリスクに警戒。
	ボウマン理事	?		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	10/16 11/20	マイナス金利導入に否定的、費用対効果が悪いと指摘 3回利下げ後の様子見姿勢を表明
	ブラード総裁 （セントルイス）	−2	11/5 11/14	イールドカーブのスティープ化は金融政策が適切である証拠 20年は底堅い成長となる可能性も。金融政策の枠組み変更の可能性は低い
	クラリダ副議長	−1	11/1 11/12	10月の雇用統計で、金利据え置き見通しが補強された インフレ埋め合わせ戦略と現行の金融政策を比較。低金利の背景を説明
	エバンス総裁 （シカゴ）	0	10/16 11/6	低金利環境下では「積極的な」利下げが重要 米経済は良い状況。政策判断上は、インフレ率の動向が重要
	ジョージ総裁 （カンザスシティー）	1	10/19 10/30	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 利下げ反対
	クオールズ副議長	?		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？
	ローゼングレン総裁 （ボストン）	1	11/11 11/18	3回の利下げに反対。マイナス金利導入に否定的 インフレ率を押し上げようとすれば、金融の安定性が毀損する危険性を指摘
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 11/12	米経済が力強いことから、FOMCで利下げ不支持 様子見姿勢。期待インフレの低下は懸念事項。マイナス金利導入に否定的
	カプラン総裁 （ダラス）	0	11/5 11/14	現在の政策金利の設定水準は恐らく適切 インフレ率が低いので、経済をやや過熱させるのも手
	カシュカリ総裁 （ミネアポリス）	−3	11/5 11/13	金利水準は低くない。物価目標達成まで利上げ禁止のコミットメントをすべき マイナス金利導入にやや否定的
	メスター総裁 （クリーブランド）	1～2	10/5 10/10	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 7、9月の利下げに反対。「当面」現行金利を維持することが適切
非FOMCメンバー 投票権なし	バーキン総裁 （リッチモンド）	0	11/5 11/12	利下げ休止には良い時期。マイナス金利導入に否定的 労働市場はひっ迫しているが、労働参加率上昇の余地がある
	ボスティック総裁 （アトランタ）	0～1	10/4 11/7	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 10月利下げにはおそらく反対していた。完全雇用を少し超えた可能性指摘
	デイリー総裁 （サンフランシスコ）	−1	11/4 11/13	3回の利下げを支持。追加利下げには見通しの重大な変化が必要 インフレ率が2%に戻るまでは、現在の金利水準を維持できる

（資料）各種報道 （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、エバンス、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

（19.11.21 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