

個人消費は慎重なもの、経済は底堅さを維持

～FRB は様子見姿勢の継続を表明～

佐古 佳史

要旨

米中両政府が「第一段階の合意」に達したことで、12月初めに高まっていた通商摩擦激化懸念は後退した。

米消費者には慎重な姿勢が確認できるものの、FRBによるこれまでの3回の利下げや堅調な雇用環境が米国経済を下支えしているといえる。12月のFOMCにてFRBは、政策金利を20年は据え置くことで、現在の様子見姿勢を継続するスタンスを表明した。

景気の現状：ひっ迫感のない労働市場と慎重な個人消費

米中両政府は13日、「第一段階の合意」に達し、米国が15日に予定していた、中国からの輸入品に対する新たな追加関税の発動は見送られた。また、現在15%の追加関税が課せられている約1,200億ドル相当の中国製品については、関税率が7.5%へと引き下げられることとなった。ただし、合意到達後の米中の発表は、米国による追加関税の撤廃の程度、中国による米農産物の購入額などをめぐって食い違っている。20年1月初めに正式文書が調印される予定となっているが、先行きはやや不透明といえるだろう。

さて、足元の経済指標を確認してみると、11月の非農業部門雇用者数は前月から26.6万人増と、10月の同15.6万人増から増加ペースは加速した。また、9、10月分の上方修正幅も合計4.1万人と大きく、労働市場の底堅さが示されたといえるだろう。失業率は10月から0.1%ポイント低下し3.5%となった。労働参加率は全年齢区分と25～54歳区分でともに10月からほぼ変わらず、それぞれ63.2%、82.8%と比較的高い水準を維持している。

一方で、10月の求人労働異動調査(JOLTS)では、新規求人数が726万人と9月から3.5万人増加したが、ピークを付けた18年末からは40万人ほど低い水準となっている。

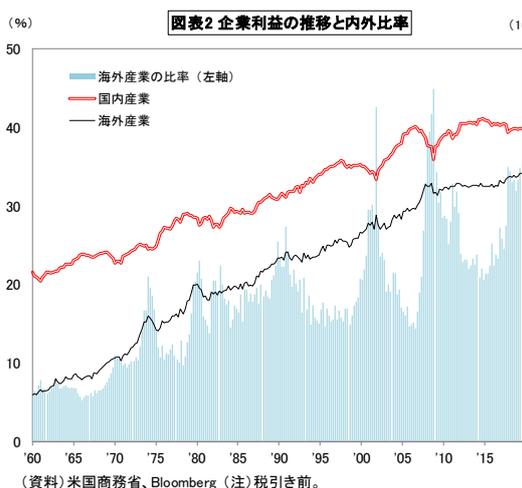
全体としては、労働市場は底堅いものの、賃金上昇率が鈍いこともあり、ひっ迫しているとは考えにくい。また、ミシガン大学とカンファレンスボードの消費者マインドは高水準ながら頭打ちで推移している上に、10月の個人消費支出の伸びは前月比0.1%弱と勢いに乏しく、支出の内訳としては耐久消費財が同▲0.8%と減少していることなどから、米消費者の慎重な姿勢が確認できる。



小幅な伸びにとどまった7～9月期の企業利益

さて、前期比年率2.1%と速報値の同1.9%から0.2ポイント上方修正された7～9月期のGDP（改定値）とともに公表された7～9月期の米企業利益を確認してみると、代表的な指標である「税引き後、在庫評価、資本減耗調整後」でみると年率1.88兆ドルとなり、4～6月期の同1.86兆ドルから1.3%増加した一方で、前年比では0.4%と小幅な伸びにとどまった。企業利益は名目値であることを考慮すると頭打ち状態といえるだろう。

7～9月期時点で、米企業利益のうち35.4%が海外からの利益となっているため、世界経済の減速が米企業に及ぼす影響は大きいと考えられる。米国経済は貿易依存度が低いとはいえ、FRBが利下げの根拠として世界経済の減速を繰り返し挙げたのも、ある程度は妥当といえよう。



景気の先行き：スローダウン

つぎに、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から製造業の景況感が悪化し、設備投資が鈍化傾向であるため、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

**金融政策：緩和
方向にバイアス
を残した様子見
姿勢**

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始めている。

企業部門では、11月のISM製造業指数（PMI）は、10月から小幅低下の48.1%と4ヶ月連続で判断の節目となる50%割れとなった。一方で、11月の非製造業指数（NMI）は53.9%と、10月から低下したものの、引き続き堅調に推移している。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、米中による第一段階の合意もあり、先行きに対する懸念は幾分和らいだと思われる。

12月10～11日にかけて開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）では、大方の事前予想通り、政策金利の誘導目標の据え置きが決定された。FOMC後に公表された資料（大勢見通し）からは、20年の経済成長率見通しがやや上方修正されたほか、政策金利は当面据え置かれる見通しとなった。

FOMC後の記者会見においてパウエル議長は、①低賃金の職種において賃金上昇率が高いことや、25-54歳における労働参加率が上昇していることを指摘した一方で、②低・中所得者層では失業率が高いことや労働参加率が低下していることなどから、依然として労働市場には緩みが残っている可能性を指摘し、労働市場がひっ迫しているとの判断には否定的な見方を示した。

インフレ率と政策金利については、③現在のインフレ率が低いことで期待インフレ率が低下し、結果的に政策金利が名目金利の実効下限制約（ELB）に近い水準にとどまってしまうことに警戒感を示した。また、④足元のインフレ率が低いため利上げは困難との見解に加えて、議長の個人的な見解としては、⑤インフレ率が安定的に2%を超えて推移するまでは利上げは難しいとの見方も示した。

全体的には、ドットチャートやFOMC参加者の経済見通しからは、FRBは20年にかけて様子見姿勢を継続すると読み取れるものの、記者会見はFRBが依然としてハト派であるとの印象を与えたといえる。

図表4 FRB大勢見通し(12月時点)

		2019年	2020年	2021年	2022年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.1~2.2	2.0~2.2	1.8~2.0	1.8~2.0	1.8~2.0
	9月時点 (%前年比)	2.1~2.3	1.8~2.1	1.8~2.0	1.7~2.0	1.8~2.0
失業率	(%)	3.5~3.6	3.5~3.7	3.5~3.9	3.5~4.0	3.9~4.3
	9月時点 (%)	3.6~3.7	3.6~3.8	3.6~3.9	3.7~4.0	4.0~4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	1.4~1.5	1.8~1.9	2.0~2.1	2.0~2.2	2.0
	9月時点 (%前年比)	1.5~1.6	1.8~2.0	2.0	2.0~2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	1.6~1.7	1.9~2.0	2.0~2.1	2.0~2.2	
	9月時点 (%前年比)	1.7~1.8	1.9~2.0	2.0	2.0~2.2	
政策金利(中央値)	(%)	1.625	1.625	1.875	2.125	2.50
	9月時点 (%)	1.875	1.875	2.125	2.375	2.50

(資料)FRBより作成

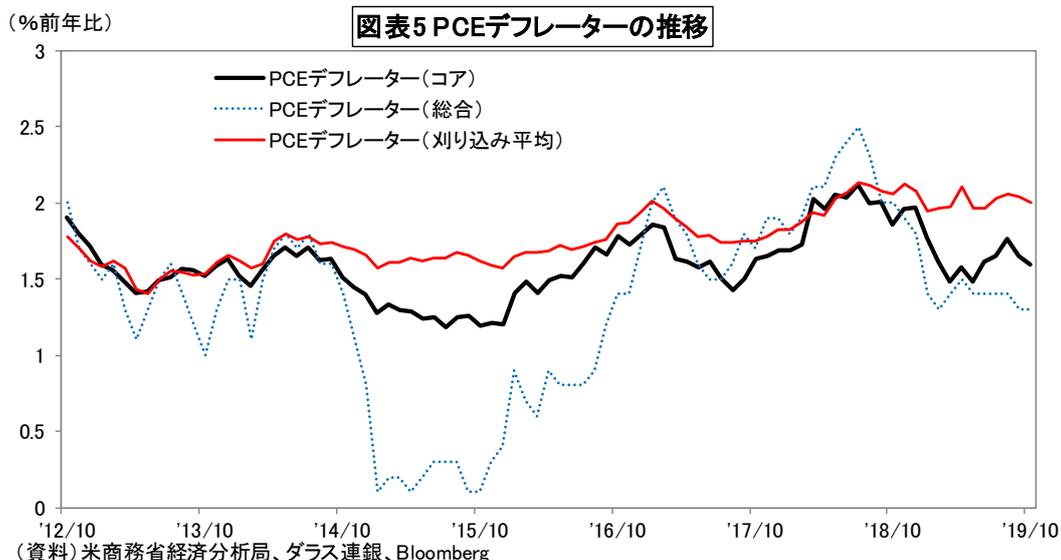
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

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。11月の賃金上昇率は10月から0.1ポイント鈍化し前年比3.1%となった。18年末から19年初にかけての同3.3~3.4%をピークに、上昇率は鈍化している。

FRBが重視するPCEデフレーターの10月分を確認すると、全区分では前年比1.3%、食品とエネルギーを除くコアは2ヶ月連続で鈍化し、同1.6%となった。ダラス連銀が公表している刈込平均PCEデフレーターによると、基調としては2%物価目標と整合的とも考えられるが、ニューヨーク連銀やミシガン大学の調査などからは、期待インフレ率が統計開始以来の最低水準付近で推移しており、インフレ率が今後も加速が続くとは考えづらい。

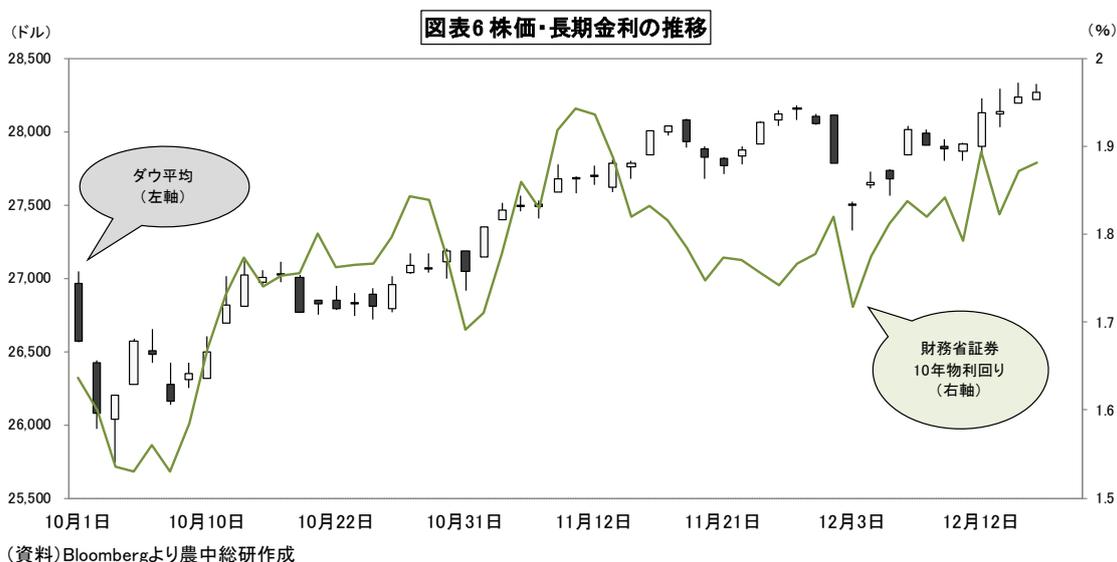
図表5 PCEデフレーターの推移



長期金利：12月前半と同様の1.8%前後と予想

最後にマーケットを概観すると、10月11日に「第一段階の合意」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。その後は通商協議への懸念が再燃するなかで、1.8%を中心とした推移となった。12月12日に米中が合意に達したとの報道を受けて利回りは一時1.9%まで上昇したが、13日以降は合意内容についての不透明感もあり、1.8%台前半から1.9%台半ばでのやや荒い動きとなっている。

先行きについても引き続き、米中通商協議に振らされる展開が続くだろう。また、中国の趨勢的な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12月前半と同水準の1.8%を中心としたレンジでの推移を予測する。



株式市場：緩やかな上昇傾向を予想

株式市場では、10月半ば以降、通商協議への楽観的な見方が強まるにつれて、上昇傾向で推移した。しかし、12月3日に対中追加関税を発動する可能性が示唆されたことで、ダウ平均は一時27,300ドル前半まで急落。その後は、「第一段階の合意」や雇用統計などの堅調な経済指標などが好材料となり株価は回復し、足元では史上最高値の更新が続いている。

先行きについては、逆イールドが解消したことや半導体市場や世界経済に底入れが意識されつつあることなどから、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や、合意内容に依然として不透明感が残っていることなどから、緩やかな上昇にとどまるのではないだろうか。

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	11/25 12/11	経済見通しに変化がない限り、金融政策を据え置く方針 FOMC後の記者会見にてハト派スタンス
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	11/19 12/13	金利の調節は適切。ダウンサイドリスクに警戒。 3.5%の失業率は持続可能。3回の利下げで経済は底堅い
	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	11/20 11/26	3回利下げ後の様子見姿勢を表明 ゼロ金利時に短中期金利の上限検討を。柔軟な平均物価上昇率目標が適切
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	11/5 11/14	イー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	11/12 12/13	インフレ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 米消費者を取り巻く環境は良い。
	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)	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?
FOMCメンバー 投票権なし	ローゼングレイン総裁 (ボストン)	1	11/18 12/17	インフレ率を押し上げようとするれば、金融の安定性が毀損する危険性を指摘 金融の安定について懸念。資産価格について考える必要がある
	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	11/26 12/17	労働市場はタイト。通商摩擦から、設備投資が先送りされている 経済見通しに大幅な変化がない限りは金利据え置きが妥当
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-3	11/13 11/21	マイナス金利導入にやや否定的 リセッションまではいかなくとも、通商摩擦と関税がリスク要因
	マスター総裁 (クリーブランド)	1~2	10/10 11/26	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 期待インフレは低くない。10月利下げは反対だが、きわどい判定(close call)
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
	ポスティック総裁 (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、ローゼングレイン総裁に代わり、マスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に投票権

(19.12.18 現在)