米国経済金融

金融引き締めが不十分な可能性も

～デフォルト瀬戸際の交渉が続く債務上限問題～

佐古　佳史

要旨

債務上限問題の期限が早ければ 6 月 1 日とも指摘されるなか、バイデン大統領とマッカーシー下院議長らの交渉が膠着状態となっていることから、米国債はデフォルト瀬戸際の状態が続いている。

19 日に公表が再開された自然利子率推計を利用して、テイラー・ルール型の政策金利水準と足元の政策金利を比較すると、依然として金融引き締めが不十分である可能性が指摘できる。インフレ率は FRB 目標値の 2 倍以上の水準で高止まりしており、直近のデータからは期待インフレが上振れしつつある可能性も考えられる。こうしたことから、政策金利を現在の水準（5.00～5.25%）から小幅に引き上げるか、ターミナルレートの据え置き期間を一段と長期化する必要性がありそうだ。

デフォルト瀬戸際の交渉が続く債務上限問題

早ければ 6 月 1 日にも連邦政府の資金が枯渇すると警告されるなか、債務上限をめぐるバイデン大統領（民主党）とマッカーシー下院議長（共和党）らの交渉は膠着状態が続いている。5 月 3 日に大統領経済諮問委員会（CEA）が公表したレポートによると、短期的なデフォルトであっても 23 年第 3 四半期に雇用は 50 万人減少、GDP は前期比年率▲0.6 ポイント、失業率は 0.3 ポイント上昇すると推計されている。

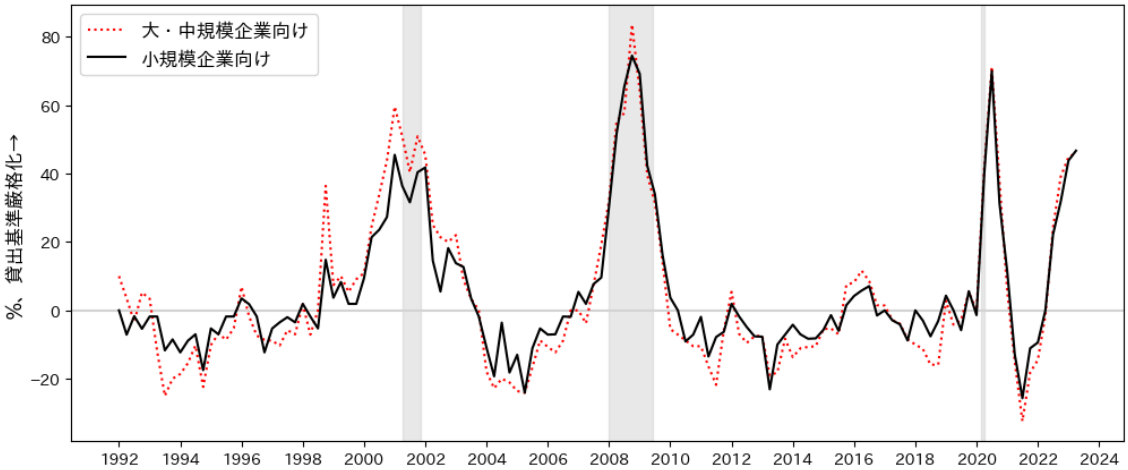
小幅にとどまった貸出態度の厳格化

FRB が 5 月 8 日に発表した上級銀行貸出担当者調査（SLOOS、調査期間は 3 月 27 日から 4 月 7 日）によると、足元では、銀行貸出態度が厳格化し、商工ローン需要は軟化したことが明らかとなった。ほぼすべての指標が金融環境の引き締まりを示唆しているものの、とりわけ商工ローン需要が軟化したと報告する銀行の比率の上昇が顕著だった。大・中規模企業向けの貸出需要は差し引き 55.6%（1 月調査では 31.3%）、小規模企業向けは 53.3%（同 42.2%）と大幅に軟化した。

一方で、銀行の貸出態度の厳格化は小幅にとどまったことから、シリコンバレーバンク銀行の破綻から生じた一連の金融不安が急速な信用収縮につながりつつあるわけではないことも明らかとなった。この点は安心材料といえるだろう。また、急速な流出が懸念された預金残高も足元では安定している。

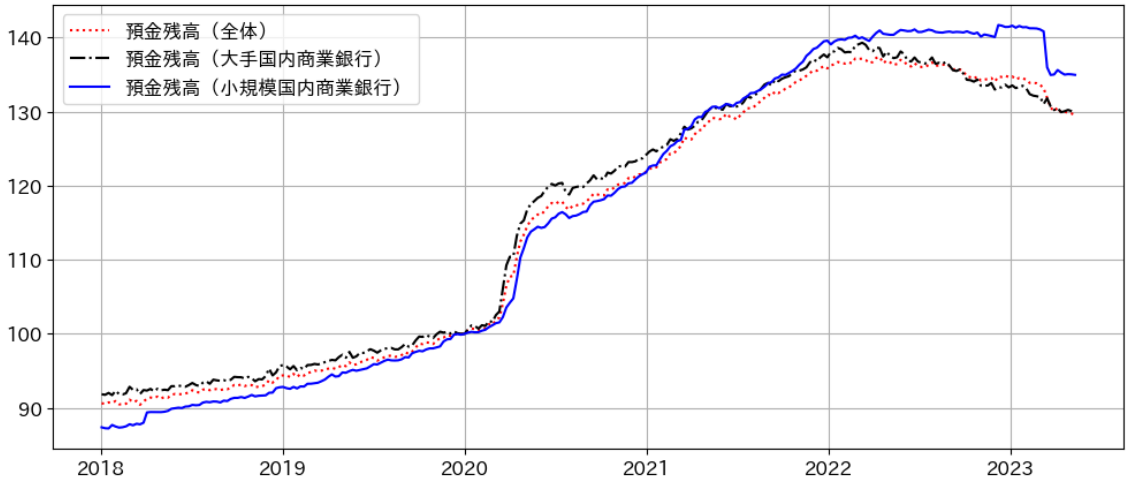
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表1 銀行貸出態度



（出典）FRB、NBER、FRED　（注）シャドー部分は景気後退期。

図表2 預金残高の推移 (2020/1/1 = 100)



（出典）FRB、FRED

非常に緩和的な金融政策となった21、22年

ニューヨーク連銀は5月19日、コロナ禍で停止していた自然利子率の推計を再開した。自然利子率が何を計測しているかという点については推計方法により違いがあるものの、ウィリアムズ総裁らが推計する自然利子率は、「長期的に経済を加速も減速もさせない政策金利の水準」として利用できる。最新値となる22年第4四半期の自然利子率は実質値で1.16%（両側推計）、物価目標の2%を加えると名目値で3.16%となった。

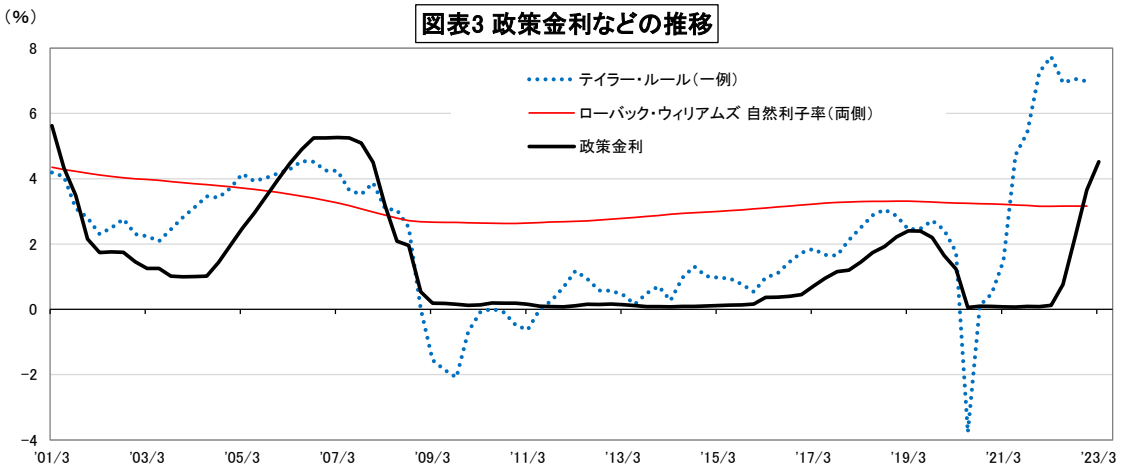
この自然利子率の推計値などを利用して、アトランタ連銀が提供するテイラー・ルール型の政策金利水準を検討すると、22年第4四半期の値は7%程度となった。こうした高い水準まで政策金利を引き上げる必要性については、政策金利の据え置き期間や今後のインフレ率とGDP成長率見通しなどに依存するため判断が分か

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

れるところだが、政策金利を現在の水準（5.00～5.25%）から小幅に引き上げるか、ターミナルレートの据え置き期間を一段と長期化する必要性がありそうだ。

23 年 5 月時点のデータに基づいてコロナ禍の金融政策を振り返って考えれば、テイラー・ルールとの乖離という意味で 21～22 年は非常に緩和的な金融政策が行われていたと判断できる。金融政策の効果が最大化されるまでである程度のラグがあることに鑑みて、これまでの緩和的な金融政策の効果が足元の 23 年第 2 四半期以降で最大化されることとなり、FRB によるインフレ抑制がなかなか奏功しない一因といえそうだ。

図表3 政策金利などの推移



（資料）ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、FRED （注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

利上げによる下押し圧力が継続

さて、経済指標を確認してみると、全体としては利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続しており、労働市場の過熱も抑制されつつあるとみられる。

4 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 3 月から 25.3 万人増と速いペースでの雇用増が続いている。また、失業率は 0.1 ポイント低下の 3.4%となった。平均時給は前年比で 4.4%、前月比は 0.2 ポイント加速の 0.5%となった。

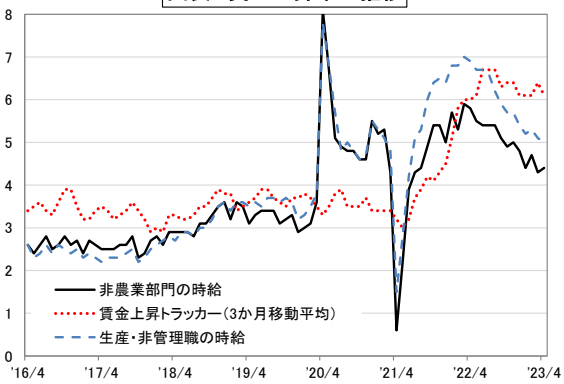
3 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 5.8%へ、自発的な離職率は 2.5%へ、いずれも低下した。全体としてみれば、労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持してよいだろう。

こうしたなか、コロナ対策として不法移民の即時送還を可能としていた「タイトル 42」が 11 日に失効したことに伴い、一日当たり最大 1.3 万人の移民が国境を超える可能性が指摘されている。また、永住ビザ発給数をみると 22 年度以降は概ねコロナ前と同水

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 https://www.nochuri.co.jp/

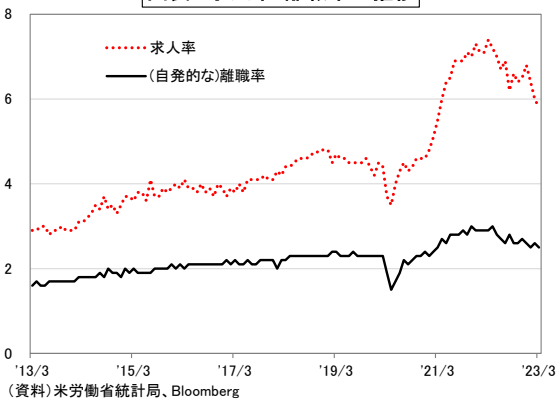
準となっていることなども、今後の労働市場のひっ迫度合の緩和に貢献しそうだ。

図表4 賃金上昇率の推移



(資料)米労働統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

図表5 求人率・離職率の推移

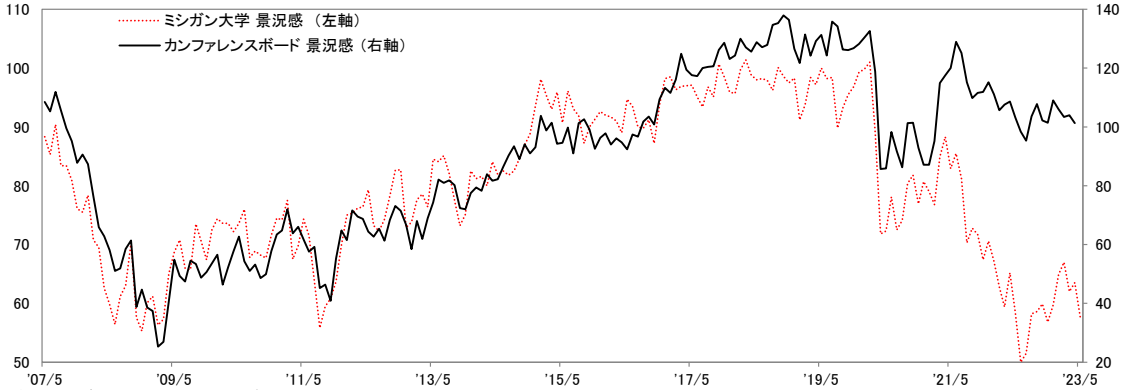


(資料)米労働省統計局、Bloomberg

個人消費をみると、3 月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.4%と 2 か月連続で減少、サービス消費は同 0.1%と 2 か月ぶりに増加し、全体としては 2 月から変わらずとなった。また、4 月の小売売上高は同 0.4%となったが、実質値でみれば前月からほぼ変化がないといえるだろう。全体としてみれば利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていることがうかがえる。

5 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、債務上限問題を含む経済に対する悲観的なニュースが広がったことから 9.1%低下した。加えて、1 年先の期待インフレ率は急上昇した 4 月から小幅に低下し 4.5%、長期期待インフレは 11 年以来の水準となる 3.2%へ上昇したこともミシガン大学から報告された。

図表6 消費者景況感の推移



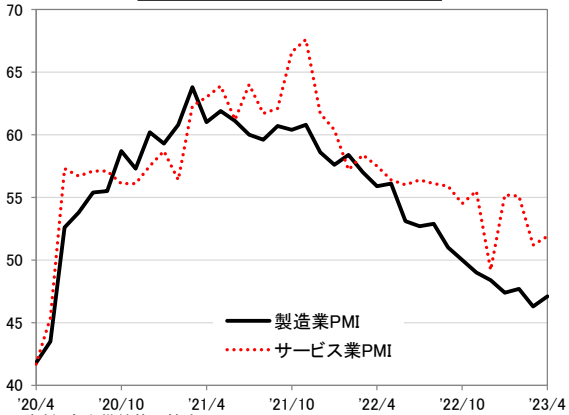
(資料)ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

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

ISM 指数はサービス業の拡大を示唆

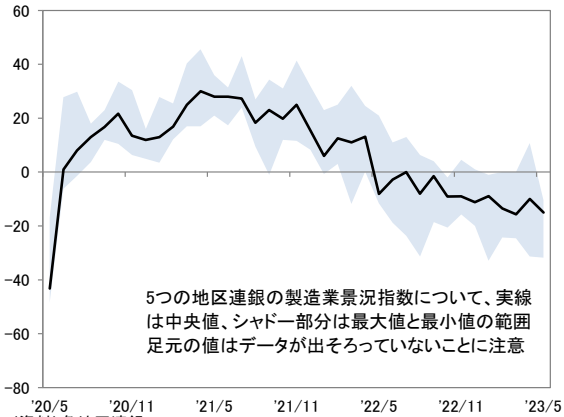
さて、ISM 指数を確認すると、5 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 0.8 ポイント上昇の 47.1%となったものの 6 か月連続で縮小傾向を示した。他方、サービス業指数（サービス業 PMI）は同 0.7 ポイント上昇の 51.9%と 4 か月連続で拡大傾向を保っている。製造業 PMI の価格指数は同 4.0 ポイント上昇の 53.2%となり、低下傾向から上昇傾向へ変化した。全体としてみると、リセッション懸念を支持する内容とはいえないだろう。

図表7 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表8 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

中断しつつあるインフレ率の抑制

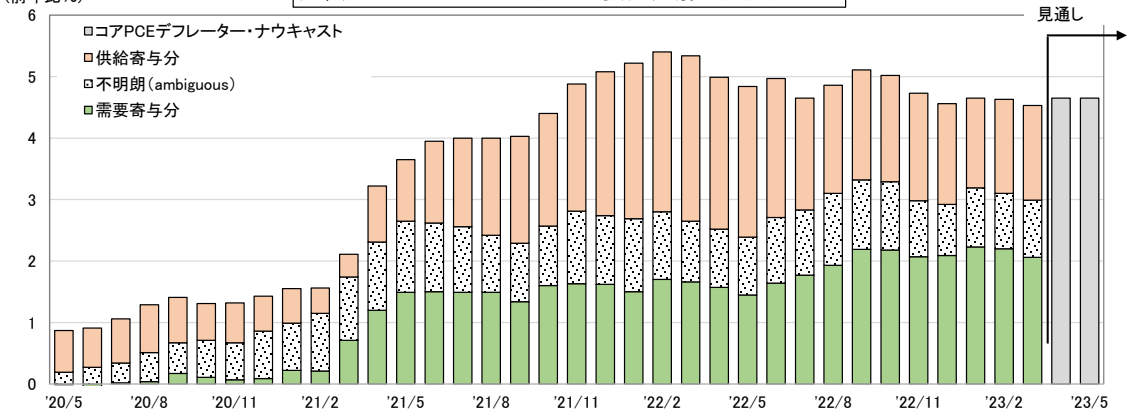
インフレ率をみると、3 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.6%と 2 月の同 4.7%から鈍化、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは 2 月から変わらずの同 4.7%となった。また、4 月の消費者物価指数（CPI）はエネルギーが前月比 0.6%と再上昇したことから、総合は同 0.4%となった。一方でコアは 3 月から変わらずの同 0.4%、住宅サービスは 0.2 ポイント鈍化の同 0.4%となった。全体としては、4 月はインフレ率の鈍化が進展しなかった印象を与えた。

なお、4 月の消費者物価指数から「住宅を除くコア・サービス」に該当する各項目について、前月比でのインフレ率を確認すると、同セクターのインフレ率が 3 月からほぼ変わっていないか、小幅に再加速した可能性が示唆される。

また、4、5 月のデータからは、期待インフレ率が上振れしつつある可能性も示唆され、インフレ抑制を目指す FRB としては懸念材料といえるだろう。

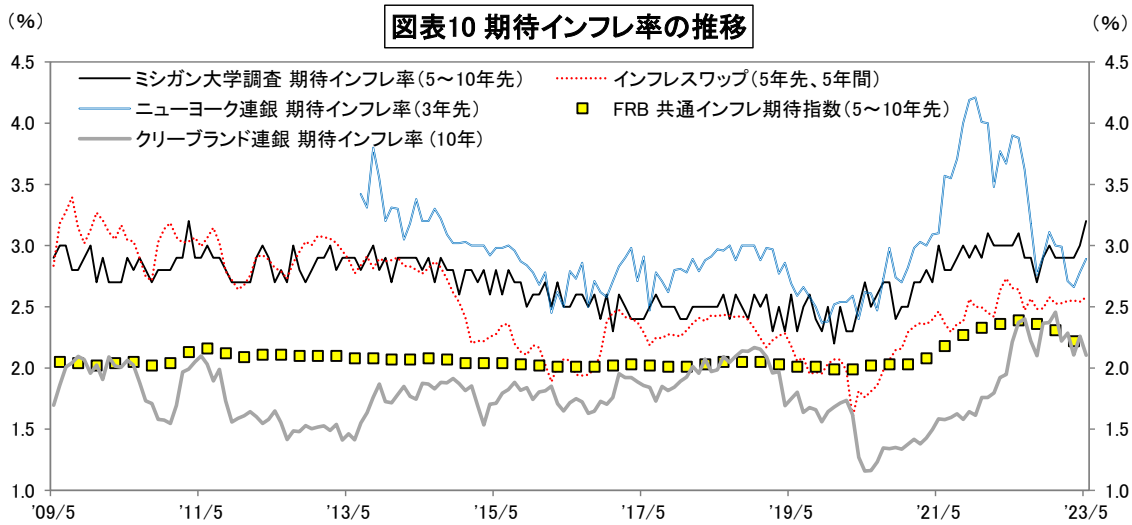
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表9 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



(資料)サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

図表10 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg (注)共通インフレ期待指数は四半期データ。

景気の先行き：後ずれする見込みの景気下押し圧力

足元では債務上限問題の解決のめどが立っていないが、米議会はデフォルトを回避するとの想定の下で、今後の見通しを考えてみたい。

足元のインフレ率は FRB の目標値である前年比 2%の倍以上の水準で高止まりしている。このため、金融引き締めの継続と景気減速の長期化は避けられない環境にあるだろう。また、サービスセクターの労働市場は利上げに反応しにくいとの指摘もあり、金融引き締め効果が後ずれしているようだ。こうしたことから、景気への下押し圧力が強まる時期も後ずれし、23 年半ば以降となりそうだ。

しばらくは低成長とインフレ率の鈍化が並行することで、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一歩手前のような景気が続くと思われる。

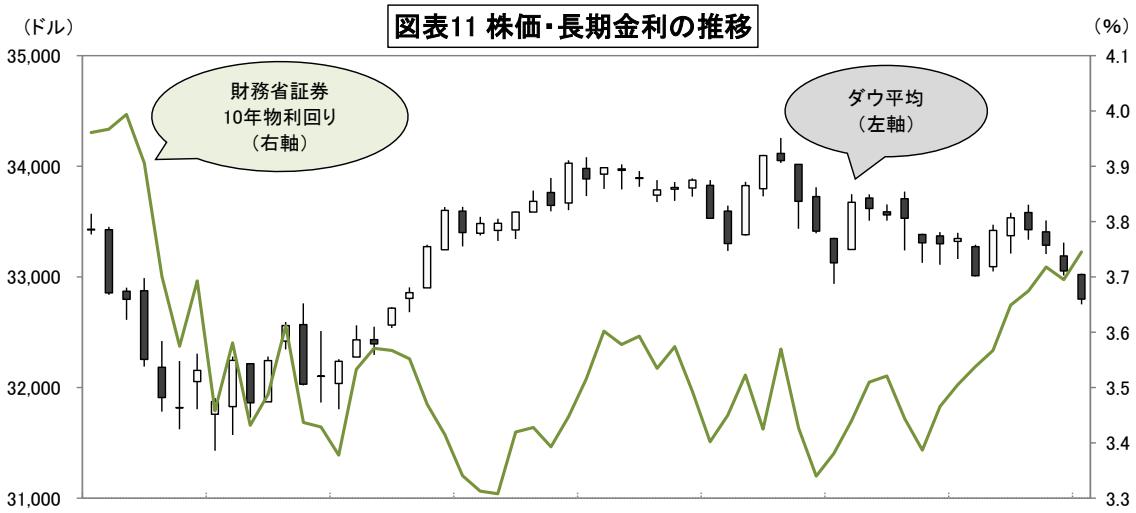
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

デフォルト瀬戸際の交渉から、長期金利は高止まり

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では3月10日のSVB破綻に端を発する金融不安から米長期金利（10年債利回り）は急低下した後、変動幅の大きな展開となった。4月入り後は、景気後退懸念から一旦3.3%付近まで低下したものの、雇用統計が堅調だったことなどから長期金利は再び上昇。以降は3.5%前後での推移となったが、足元では債務上限問題への懸念や米国債の格下げの可能性が浮上したことで3.7%まで上昇した。

先行きについても、債務上限問題が解決されるまでは長期金利が低下する見込みはなさそうだが、今後もデフォルト瀬戸際の交渉が続くと思われるため、長期金利は高止まりするだろう。

図表11 株価・長期金利の推移



（資料）Bloomberg

株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、金融不安からリスクオフが強まったことでダウ平均は大きく下落し、3月半ばにかけて32,000ドルを挟んだ取引となった。その後は、金融不安が沈静化したことや雇用統計において米労働市場の堅調さが改めて示されたことなどから反発し、4月末には34,000ドルを回復した。一方、5月は債務上限問題が意識され、上値が重い展開となった。

先行きについては、23年7～9月期までは企業収益の伸びは低調と予想されていることや、金融引き締めの継続が見込まれることに加えて債務上限問題もあり、引き続き上値の重い相場が続くと予想する。（23.5.25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