

2016年後半の米国経済と 金融政策の行方

三菱東京UFJ銀行 グローバルマーケットリサーチ
シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



失業率は4.7%まで低下し、インフレ面は上方向も下方向も不安は小さい。しかし、米国の景気指標の中に、勢いの鈍ってきているものがある。それをもたらしているのは、これまでの米国の金融政策が、引き締め効果を発揮しているという見方ができる。Fedは、利上げに進む意向を持ち続けそうであるが、それは、自分の足を撃つことになりかねない。また、米国経済にとっては、必要な政策であるにしても、世界経済に停滞色が見える中で、そのエンジン役である米国経済の勢いが鈍る意味合いも重い。さらに、今回の大統領選挙

には特有の不透明がある。その中で米国経済の行方を展望してみたい。

■ 1. 迅速に危機を離脱、目下の米国の経済パフォーマンスは良好

米国経済は、グローバル金融危機から驚異的な迅速さでの立ち直りを見せた。日本がその端的な例であるが、大きな金融危機に遭遇すれば、長い停滞に陥ることが少なくない。しかし、今からふりかえると、100年に一度か二度かの金融危機から、米国経済は短時間で立ち直った。失業率は既に4.7%まで低下している。見方によっては、完全雇用を達成しているとも言える。自動車販売は前回のブーム期と比べて遜色のない水準で推移している。経済成長率は、最近、アトランタ連銀のGDP Nowの推計によると、この第2四半期は2.6%という数字になっている。右肩上がりの経済成長を取り戻している。

— 〈目 次〉 —

1. 迅速に危機を離脱、目下の米国の経済パフォーマンスは良好
2. 減速の動きをもたらしているのは、「金融引き締め」
3. 継続利上げを言うFedの金融政策は成立するか

また、インフレの状況も、日欧に比べるとはるかに良い状態と言える。一般物価でインフレ目標の2%を超える上昇までには距離がある。しかし、賃金上昇があるし、原油価格が底入れしているので、デフレ方向も心配は非常に小さい。日欧と比べれば、物価面のパフォーマンスも良好と言える。

■ 2. 減速の動きをもたらしているのは、「金融引き締め」

その順調に見える米国経済について、ふたつの懸念がある。第一は、戦後、リーマンショック前まで、米国経済は3%強の成長を続けてきた。石油危機、ITバブルの破裂などあっても、それを跳ね返して3%強の成長軌道にもどっていたのに、今は、それができていない。長期停滞の罠に陥っている脅威である。何よりも、その懸念が大きくあらわれているのが、労働生産性成長率の低位推移である。これは、金融政策の進め方について判断の難しい意見対立を引き起こしている。

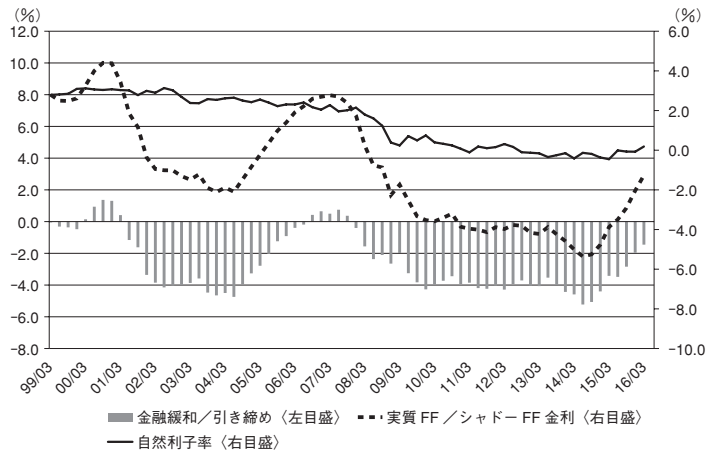
第二は、ここへきて、経済指標の中に動きが鈍っているものが散見されることである。景気先行指数を前年同月比でみると伸び率が下がりだしている。設備投資の意欲を反映する耐久財受注の数字も実質化してみると、減速が始まっている。そして、雇用である。6月3日に発表された非農業部門雇用者数は、大手電話会社のストの影響があつての数字ではあるが、3.8万人の増加という弱い数字に

なった。この数字が、“Fluke”と言われる一時的な振れと言えるか判定できないところではあるが、過去3ヶ月の平均でみると、低下が続いている。そして、数多くある労働関連の指標をもとに、ひとつの数字で労働情勢を示す労働市場情勢指数(LMCI)が、ここへきて連続して大きな低下になっている。また、マクロの統計でみると企業収益は落ち込みになっている。

問われるべきは、なぜ、ここへきて、そうした指標の軟化が見えるかである。NBER(全米経済研究所)の認定によると、米国景気の底は2009年6月であり、既に7年が経過している。景気拡大の成熟に到達して、勢いを欠くようになってきているのは、自然かも知れない。しかし、ここでは、注目すべきは、金融政策である。

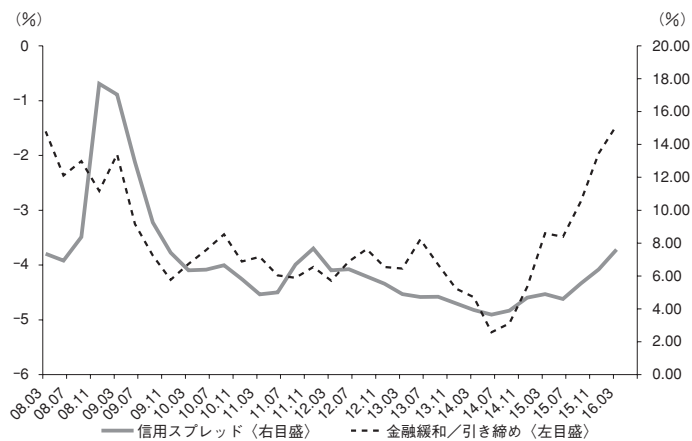
Fedは、2008年12月に政策金利であるFF金利の誘導目標を0~0.25%とし、実質的にゼロ金利政策を始めた。一方で、量的緩和と、利上げをしないことを伝えることで将来のFF金利への期待形成を通じて緩和効果を出すフォワードガイダンスで、金融緩和を進めた。そして、危機モードがやわらいだことをみて、2013年5月に上下両院合同経済委員会で、当時のバーナンキFRB議長が量的緩和の拡大を小さくすることを表明、その後1年半かけて、量的緩和の拡大をやめた(Tapering)。そして、危機対応の過大な緩和はもはや不要であり、弊害が出る可能性もあるので、金融政策の正常化を標榜し、量的

(第1図) 金融緩和／引き締めの足取り



(資料) 米商務省、FRB、アトランタ連銀、サンフランシスコ連銀のデータ
により、三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

(第2図) 金融政策と信用スプレッド～「引き締め」とともに信用スプレッドが拡大

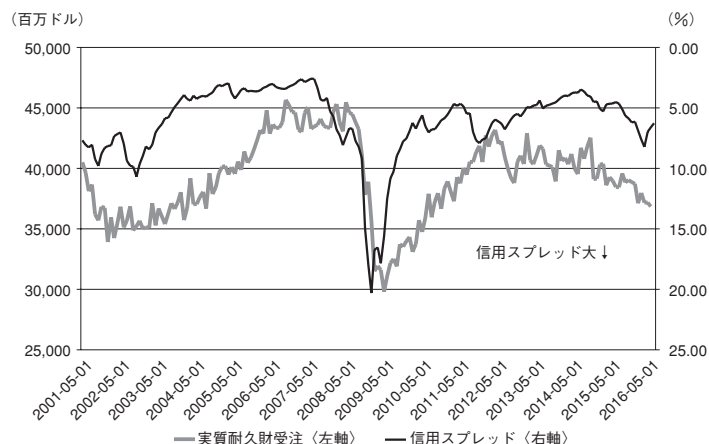


(資料) 米商務省、FRB、アトランタ連銀、サンフランシスコ連銀、ブルームバーグ
収録のデータにより、三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

緩和拡大停止の次のステップは利上げである
とした。2015年は1年かけて、利上げ開始
(Lift Off) を言い続けたが、年末になってよ

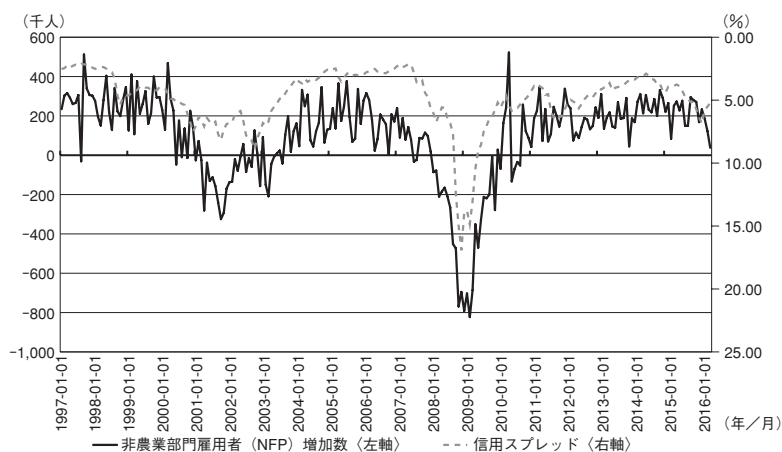
うやく0.25%を引き上げただけで、その後、
徐々に(Gradual)継続的に利上げを続ける
と言いながらも、結局、第2次利上げはでき

(第3図) 信用スプレッドと設備投資 (実質耐久財受注)



(資料) 米商務省、労働省、セントルイス連銀FRED収録のデータにより、
三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチ作成

(第4図) 信用スプレッドと非農業部門雇用者増加数



(資料) セントルイス連銀、ブルームバーグ収録のデータにより、三菱東京UFJ銀行
グローバルマーケットリサーチ作成

ないまま今に至っている。

この間の動きが、どれほどの緩和であり、
また引き締めであったかをみるツールがシャ
ドーフ金利である。シャドーフ金利は、観

察可能な市場の金利の動きからイールドカー
ブの起点である短期金利を仮想的にマイナス
圏に低下することで計算されるものである。
このシャドーフ金利がアトランタ連銀のHP

で公表されてきた（注：FF金利がプラス圏に戻ったので、本年1月で更新は停止されている）。これで見ると、量的緩和の拡大の停止と先行きの利上げ見通しによるFF金利のパスを誘導するフォワードガイダンスで、結構強い「利上げ」がなされていたことになる。このFF金利とシャドーFF金利の系列（A）から、FRBの計算する5年先から5年の期待インフレ率（B）を差し引くことで実質化し、この実質FF金利／シャドーFF金利と自然利子率（C）との差で、金融政策がどういう緩和、引き締めの状態であったかを、非通常型金融政策になっても通常の金融政策の時点からの連続で追跡できる。

この金融緩和／引き締めの度合いが、非通常型金融政策の時間帯では信用スプレッドの推移と強い連動がみえる。信用スプレッドが、設備投資、非農業部門雇用者数の変動を左右しているように見える。すなわち、非通常型金融政策のもとで、量的緩和の拡大を縮小すること、利上げの期待形成をはかったことで、「引き締め」効果が発揮されたという様子が見える。バーナンキ前FRB議長は、批判を受けたが、結局、彼の行った非通常型金融政策は効果を発揮したと言って、退任した。その緩和効果を発揮した政策の歯車が、逆に回れば、今度は引き締め効果を発揮するかも知れない。非通常型金融政策について、悩ましい問題が、この引き締め方向の効果がどれだけ強いのか、明瞭に見えないことである。

■ 3. 継続利上げを言うFedの金融政策は成立するか

この6月3日に発表された5月の雇用統計で、非農業部門雇用者増加数が3.8万人という弱い数字であった。このことにより、当座の利上げは見送られたが、その前の段階で6／7月の利上げ再開が秒読みに入っていた。FOMCの示す経済見通しがはずれていたわけではないので、Fedは継続利上げの方針を変えられないだろう。

それでは、継続的に利上げを進めるとどうなるであろうか？生産性の回復で自然利子率が上昇するとみていて、それによって引き締めは強まらないというのが、Fedの言い分となろう。しかし、自然利子率は趨勢的に低下してきている。生産性を高める源の設備投資は弱まっている。景気拡大の成熟が見える中で、利上げ継続は、Fedが自分で自らの足を撃っていることになる。

米国の景気循環をNBERの基準日付でみると、今次の回復、拡大は84ヶ月の長期間になっている。その中で、2018年まで利上げを続けていくというFedの方針は、現実的に見えない。実際、量的緩和の拡大の解除には1年半を要した。その次の利上げも1年かけて0.25%であり、その後は2016年中に4回の利上げの方針を撤回して2回にした。そして、利上げの再開もできないまま半年を経過させてしまった。言うだけの利上げはできていな

い。また、米国経済の動きに加えて、Fedは、国際情勢への関心を強めている。中でも、6月23日の英国で行われたEU（欧州連合）からの離脱の是非を問う国民投票が、離脱という結果に至ったことは、米国の利上げを一段と難しくする可能性がある。英国のEU離脱問題が経済に影響を与える経路は、三つある。

第一は、いつどういう条件でEUを離脱するのかが多くを今後の英欧間の交渉に負うところがあり、非常に不透明であることである。この状態では投資が萎縮する。今年の世界経済の成長率は3.2%と見込まれていて、世界不況の警戒ラインの3%間際である。ここに、英国のEU離脱問題発のストレスが加わることになる。

第二は、欧州統合の流れをとめかねない動きになる心配である。離脱のドミノ化が懸念される。2017年問題といわれるとおり、蘭仏独で重要選挙がある。どの国でも反統合の勢力が、相応に支持を受けている。特に心配がなされているのが、単一通貨を用いる国の中で離脱の動きが出てきたときである。EUの加盟国であってもユーロ圏ではない英国の離脱とは次元の違う話になり、欧州統合、ユーロが根底から揺さぶられる。これは、今日の国際金融システムの土台を揺るがすことになる。

第三は、保護主義の台頭である。真の要因が貿易の開放、移民の流入によるものではないとしても、自分の苦難が、その結果にみえてしまうと、有権者は保護主義を支持してしま

う。それは、経済の停滞をもたらす。

英国のEU離脱が具体的に動き出すのは、新首相が決まってからであろう。そうすると、それまで不透明がつのるばかりである。

さらに米国の大統領選挙がやってくる。幅広くシナリオを想定し、想定からはずれる事態への準備が必要であろう。

