

Weekly エコノミスト・ レター

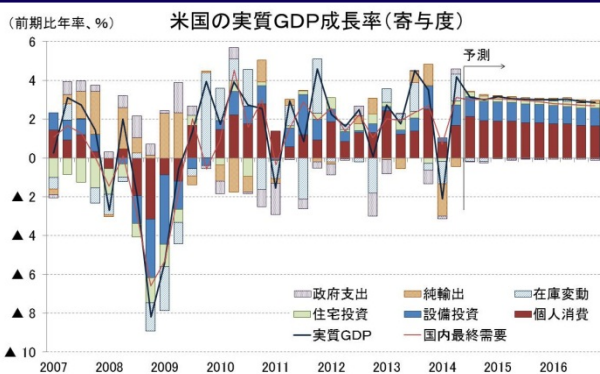
米国経済の見通し

—果たして、賃金は上昇するのか？

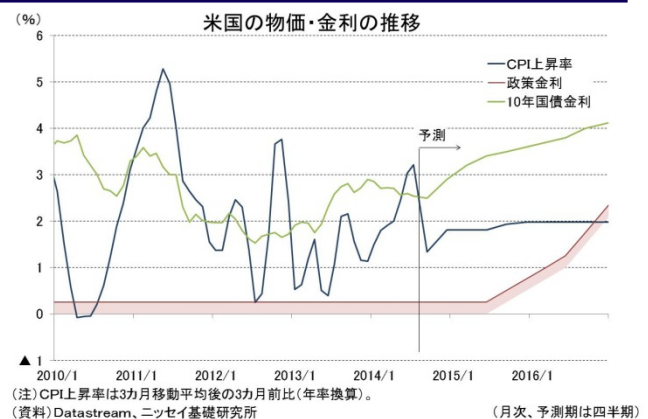
経済研究部 研究員 高山 武士

(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 米国経済は 1-3 月期に寒波の悪影響でマイナス成長となったが、4-6 月期には力強い反発を見せた。家計、企業ともにセンチメント指標が非常に高い水準に達しており、今後とも 3%前後の安定的な成長が期待できる。
2. 住宅需要の低迷と賃金上昇率の鈍さは、引き続き米国経済の懸念材料として存在している。しかし住宅市場は住宅価格が一服するなど、需要が高まりやすい地合いであり、今後は緩やかに改善が進むと見ている。賃金についても上昇圧力は弱い。これは金融危機後の労働市場の急速な悪化に対し、賃金は「下方硬直性」のために悪化が進まず、逆に労働市場の改善する段階でも賃金に上昇圧力がかかりにくい状況にあること（いわゆる「ペントアップ賃金デフレ」）が考えられる。ただし足もとは、こうした「ペントアップ賃金デフレ」からも脱する段階にあると見ている。
3. 金融政策については、10月のFOMCで新規の資産購入が停止され、量的緩和が終了する見込みである（テーパリングの終了）。すでに注目は金融引き締めに集まっており、FRBも出口戦略の準備を周到に行っている。利上げの技術的な課題はほぼ克服していると見ているが、実際の利上げは賃金上昇率が安定的に高まる2015年9月と想定している。
4. 長期金利は、ECBが金融緩和を強化しているなどの影響で低い水準が続いているが、今後は、米国が金融引き締めに進むため上昇圧力が高まると見ている。
5. リスク要因としては、引き続き海外経済の成長鈍化や資産価格の低迷が挙げられる。特にFRBが金融緩和から引き締めに移行する段階で金融資産の価格が不安定な動きをする可能性がある。株の下落は、資産効果による消費の押し上げ効果の剥落を通じて、実体経済にも影響を及ぼすため、注意が必要。



(四半期)



(月次、予測期は四半期)

1. 米国経済概況・見通し

まず、米国経済の概況と見通しについて述べたい。

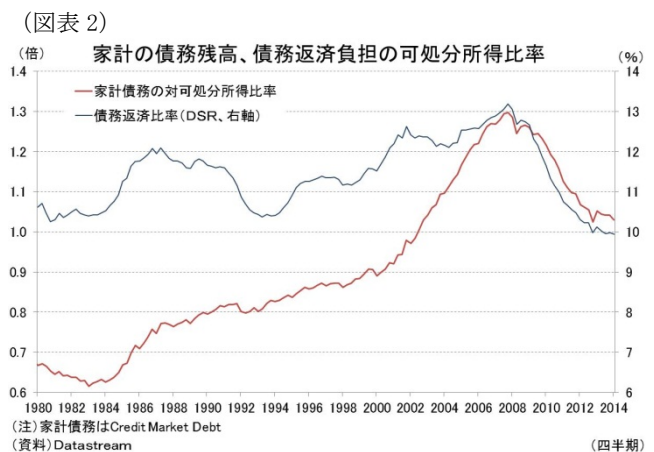
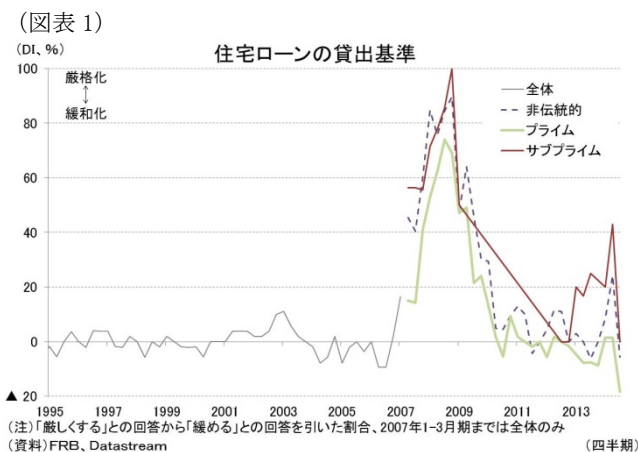
米国経済は、4-6月期の実質成長率が年率換算で+4.2%（2次改定値）となり、寒波で落ち込んだ前期（同▲2.1%）から反発した¹。GDPから在庫と外需（純輸出）を除いた国内最終需要で見ても前期比年率+3.1%（前期：同+0.7%）を記録しており、力強い内需が存在することが読み取れる。米経済は、無事に寒波を乗り越えて成長軌道に復したと言って良いだろう。

足もとの月次指標を見ると、個人消費や生産指数、耐久財受注などは反動増を経て、伸び率が一服した感もある（後掲図表7・17・19）。しかし伸び率自体は高く、センチメント指標が高水準で推移していることから（後掲図表9・18）、今後も持続的な成長軌道を描く公算が高いと見ている。

多くの経済統計が米経済の好調さを示すなかで、懸念材料となっているのは、住宅市場の低迷と雇用の「質」の改善の遅れである。

このうち前者の住宅市場に関しては、これまで金融機関が住宅ローンの貸出に慎重な姿勢を見せており（図表1）、また、家計も金融危機によって毀損したバランスシートを修復する必要があったために（図表2）、住宅需要が伸び悩んできたという側面がある。しかし、すでに家計のバランスシートは健全な状態まで回復しており、家計の購買力は上昇している。足もとでは住宅価格に一服感が見られるほか（後掲図表14）、金融機関の貸出態度もやや緩んできた感がある。加えて、米国は人口が増えているため、住宅需要が減少していく構造にはない。そのため、住宅市場の回復が途切れることは想定しにくく、ゆっくりながらも改善していくと予想している。

なお、家計のバランスシート改善が進んでいるため、住宅販売の改善ペースが遅いことは必ずしも家計の消費力低下を意味しない。むしろ家計が過度な借入に依存した（レバレッジをかけた）投資を実施していないため、持続的な個人消費の伸びが期待できるという側面もある。住宅需要の回復の遅れは懸念材料ではあるものの、米国経済の改善を妨げる要因とはならないと言える。



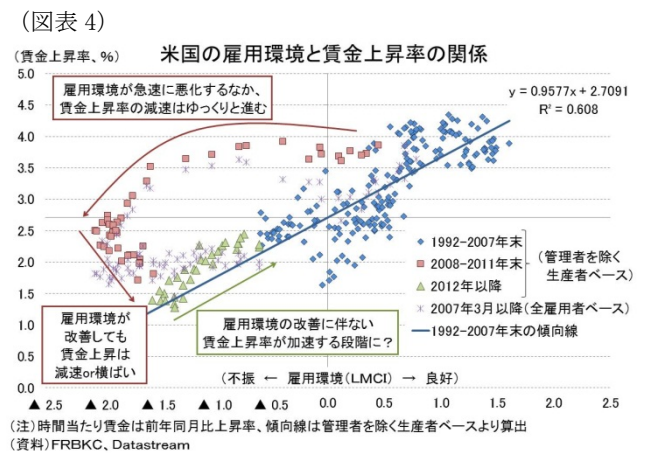
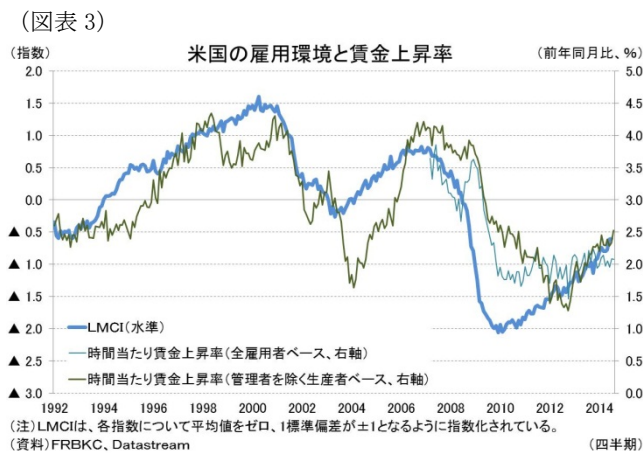
後者の懸念材料である雇用の「質」に関しては、イエレンFRB議長が最も重視するものでもある。利上げ時期を大きく左右する材料となるだけに、市場からの注目度も高い。雇用の「質」を示す指標は数多く存在しているが、なかでも賃金上昇率は最も注目される指標だろう。インフレ率がやや上向いてきことから、賃金に上昇圧力が生じれば、他の雇用の「質」に関する指標がやや悪くても利上げに踏み切らざるを得ない状況が想定されるためだ。

¹ 経済統計について、本稿では特に断りの無い限り、季節調整済の系列を使用する。

ただし、現在のところ賃金の上昇圧力は強くない。そのため、今後、米経済の改善に伴って賃金の上昇圧力が生じるのか、はひとつの注目点でもある。

どのタイミングで賃金上昇の加速が顕在化するのかを予測することは容易ではないが、以下ではイエレン氏がジャクソンホール講演で言及した、「賃金の下方硬直性」の存在が賃金上昇圧力の弱さを引き起こしている（いわゆる「ペントアップ賃金デフレ」が発生している）という視点から賃金の動向を考えたい。そして本稿のメインシナリオとしては、足もとで「ペントアップ賃金デフレ」も解消される段階にあると見ている。

これを説明するために、最近カンザスシティ連銀が作成・公表している、労働市場の状況を「量」と「質」の両面から捉えた指標である労働市場情勢指数（LMCI）²を利用して、雇用情勢と賃金の関係について見ていく（図表3・4）。



まず、図表3を見ると1990年以降は雇用情勢（≒ LMC I）と時間当たり賃金は、ほぼ連動して動いてきたことが分かる。ただし、金融危機後の2009年から2010年にかけては、雇用情勢の悪化が急速に進む一方で、賃金上昇率の鈍化はゆっくりとしか進んでいない。これが、「賃金の下方硬直性」である（図表4の□印前半、*印前半）。

そのため、その後に雇用情勢（≒ LMC I）は改善に向かっても、賃金については下方硬直性の存在で減速が進まなかったために、その反動で雇用情勢の改善にもかかわらず賃金伸び率は改善しないという状況が起きている（図表3、4の□印後半、*印後半）。これが「ペントアップ賃金デフレ」である。

こうした解釈は、あくまでも現状の賃金上昇圧力の弱さを説明するひとつの仮説であり、今後の賃金上昇を担保するものではない。しかし、現在の状況を比較的上手く捉えているように思える。そして、現在の雇用情勢を見ると、「ペントアップ賃金デフレ」がほぼ解消される段階にあると言える（図表4の△印、*印終盤）。

カンザスシティ連銀は、2015年後半に労働市場が長期平均（図表3中の左軸ゼロ線に相当）に復すると見ており、本稿のメインシナリオでも、カンザスシティ連銀の想定に沿う形で2015年後半にかけて賃金が3%に向かって上昇していくと予想している。

金融政策については、利上げを含めた出口戦略についてのFOMCの正式な見解が、年内に「出

² 労働市場に関する24の月次統計から作成した加工統計。失業率や民間雇用者数の増加率のほか、経済的理由によるパートタイマー、長期失業率、週当たり賃金上昇率、週当たり労働時間、求人率、離職率、企業の雇用意欲、労働参加率などの指標が採用されている。このカンザスシティ連銀が公表しているLMCIとは別にFRBも19の指標を用いたLMCIを作成、レポートを公表している。

「出口戦略の原則」の修正版（原案は2011年）という形で公表される予定である。現在、すでに種々の議論がなされており、「利上げは超過準備金利の引き上げやリバースレポなどの補助的手段を活用する」「利上げ後も当面の誘導目標はレンジで設定する」「保有資産のうち償還分の再投資停止（削減）は利上げ後に実施する」などの内容が盛り込まれる可能性が高いと見ている。

本稿のメインシナリオとしては、米国経済の改善と賃金上昇率の加速を背景に、2015年9月に利上げに踏み切り、政策金利（FF金利の誘導目標）は現在の0-0.25%から0.25-0.50%まで引き上げられると予想している。

なお、利上げは、莫大な超過準備を抱えた状態で実施されることになり、これは先進国としては前代未聞の領域に踏み込むことになるが、FRBは量的緩和からの出口に向けて様々な準備を進めており、利上げに際しての技術的な側面での障害はほぼ解消されていると考えている。

長期金利に関しては、現在のところ低い水準での推移が続いている。しかし、米国の堅調な成長が確認され、テーパリングが終了し、「出口戦略の原則」の修正版が公表されるなど、出口に向けた動きが着実に進むなかでは、上昇圧力が強まっていくと見ている（図表5、表紙図表右）。

(図表5)

米国経済の見通し

		2013年	2014年	2015年	2016年	2014年				2015年				2016年			
		(実)	(予)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	2.1	3.1	3.0	▲2.1	4.2	3.1	3.0	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9
個人消費	前期比年率、%	2.4	2.3	2.8	2.6	1.2	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4
設備投資	前期比年率、%	3.0	6.1	7.5	6.8	1.6	8.4	7.6	7.6	7.6	7.3	7.3	7.0	6.8	6.6	6.4	6.4
住宅投資	前期比年率、%	11.9	2.2	8.1	7.7	▲5.3	7.2	8.4	8.3	8.3	8.1	8.0	7.6	7.6	7.6	7.6	7.4
在庫投資	寄与度	0.1	0.1	0.0	0.0	▲1.2	1.4	▲0.2	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.0	▲0.0	0.1	0.1	0.0	▲0.0
純輸出	寄与度	0.2	▲0.3	0.0	0.1	▲1.7	▲0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.5	1.8	1.9	2.0	1.9	3.0	1.3	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
失業率	平均、%	7.4	6.3	6.0	5.9	6.7	6.2	6.1	6.1	6.1	6.1	6.0	5.9	5.9	5.9	5.9	5.8
FFレート誘導目標	期末、上限、%	0.25	0.25	0.75	2.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.75	2.25
10年国債金利	平均、%	2.3	2.7	3.4	3.9	2.8	2.6	2.5	2.9	3.2	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	4.0	4.1

(資料) Datastream、ニッセイ基礎研究所

以上のメインシナリオに対するリスクシナリオとしては、海外経済の成長鈍化や米国資産価格（株価や住宅価格）の低迷が挙げられる。

海外経済の成長鈍化としては、具体的には、中国の不良債権問題や不動産投資の不振を受けた景気鈍化などが要因として考えられる。これは輸出の低迷を通じて成長率を押し下げる要因となる。

資産価格の低迷は、具体的にはウクライナや中東といった地政学的リスクが緊迫化することで起こり得る。また、FRBが金融緩和から引締めに移行する段階で国内外の金融資産価格が不安定な動きをする可能性も指摘できる。株の下落は、資産効果による消費の押し上げ効果の剥落を通じて、実体経済にも影響を及ぼすため、注意が必要。

地政学的リスクの高まりは、原油価格をはじめとする商品価格の上昇をもたらす可能性があるが、現在のところ商品価格は安定しており、米国に限れば、シェールオイルなどエネルギー供給量が増えているため、こうした供給要因による価格上昇リスクは限定的と考えている。

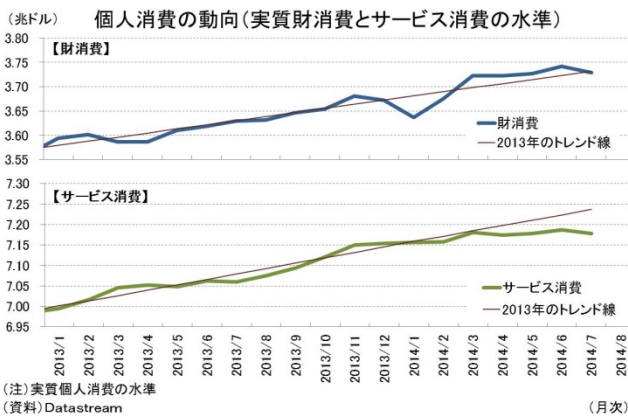
では、以降ではやや細かく米国経済の状況と見通しについて述べていきたい。

2. 実体経済（需要項目別）の動向

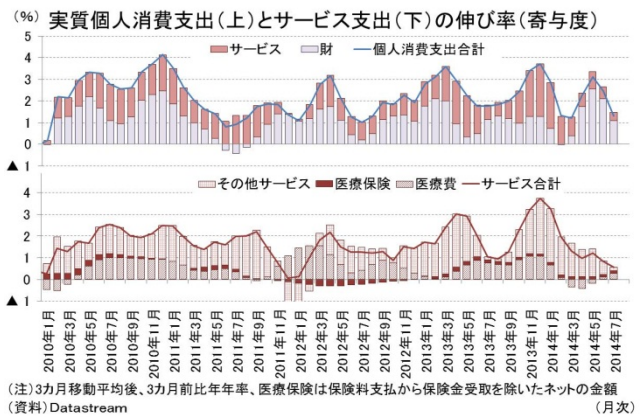
（個人消費）安定的な伸びが見込める

個人消費の現状を確認すると、寒波の影響により1・2月に財消費が大きく減速したものの、3月以降には反動増が見られている（図表6）。ただし、足もとでは、財消費が活発化する一方でサービス消費の伸びがやや鈍化しており、個人消費全体で見た伸び率もやや減速している（図表7）。サービス消費に関しては、今年4月にオバマケアの本格実施がされたことで、医療支出の増加が期待されていたが、実際には目立った支出の増加は観察されていない。

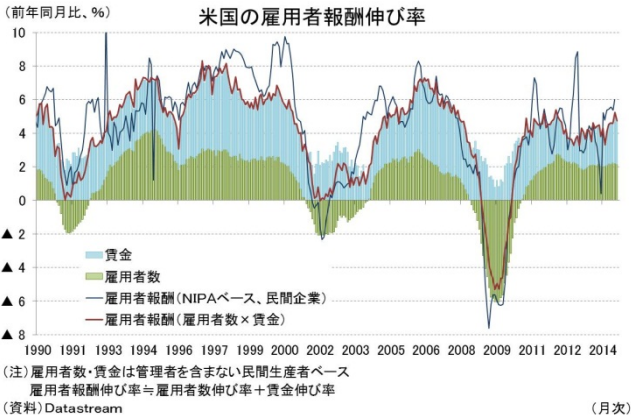
（図表6）



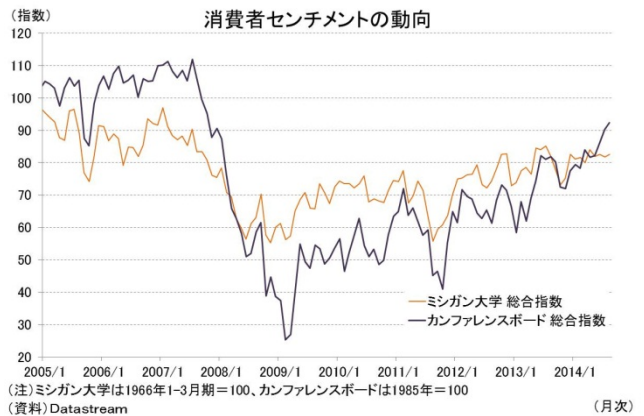
（図表7）



（図表8）



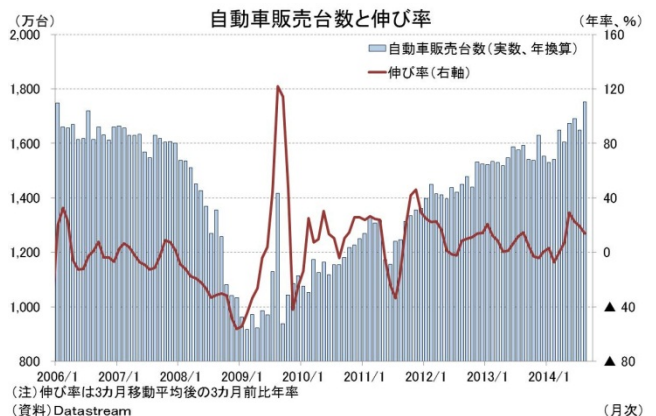
（図表9）



今後の個人消費の動向に関して展望すると、雇用者数が増加していることで、雇用者報酬（＝賃金×雇用者）の上昇率が4%前後を維持できていること（図表8）、株を中心とした金融資産価格が上昇していることが個人消費を支える要因になると見られる。また、家計の景況感が非常に良好であり（図表9）、住宅ローンを除けば消費者ローンなど借入の動きも見られることから、家計の消費意欲は旺盛であると言える。こうした状況を踏まえると、今後も改善が続くことが期待される。

財消費については、これまで伸びを牽引してきた自動車販売が、6カ月連続で1600万台（季節調整済年換算）を記録しており、8月には1700

（図表10）

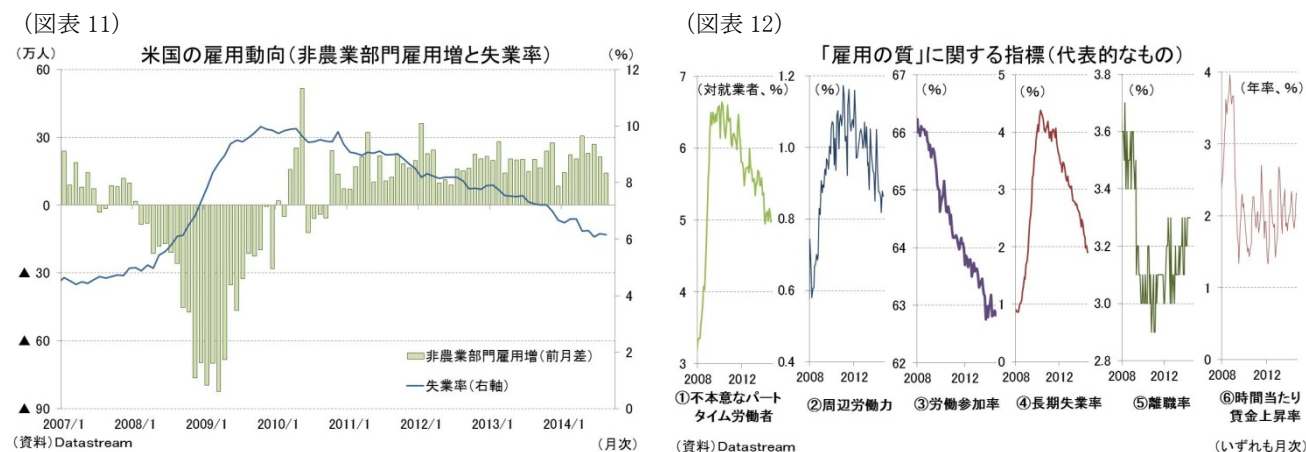


万台も超えた（図表 10）。これは金融危機前の水準に匹敵しており、消費の強さを裏付ける内容だが、一方で伸び率のさらなる加速には期待しにくくなってくる。ただし、景況感の良好さを見ると消費意欲は依然として強く、自動車以外の財やサービス消費の改善にも期待が持てる。その結果、個人消費全体では、3%近い伸び率を維持できると予想する。現在のところ、賃金上昇率は2%前後で伸び悩んでいるが、今後の賃金上昇圧力は増していくと見ており、個人消費は予測期間後半においても安定的に2%台後半の伸びが維持できると予想する。

労働市場を見ると、今年に入って非農業部門の月平均雇用増が20万人を超えるなど、「量」の改善が続いている。すでに、金融危機後に失われた雇用は取り戻しており、失業率も6.1%まで低下している（図表 11）。

一方、雇用の「質」の改善のペースは遅い。イエレン議長が目指す各種指標（例えば、①不本意なパートタイム労働者、②求職意欲を失った者、③労働参加率、④長期失業率、⑤求人率や採用・離職率などの労働移動、⑥賃金）の多くが金融危機前よりも悪い状態にある（図表 12）。

ただし、雇用の「質」がまったく改善していない訳でもない。③労働参加率と⑥賃金上昇率を除けば、金融危機後の最悪期と比較して、改善が着実に進んでいる。また、③労働参加率についても足もとでは悪化に歯止めがかかっており、高齢化などの構造的な要因も労働参加率の低下をもたらしていることを考慮すれば、改善の兆しが見られると言って良いだろう。そのため唯一、⑥賃金上昇率は、2%前後の伸び率が常態化しており、明確な改善が見られない状態と言える。しかし、第一章で言及したように、足もとでは、雇用情勢が改善してきたことで賃金も上昇圧力が生じやすい状況になっていると見ており、今後1年で3%程度まで伸び率が加速すると予想している。



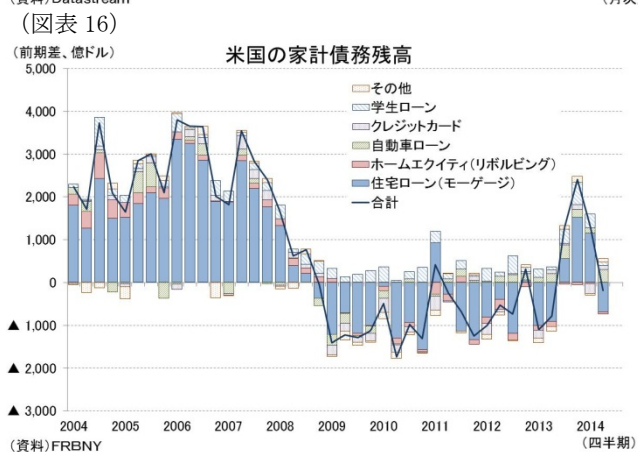
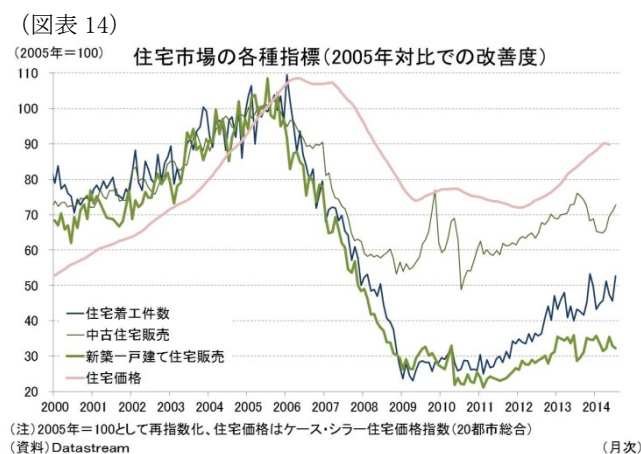
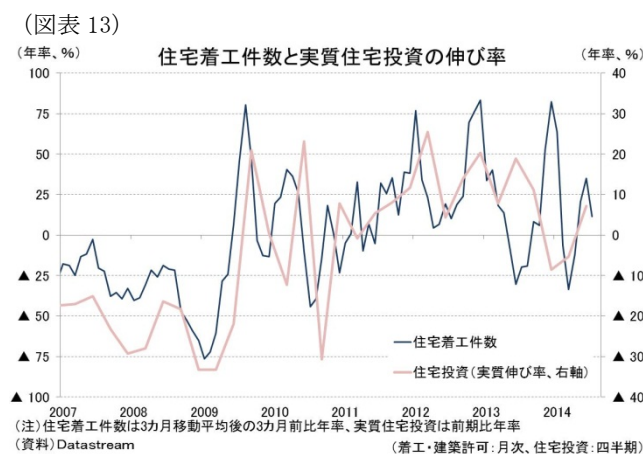
（住宅投資）ペースは遅いが、改善していく

次に、住宅市場の現状を見ていきたい。住宅投資については実質GDPの構成要素である住宅投資伸び率を確認すると、4-6月期には前期比で+7.2%（前期：同▲5.3%）となり、寒波の悪影響で2期連続でマイナスとなっていた状況からは反発している（図表 11）。月次指標では（図表 14）、住宅着工件数が上向いている。単月での上下変動は大きいものの、最新データである6月時点は前月比+15.7%（前月：同▲4.0%）と勢いもある。一方、販売動向に関しては、中古住宅が金融危機前のピークと比較して7割程度まで回復しているのに対し、新築住宅はピーク対比で3割強にとどまっており、中古と新築で傾向が異なる。

今後の動きについて考えると、人口の増加という構造的な住宅需要が存在していることに加え、景気の回復に伴って金融危機で抑制された需要が顕在化してくることが好材料と言える。また、来年後半まではFRBが政策金利を低く抑えると見ていることから、当面は住宅ローン金利も低めでの推移が見込まれる（図表 15）。さらに住宅需要と比較して回復ペースの速かった住宅価格の上昇が一服したことで、今後は住宅販売が促されるだろう（図表 14）。

ただし、家計のローンの借入動向を見ると、住宅以外のローン残高は増加が続く一方で、住宅ローンに関しては4-6月期に残高を減らすなど、一進一退の状況となっている。来年以降、金融政策で利上げが視野に入れば、住宅ローン金利も上昇してくると見込まれ、住宅ローン需要は今後も盛り上りに欠けるだろう。こうした状況が住宅市場の重しとなっており、金融危機前ほどの力強さにも期待できない。

こうした状況を考慮すれば、当面は景気回復と低金利に支えられた住宅市場の改善が見込まれるものの、さらに先々に関しては、下方圧力が強まっていき、次第に回復ペースは鈍化するだろう。ただし、すでに述べたように家計のバランスシートの改善は進んでいることから、住宅投資の伸びが鈍化する分、家計の消費力に余裕が生じ、個人消費が下支えされることも期待される。



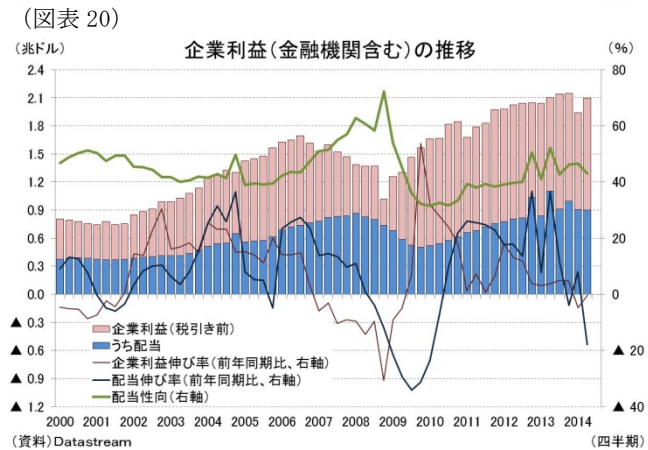
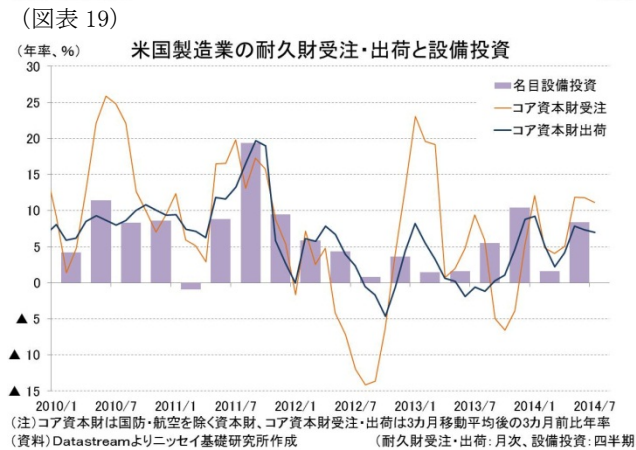
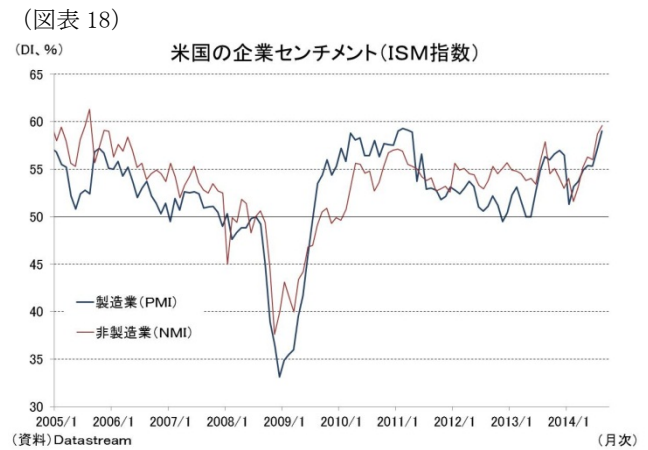
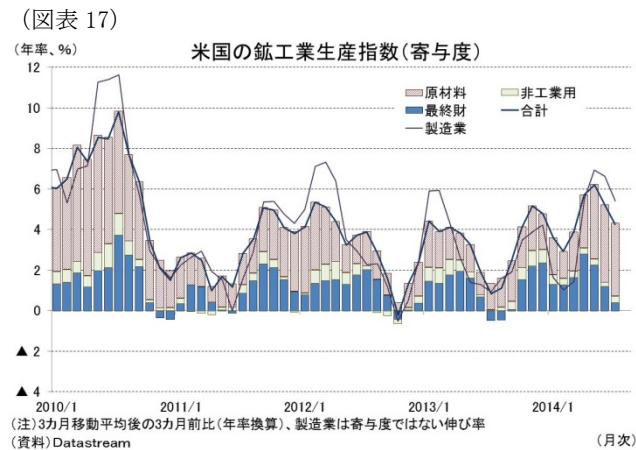
(企業動向、設備投資) センチメントがかなり好調

企業の生産動向に関しては、鉱工業生産指数が、前月比で見ると、寒波でマイナスを記録した1月以降、6カ月連続でプラスを記録している。3カ月移動平均後の3カ月前比(年率)で見ても、4%以上の伸び率を維持している。今夏は冷房需要が小さかったことを背景に、エネルギー関係の生産は低迷したものの、自動車や同部品などが好調で生産指数を押し上げている。

今後の動向を見ると、センチメント指標は、8月の製造業指数(PMI)が59.0(前月:57.1)、

非製造業指数 (NMI) が 59.6 (前月: 58.7) となり、過去と比較してもかなり高い水準にある (図表 18)。特に生産や受注の景況感が相当高水準にあり、また、設備投資の先行指標となる耐久財の受注も高めの伸び率を維持できていることから、投資のさらなる加速に期待が持てる。企業収益を見ても 1-3 月期は前年同期よりも低水準となったものの、4-6 月期は前年並の収益を確保できている。設備投資を実施するための内部留保にも余裕があると見られる。

こうした状況から、設備投資は堅調に推移すると見ているが、一方で先行きに関しては長期金利の上昇が見込まれるため、伸び率で見るとやや鈍化していくと予想する。



(財政収支、政府支出) 財政健全化は歓迎される動きだが、成長への寄与は期待できない

政治に関しては、今年は中間選挙が実施され、投開票は 11 月 4 日に行われる予定となっている。今回の中間選挙は下院の全 435 議席と上院の 36 議席 (100 議席中の 3 分の 1 にあたる 33 議席と補欠選挙 3 議席) が改選される。

現在のところ、共和党が優勢である状況に変化は見られない。下院については、ほぼ共和党が過半数を占めるとの見方で一致している。一方、上院に関しては実力が拮抗している状況と言える。

なお、共和党が上院で多数党を奪回すれば、「ねじれ議会」が解消されることになる。この場合、大統領の所属政党 (民主党) と両院議会の多数党 (共和党) が異なる「分割政府」となる。ただし、「ねじれ議会」でも「分割政府」でも政策運営に置いて、共和・民主に歩みよりが求められる点は変わりなく、いずれにしても大統領の影響力は低下する可能性が高い。

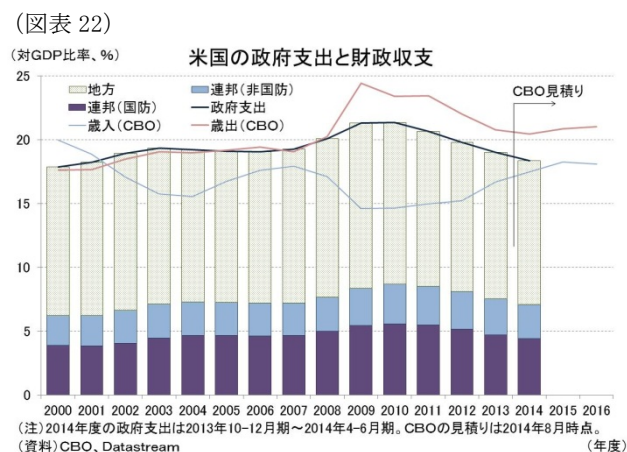
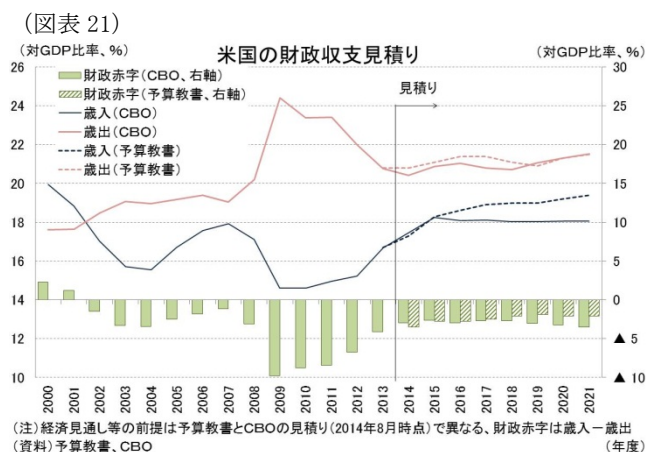
経済への影響に関して考えると、財政問題については、まず 2015 年 3 月 15 日までの債務上限が撤廃されていることから、来年初まではデフォルトへの心配が不要な状況が続く。また、予算に関しても、2015 年度分 (2014 年 10 月-翌年 9 月) の歳出上限が民主・共和両党の間で合意されてい

る。来年春までの債務上限問題に関する混乱や、来年秋までの予算が成立せずに政府機関が閉鎖される懸念は無い状況にある。

それ以降については、中間選挙の結果を受け共和党が上院で多数を占め、「ねじれ議会」が解消されれば、議会内での意見調整の必要が薄れるため、政局が混乱する可能性は小さくなるだろう。また、「ねじれ議会」が続くとしても、来年以降は2016年の大統領選挙が視野に入ってくるため、再び政府機関の封鎖などの事態を招くことで、政治の実行力不足を露呈させることは両党にとって得策でないと思われ、メインシナリオとしては除外している。

ただし、政治における不透明感として、共和党内で保守強硬派であるティーパーティーが台頭していることなどが挙げられる。ティーパーティーの台頭は「ねじれ議会」が継続した場合に共和・民主両党での妥協点が見出しにくくなるだけでなく、共和党内での意見調整が難しくなるといった可能性も考えられる。しかし、メインシナリオとしては、こうした政局の混乱が経済に悪影響を及ぼすことも想定していない。

財政収支に関しては、今年8月に議会予算局(CBO)が財政見通しの修正版を公表している(図表21)。CBOによれば、修正前の4月時点のシナリオ通り、強制削減の実施³や財政健全化が実施されることで財政支出(政府消費+政府投資)は、2013年度と比べて低水準での推移が続く。また、今回の見通しでは、金利の見通しを引き下げている。そのため、利払い費負担が軽減されることを反映して財政赤字は4月時点の見積りより4220億ドル(2015-24年の累計)改善するとしている。ただし、CBOでも本稿の予測期間である2016年までの財政赤字額については、ほぼ修正されていない(やや悪化方向に修正されている)。本稿でも、政府支出は成長率の押し上げる材料とはならず、財政健全化が進められることを反映している。財政健全化は歓迎されるが、成長率に対する寄与度で見ると、小幅であるがマイナスが継続すると見ている(表紙図表左を参照)。



(貿易) 緩やかなペースでの改善

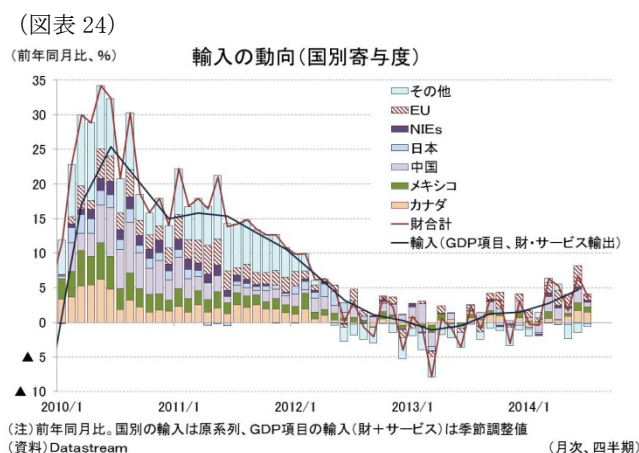
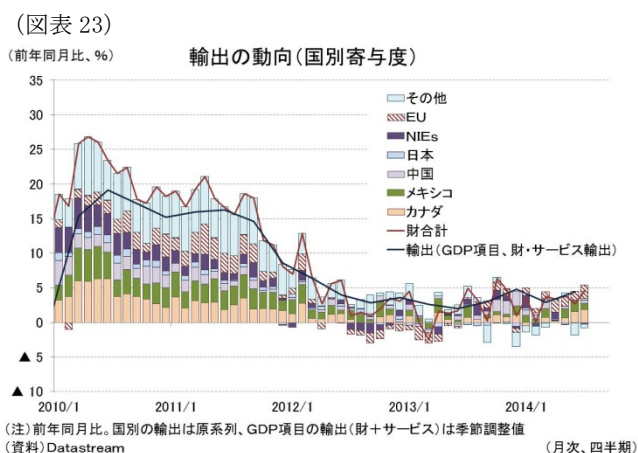
貿易に関しては、輸入伸び率が米国経済の改善に伴って緩やかな加速が見られる一方で、輸出の伸び率は横ばい状態が続いている(図表23・24)。

財輸出について国別に見ると、いずれの国に対する輸出も低迷しており、牽引役が不在の状況と言える。強いて言えば、足もとではNAFTA域内(カナダ・メキシコ)や欧州向けの輸出が伸びているが、その勢いは弱い(図表23)。今後は、完成品を米国に再度輸出するNAFTA域内の加

³ 両党の歳出上限の合意では強制削減額が2年間で630億ドル縮小されている。

工貿易の盛り上がりなどには期待が持てるものの、その他の海外経済を見ると、欧州やアジア新興国・地域などは成長ペースが比較的緩慢になっているため、現地消費向けの輸出の増加ペースは緩やかなものになるだろう。

一方、輸入については、輸出と比較して改善が目立ってきた。現在のところ輸出の伸びも輸入と同様にNAFTA域内と欧州が中心であるが（図表24）、米国の景気回復に伴う、自動車や資本財、消費財などの輸入が増えている。ただし、シェールガスの生産拡大などで米国内の供給力が増えたことで、石油関係の輸入は前年同期比でマイナスの状態が恒常化しており、また今後の増加余地にも乏しいだろう。総じて見れば、今後は、輸入の増加に期待はできるが、こちらもこれまでと比べ緩慢なペースでの増加になると言える。ただし、輸入はGDPの控除項目であるため、輸入の伸び悩みは、成長率を押し上げる方向に働くことになる。



3. 物価・金融政策・長期金利の動向

(物価) 足もとで加速しているが一時的、今後は緩やかな伸び率に

物価に関しては、消費者物価指数が前年同月比2%前後、食料とエネルギーを除くコア消費者物価指数（コアCPI）で見ても2%近くまで上昇している。今年前半と比較すると、足もとでの上昇ペースがやや加速している（図表25）。また、PCE価格指数の前年同月比で見ても、総合指数で1.5%をやや超える伸び率となり、コア指数でも1.5%前後に達している。インフレ率については、足もとで加速している様子が分かる⁴（図表26）。

ただし、足もとの物価上昇には、2013年4月に診療報酬削減が実施されて医療サービス価格が抑制されており、前年同月比で見ると、今年4月以降はベース効果によって高めの伸び率になりやすいという構造的な要因が含まれている。前月比で見た物価が持続的に加速している訳ではない。

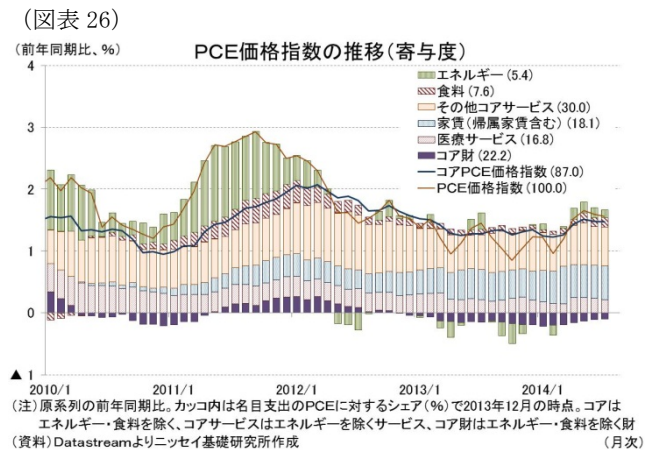
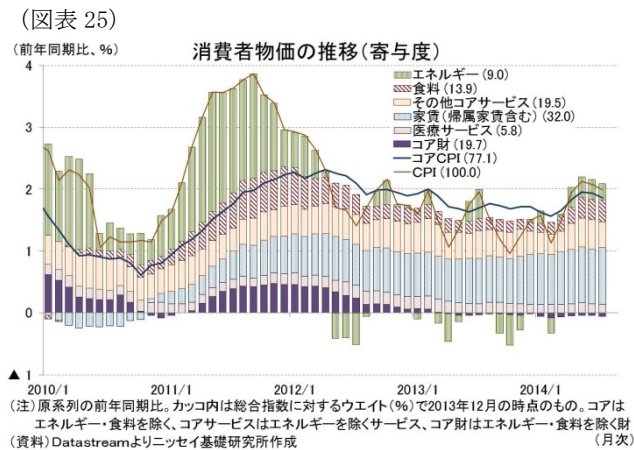
米国では景気回復に伴って、賃金に上昇圧力が生じていくと見ているが、その上昇ペースはゆっくりとしたものになると想定している。そのため、物価の上昇も急激には進まず、緩やかなペースで進んでいくだろう。また、CPIやPCE価格指数の上昇を牽引してきた家賃価格については、住宅価格に一服感が見られることから、今後は上昇圧力が弱まる可能性もある。

こうした点を踏まえると、足もとでは物価の加速が見られているが、これは構造的な要因を背景にした一時的な要因が強く、コア物価に関しては、急激な上昇とはならず緩やかな伸び率が続く

⁴ PCE価格指数は連鎖ウェイト指数だが、CPIは基準年を固定しているため、インフレ率には上方バイアスが生じているという特徴がある。また、PCE価格指数はCPIに採用されていないサービス等も含まれ、CPIとPCE価格指数では各財・サービスのウェイトも異なる。物価の安定を責務のひとつとするFRBが金融政策で重視するのはPCE価格指数である。

見ている。また、食料やエネルギー価格についても、足もとではやや上昇ペースを速めているが、シェールオイルの台頭などにより、供給制約によるインフレ圧力の上昇懸念は低下していると考えている。そのため、総合指数で見た伸び率もコア指数の伸び率から大きく乖離せず推移すると見ている。

結果として、CPI上昇率は平均して見れば1%台後半での推移が続き、2015年終盤でも2%程度で推移すると見ている。また、PCE価格指数については、CPI上昇率より0.5%ポイントほど低い伸び率での推移となるだろう。



(金融政策) 10月にテーパリング終了、利上げは2015年9月と予想

金融政策については、2013年後半からの経済回復を受けて、F R BがQE 3による資産購入額の縮小に踏み切っている。昨年の12月以降の各F O M Cで100億ドルずつ資産購入額の減額を決定しており、9月以降の購入額は月間250億ドルとなっている。

6月のF O M Cでの議論によれば、不測の事態が生じない限り、10月のF O M Cでテーパリングは終了するとされており、現状を見る限りではテーパリングの終了は予定通りに進むことになるだろう。そのため、当面の市場の注目は出口戦略、特に「利上げ」の時期に集まっていると言える。

足もとのインフレ率が高まったこともあり、F O M Cの声明文から低インフレが長期化することを警戒する文言は削除されている。これまでは、低インフレ環境にあったため、金融政策においては主に「雇用」を重視すれば良かったが、今後は「インフレ率」と「雇用」の双方のバランスを見つつ金融政策を行っていくことになるだろう。

こうした状況のなかでは、経済指標のなかでも特に「賃金上昇率」に注目が集まると見られる。インフレ率や雇用の「質」の指標は他にもあるが、賃金上昇率の加速が顕在化すれば、インフレ率の上昇に直結するため、他の指標の改善が多少遅れたとしても、タカ派の利上げ意見が優勢となるだろう。賃金上昇の圧力が生まれることなく、物価だけが上昇する可能性もあるが、こうしたコストプッシュ型のインフレシナリオは、エネルギーなど供給不足への不安が後退している現在の米国の状況では描きにくい。

メインシナリオでの初回の利上げ時期は、2015年の9月となると想定している。これは雇用の改善に沿う形で賃金上昇率が2015年後半にかけて上向き、インフレ率もCPI上昇率で2%程度に達する時期である(なお、初回の利上げは記者会見の設定されるF O M Cで実施される可能性が高いと見ている)。

利上げ以外の出口戦略も含めたFOMCの見解は、今年中に「出口戦略の原則」の修正版として公表される予定であるが、すでにFOMCでは種々の議論がなされている。

現在の議論では、出口戦略のスケジュールとしては「利上げ」をした後に「保有資産の縮小（＝償還されたMBSや国債の再投資停止）」を行うこと、利上げに際しては超過準備金利（IOER）の引き上げと、翌日物のリバースレポ（ON RRP）を補助的な手段として用いるとの意見が優勢と見られる。

また、現在FOMCで議論されている内容から推測すると、初回の利上げはFF金利の誘導目標を、現在の0-0.25%からレンジ幅を維持したまま0.25-0.50%に引き上げ、補助的に使用するリバースレポは誘導目標の上限から0.20%下方となる0.30%に設定される可能性が高いと見ている。

取引参加者が広範なリバースレポの金利は実質的にFF金利の下限として機能することが期待され、初回利上げ後の実際のFF金利（市場金利）は0.30%前後となると見ている。

なお、利上げの補助的手段であるリバースレポについては、GSE（政府支援機関）やマネーマーケットファンド（MMF）を含む100以上の機関が取引相手（カウンターパーティ）として登録されており⁵、現在、1000億ドルを超えるリバースレポが恒常的に実施されている。「利上げ」の準備は着実に進められており、技術的には、いつでも利上げできる状況にあると見て良いだろう。

なお、足もとのFF金利先物を見ると0.30%は満期が2015年6-7月頃であり、（市場が利上げ後のFF金利を0.30%前後と想定しているならば）市場が期待する利上げ時期は本稿のメインシナリオよりやや早い時期にある。

（長期金利）上昇圧力が強まる

金融市場を見ると、為替レートは8月下旬よりドル高方向に動いている。これは、FOMCの議事録が公開され、FOMC内で低インフレが長期化するリスクが後退したという認識が示されたことを受けた動きと見られる。米国の利上げが早期に実施される可能性が織り込まれた動きと言える。

一方、長期金利は一時2.4%を割り、足もとでも低い水準で推移している。これは、欧州中央銀行（ECB）が6月にターゲット型資金供給（TLTRO）やマイナス金利の導入などを含む金融緩和策を決定したことで、市場に資金が溢れ、先進国の国債に買い圧力が生じていることなどが要因として考えられる。また9月には、追加策として資産担保証券（ABS）の購入と、追加利下げを決定しており、さらに金利低下圧力が強まる可能性もある。

ただし、今後は日本や欧州は緩和策を強めても米国は正常化に向かう。米金融政策における利上げの不確実性が後退すれば、米長期金利にも上昇圧力が生じるだろう。特に、テーパリングが終了する今年10月や、「出口戦略の原則」の修正版が公表されるタイミングでは長期金利の上昇につながるきっかけになりやすい。また、賃金上昇率の加速が顕在化することも、長期金利の上昇を促す要因になるだろう。

⁵ http://www.newyorkfed.org/markets/expanded_counterparties.html

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。