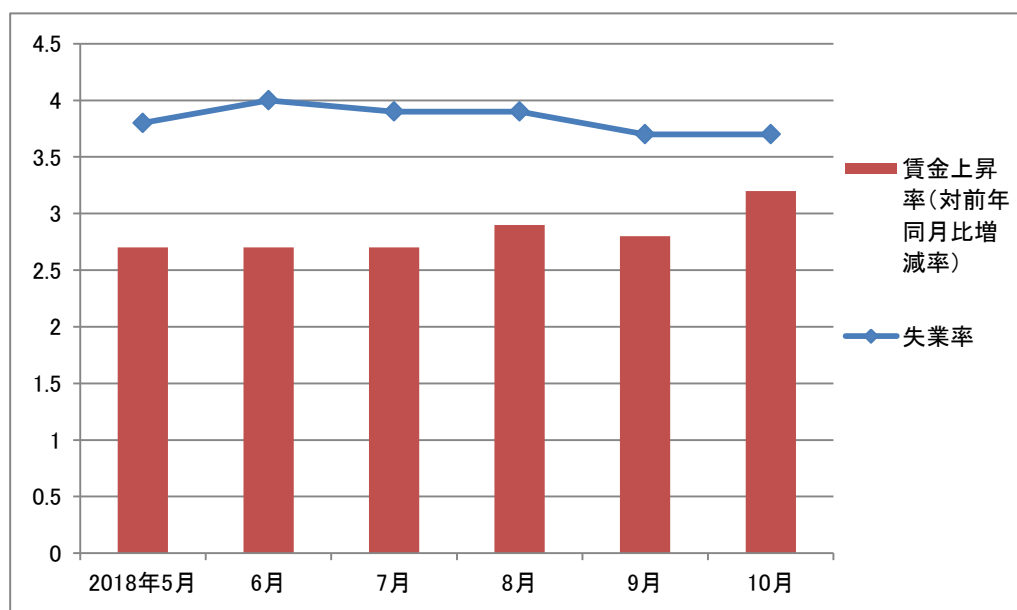


米労働省が11月2日発表した10月の雇用統計（速報値、季節調整済み）によれば、平均時給が27.30ドルと前年同月比3.1%増加し、2009年4月（3.4%）以来の9年6カ月ぶりの伸び率を記録した。失業率も過去70年で最低の3.7%を記録した。賃上げ圧力の上昇はサービス価格などの押し上げにつながり、インフレ圧力を強めるので、最近の米国のサウジアラビアに対する原油取引禁止の制裁措置に伴う原油生産の削減に伴う価格上昇懸念の動きも加わって、米連邦準備理事会（FRB）の利上げ路線を後押しする形で、更に米国の長期金利の上昇をもたらす可能性がある。これまで米国の景気の基調は強く、段階的に政策金利を3%強まで今後さらに0.25%づつ、4、5回にわたって引き上げても、景気の足を引っぱることはないというFRBサイドでは考えられていたが、いくつかの下振れリスクが生じているので、コメントしておこう。米国の政策金利の引き上げの打ち止めや下振れは、直ちに為替レートの円高方向への変化を通じて国内の消費者物価や貿易収支にも影響を与える可能性のある問題である。

（図表1）米国の労働市場（2018.5～10月、単位：%）



（注）米国労働省公表資料

米国における長期金利上昇は、第一に住宅市場への悪影響をもたらす。米連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が公表している住宅ローン金利の指標である30年固定金利は10月中旬に4.90%と7年半ぶりの高水準をつけたあと、米長期金利の上昇一服を受けて低下に転じたが、今後、再び上昇に転じる可能性がある。実際、米国の新設住宅着工戸数は、すでに本年上半期の年率130万戸台から最近では110万戸台から120万戸台へと、低下傾向乃至は踊り場にさしかかっている。

(図表 2) 米国の長期金利 (10 年国債、新発債 : 単位%)



(注) 日経平均株価関連資料による

(図表 3) 2018 年、米国住宅着工戸数 (千戸、年率)

1月	1, 334	6月	1, 177
2月	1, 290	7月	1, 184
3月	1, 327	8月	1, 269
4月	1, 276	9月	1, 201
5月	1, 329	10月	

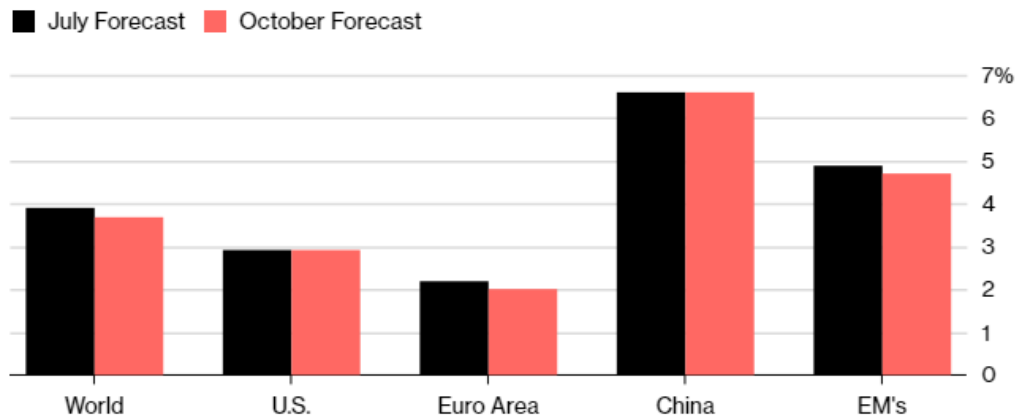
(注) 米国商務省公表資料による。

第二は、新興国経済の下振れである。米国の金利上昇に伴う新興国資金の米国への還流→新興国における為替レート下落→新興国におけるインフレ圧力の増大→インフレ圧力の増加に伴う新興国の金融引き締め→新興国における景気の後退という流れが懸念される。これは新興国リスクとして、米中貿易戦争や欧州経済の不安定化 (EU の中心にあるドイツの不安定化、イギリスの Brexit 問題の錯綜、イタリア財政の悪化等) と合わせて世界経済の減速要因になる。こうした中で、IMF は、10 月に、年内は残り 2 か月を残すのみであるにもかかわらず、2018 年の世界経済の実質成長率を 3.9% から 3.7% へと 0.2% 引き下げた。米国への直接の影響はないが、欧州や新興国で顕在化する減速経済の動向が来年以降、間接的にアメリカに及ぶ可能性がある。また、米国に回帰したドルがドル高を生み、米国の輸出競争力にも悪影響を及ぼす恐れがある。

(図表 4) IMF、世界経済見通しの下方修正

Slipping a Little

The IMF cut its 2018 GDP forecast for the world, euro area and emerging markets



Source: International Monetary Fund's October World Economic Outlook

出所：2018年10月9日 Bloomberg 「IMF、世界経済成長予想を2年ぶり下方修正—貿易戦争の打撃で」
(<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-10-09/PGAVD86JJJUP01>)

第三は、米国景気の基調が、所得税減税やインフラ投資の拡大といった財政拡張政策の効果もあり、当面は根強く、賃金上昇が継続・加速するようになれば、政策金利の引き上げ時期が早まり、また、引き上げ頻度が増すこと通じて、実体経済が不安定化する懸念が増す可能性があることである。景気に対して中立的な自然利子率は名目ベースでは、実質ベースの1%に物価上昇率2%を加えた3%程度とみられているが、政策金利の引き上げが今後も続けば現在これに近い水準にある名目利子率が自然利子率を超え、景気に対して抑制的に働く局面に入るからである。なお、現在進められているテーパリング（量的金融緩和によりFRBが買い入れた金融資産を順次減らしていくこと。4.2兆ドル拡張した金融資産残高が現在3兆円程度に縮小）により金利に換算すると1%程度の金利引き上げが行われたことに相当し（日経センター「金融正常化へのジレンマ」6頁）、この分の引き締めを考慮すると、米国経済は、既に目標とした引締め近づきつつあるとも考え得る。このため、今後の政策金利の引き上げについては、これまでとは異なり、関係者間での意見の相違が大きくなり、FRBは利上げを巡る難しい判断を迫られる局面を迎えよう。

(図表 5) FRBの過去の利上げ実績

時期	政策金利
2015.12	0.25→0.5
2016.12	0.5→0.75
2017.3	0.75→1.0
2017.6	1.0→1.25
2017.12	1.25→1.5
2018.3	1.5→1.75
2018.6	1.75→2.0
2018.9	2.0→2.25

こうした中、11月8日開かれたFRBでは、追加利上げが見送られたが、経済成長率が3%台、物価上昇率が2%と力強い水準に達している好調な経済環境下では、パウエル議長は「更なる利上げが正当化される」とし、12月の次期会合で追加利上げに踏み切る可能性が示唆された。トランプ大統領の利上げに反対する批判に対しては「金融政策の判断に政治的な要素は加味しない」と中央銀行の独立性を主張している。しかし上記に述べたとおり、景気に中立的な自然利子率は3%内外と見られ、現在にペースでの利上げが同水準に達すると見られことから、地区連銀などの関係方面から、次第に利上げを継続することに対する懐疑論や反対論が出てくることも予想されているのが11月下旬段階の現状である。

なお、11月24日の土居丈朗慶大教授がコメンテータを務める日経新聞の経済論壇において、慶応義塾大学教授の竹森俊平氏（11月19日付経済教室）の米連邦準備理事会（FRB）の強力な利上げによる「超ドル高」は、トランプ氏の行動への不安によって抑制されるとみる見解を紹介している。確かに、理論上は、米利上げで金利差が発生し、他国から米国へ資本が流れ、ドル買い増加によりドル高を生むが、そうならないのは「第1は昨年決定した法人減税中心の大減税策だ。減税の見返りとして、将来の増税や、財政赤字拡大による金利急騰の危険といった要因も生じる（⇒これらを危惧した国民の消費削減といった非ケインズ効果が働くということか?）。第2は米通商政策、特に中国との貿易戦争だ。米通商政策がこのままなら（中国に打撃を加えるつもりが、必ずしもそうならずに）世界も米国も打撃を受け、利下げさえ考慮しなければならないかもしれない。トランプ氏の行動が非合理の想定限度を超えるという一抹の不安で、超ドル高シナリオにブレーキがかかると見込む」との見通しによる。

最後に、11月28日、FRBのパウエル議長は講演で、「金利は歴史的基準ではなお低く、依然として経済にとって中立な水準（いわゆる自然利子率）の推計値をわずかに下回る」と語ったと11月29日の日経新聞夕刊が伝えている。これが政策金利引き上げの打ち止めが近いとの連想を呼び、ダウ平均株価の上昇を呼んだようである。ただ一方で、11月30日の日経新聞朝刊では、パウエル議長は「段階的な金利引き上げが当面は妥当」との従来の考えも示していると報道されており、利上げ打ち止めが近いと判断するのは早計のようだ。米国の金融政策は、各種の経済指標の動向のほか、G20首脳会議（11/30～12/1）、米国暫定予算の失効（12/7）、英国BREXITのEU離脱法案採決（12/11）、FMOC（米国連邦公開市場委員会）開催（12/18～19）、米国第116議会開催（1/3）などの米国を巡る政治外交日程のなかで、さらに漂流の度合いを強める可能性もあろう。

（荒井 俊行）