

米経済の「利上げ」後を楽観できぬ2つの障害

みずほ総合研究所 欧米調査部兼市場調査部 主席エコノミスト

小野 亮

米国では、2015年末にかけて金融・財政政策の運営に関する重要な決定が相次いだ。政策運営のスタンスが明らかになったことは、2016年の米国経済にとってはプラスだが、先行きの不透明感は依然として残る。景気に中立的な金利水準が低下し、金融政策の効果が弱まっている可能性があるほか、海外経済の減速など外部環境の悪化が懸念される。

米国金融・財政政策は緩和・拡張的スタンス

2015年末にかけて、米国では金融・財政政策運営上の不透明感が大きく後退した。これが2016年の米国経済にとってプラスであることは間違いないだろう。

まず金融政策については、12月16日に米連邦公開市場委員会（FOMC）が、2008年12月以来7年にわたって続けたゼロ金利政策の解除に踏み切った。FOMCに課せられている完全雇用と物価安定という「2つの使命（デュアル・マנדート）」のうち、完全雇用という使命は達成されつつあることが、その理由である。昨年11月の失業率は5.0%で、17名のFOMC参加者が長期的な完全雇用水準とみなす4.9%（予想中央値、以下同じ）とほぼ同水準である。就業を希望しながら就職活動を諦めた失業者やフルタイムで働きたくとも働けない就業者の存在など、いわゆる「不完全雇用」問題も改善に向かっている。

一方、物価安定の使命は果たせていない。2%のインフレ目標に対し、実際のインフレ率（個人消費支出デフレーター前年比上昇率）は昨年11月時点で+0.4%にとどまる。無論、こうした低インフレは2014年下期以降のドル高と原油安の影響が大きく、為替レートや原油価格が安定すればインフレ率は持ち直す。さらに景気拡大が続く労働需給がひっ迫すれば、賃金の伸びが高まり、単位労働コストの上昇を通じてインフレ率が高まることも想定される。実際、FOMC参加者は、2016年10～12月期のインフレ率を+1.6%と予想しており、為替レート・原油価格の安定と、ゼロ金利解除後も続く緩和スタンスを前提にしているとみられる。特に後者については、2016年中に4回の利上げ（注）を見込んでいるほか、FOMC声明文には「今回の利上げ後も金融政策は緩和的」であり、かつ「先行きの経済情勢は、漸進的な利上げのみが許される推移をたどるだろう」と記されている。年4回とい

う利上げペースは、F F金利先物価格に織り込まれている年2回（1月5日時点の最頻値）よりは多いが、2004年6月からの前回利上げ局面と比べると半分にとどまる。さらに声明文には、4兆ドルを超える保有債券の残高を「政策金利水準の正常化が十分に進展するまで維持する」方針が示された。年内は、保有債券残高の維持策（再投資政策）が続けられる公算が大きい。

次に財政政策については、「決められない政治」と批判を浴びてきた連邦議会が予想外の動きを見せたことで、米国債のデフォルト・リスクや政府機関閉鎖リスクが大きく遠のき、財政スタンスも従来と比べて拡張的になった。昨年10月には法定債務上限を2017年3月まで適用を停止するとともに、2016～17年度の歳出上限を引き上げることを決定した。また、12月には2016年度予算を可決し、長年更新を繰り返してきた時限減税の延長・一部恒久化や40年ぶりとなる原油輸出解禁なども盛り込んだ。

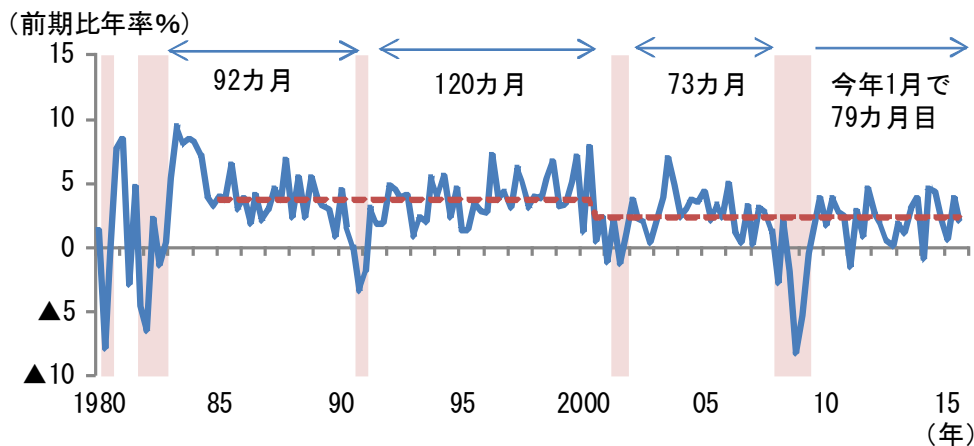
利上げ後の景気や物価を左右する「均衡実質金利」水準

政策面の不透明感が後退したとはいえ、米国経済の先行きに対する不安が消えたわけではない。懸念材料は米国内と海外のそれぞれにある。前者についていえば、「景気循環の寿命」と「均衡実質金利の水準」が不安要素として挙げられる。

イエレン連邦準備制度理事会（F R B）議長は昨年12月のF O M C後の記者会見で、「歴史的にみると、ほとんどの景気拡張局面は現在の拡張期間の長さで終わっている。米国経済が近い将来、景気後退に陥ることはないことに、議長はどれだけ自信があるのか」という質問を受けた。これに対してイエレン議長は「拡張期間の長さを理由として、景気が終焉を迎えるというのは神話だと思う」と答えた。確かに、現在の景気拡張期間は今年1月で79カ月目を迎え、前回（73カ月間）を超えているが、1980年代には92カ月、1990年代には120カ月の記録が残っている（図）。今般の拡張局面では実質G D P成長率（前期比年率）が一時的にマイナスになるなど、変動が大きいという特徴があるが、マイナス成長に陥った主因は、2011年1～3月期が緊縮財政、2014年1～3月期が大寒波による輸出や生産の下押しであり、寿命論とは相容れない。さらに平均値で見れば、前回の拡張局面との間に実質G D P成長率の構造的シフトは確認できず、成長力が弱まっているわけでもない。

一方、米国では古くから「F R Bの役割は、パーティーが佳境に入ろうとするちょうどその時に、

図 米国の実質G D P成長率の推移



(注) 網掛けは景気後退期。点線は景気拡張期を対象とする平均成長率に関する構造変化の分析結果。
平均成長率は、2000年頃に一度下方屈折しているが（+3.7%⇒+2.4%）、金融危機前後の変化はない。
(資料) 米国商務省、NBER（全米経済研究所）よりみずほ総合研究所作成

パンチボールを運び去るよう命じる社交場の付き添い人と同じだ」(1955年10月のマーティン元FRB議長講演)という指摘がある。つまり、景気拡大を終わらせるのは寿命論より、むしろFRBの利上げそのもの、というのが通説とされてきた。今回のゼロ金利解除が景気後退を招いてしまうのか、その答えを探るうえで重要になってくるのが、景気に対して中立的な「均衡実質金利の水準」とその行方である。

均衡実質金利には複数の考え方と推計値があるが、最も有名なウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁らによる昨年11月の推計では、2015年7～9月期時点で▲0.1%である。インフレ期待を2%とすると、中立的な政策金利の水準は2.1%となり、実際の政策金利水準はこれよりもかなり低く、金融政策は「緩和的」と評価できる。しかし、同時期の異なるモデルに基づくニューヨーク連銀エコノミストらの推計によれば、中立的政策金利は実際の政策金利とほぼ同じ水準であり、「緩和的」とはいえない。また、ウィリアムズ総裁らの推計値と同じ水準に達するのは、2017年入り後と予測している。もし、ニューヨーク連銀の推計が正しければ、今回のゼロ金利解除によってFOMCは自ら景気後退の引き金を引くおそれがあり、物価安定の使命を未達成のまま、完全雇用の維持すら危くなる。

ただ、均衡実質金利の推計には、大きな不確実性が伴うことが知られている。この不確実性ゆえに、FOMCは今後の利上げを漸進的に進めようとしている、と考えることもできる。FOMCは、均衡実質金利の水準について、今後、利上げに対して景気や物価がどのような反応をみせるのかを見極めることで、事後的に把握していく姿勢をとるだろう。

FRBも手が届かない「海外リスク」の高まり

FRBの手が届かない海外リスクがくすぶるなか、2000年8月にゼロ金利解除に踏み切ったかつての日銀と、現在のFRBを重ね合わせ、米国経済の先行きを不安視する声もある。昨夏の不安定さが再燃している国際金融市場の動向を見るにつけ、海外リスクには要注意である。

2000年当時、速水日銀総裁は「ゼロ金利を解除する条件というのは、いわば、患者が集中治療室から出られるかどうか、ということ」(同年3月講演)と述べ、ゼロ金利解除後も緩和スタンスを続ける姿勢を示していた。また、そのための判断基準は「景気が政策要因や外部要因ではなくて、民間需要中心に自律的に回復していくという見通しがしっかりしてくること」とも発言していた。こうした姿勢は、現在のFRBとうり二つである。

一方、日銀がゼロ金利解除を決めた時点で、米国では1999年6月に始まったFRBの利上げ局面が終わり、ITバブルの崩壊が始まっていた。その後、日銀は2001年3月に再利下げと量的緩和の導入を迫られた。現在のFRB・米国経済も、中国・資源バブルの終焉という外部環境の大きな変化の中にある。さらに悪いことに、足元では、中東情勢の緊迫化をはじめとする地政学リスクが世界的な広がりを見せている。世界経済の低成長と相まって、投資家や企業経営者のセンチメントは容易に委縮しやすい。

果たしてFRBは、かつて日銀が見たのと同じ「悪夢」を見ずに済むのか、予断を許さない。海外リスクのマネジメントは、当該国・地域の政策当局自身の努力と、G7やG20による国際的な政策協調に委ねるしかないほか、一筋縄ではいかない政治・安全保障問題も深く関わってくるからだ。(了)

注：定例のFOMCは約6週間ごとに、年8回開催される。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。