

フィリップス曲線「崩壊」と減税遅延 米利上げ、賃金伸び悩み 6 月の「次」は 12 月

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/5/17

トランプ減税（税制改革）が「1 paper Wish list」（1 ページの願書）にとどまり 7 月から米議会は 8 月末まで夏季休暇入りで財政拡張の減税法案の議会成立は早くて年末、滞れば来春 2-3 月に大幅遅延の可能性が高い。すでに米景気指標は強弱入り乱れる「まだら模様」に変わり FRB タカ派方針が米長期金利上昇に繋がっていない。財政が動けない以上、FRB の 6 月利上げ後の金融「正常化」利上げは 12 月まで封印せざるを得ない。

雇用統計にパートタイマー算入で賃金伸び悩み

「米 FRB は 6 月 FOMC で今年 2 度目の利上げに踏み切るだろうが、3 度目の利上げはトランプ減税（税制改革）など積極財政への転換が年末ないし来春に遅延するため 9 月はスキップし、12 月利上げへ後ズレしよう」一。かつて USTR 次席代表を務めワシントンに幅広い人脈を有する在 NY 金融筋がこう指摘する。

だが、ハト派として知られるボストン連銀ローゼングレン総裁が 10 日、予想通り米経済が展開した場合、「あと 3 回の利上げが妥当」との考えを示し、この日 NY 市場で利上げとテーパリング予想に米金利先高感が再燃した。

ローゼングレン総裁は「緩やかな成長に拘らず労働市場が逼迫している」と指摘、「米国経済は堅調で、失業率も一段と低下する可能性がある他、インフレも 2%に近い」と述べ、「過熱経済を回避することが重要」と主張した。

一部で指摘される世界経済の弱さや融資伸び悩みなどのリスクは、緩やかな金融正常化を遅らせる理由にはならないというのだ。その上で、6 月の 0.25% の利上げで FF 金利誘導目標が 1%に達したあと、「バランスシート縮小開始を検討する良い時期だ」（同総裁）と述べた。急激なペースでバランスシートを削減しない限り、信用市場への影響は限定的との見方で、利上げの傍でバランスシート縮小も可能だというのだ。

カンザスシティ連銀の調査によれば、FRB の 4.5 兆ドルのバランスシートを今後 2 年間で 6750 億ドル削減、これは FF 金利で 25bp の利上げと同様の効果という。つまり、2019 年末に 0.25% の利上げ効果に過ぎない。

なお、同連銀のモデルによれば、4.5 兆ドルの保有資産の解消は 0.25% の 7 回の利上げ、合計 1.75% の利上げに相当するとされる。

一方、前出の在 NY 金融筋は、ローゼングレン総裁のタカ派姿勢を疑問視する。米労働市場の構造要

因により FRB は 6 月利上げ後、「次」は 9 月でなく 12 月利上げへ後ズレすると予想する。その上で、構造要因として、1) オバマ前大統領が就任 5 年目に新労働長官に雇用統計にパートタイマー算入を指示、2) 雇用統計にパートタイマー算入で完全雇用でも賃金が伸び悩む構造に変質、3) 労働者がロボット等テクノロジーや外国人への代替へ恐れを抱きつつある、4) テクノロジーによる生産性向上で労働組合が賃上げ要求を強めない—等を挙げる。

つまり、上記の構造要因を抱えて米労働市場は逼迫し完全雇用状態にあっても賃金インフレに繋がらず、未だ 2%物価目標を達成していない。

さらに、「トランプ減税（税制改革）が『1 paper Wish list』（1 ページの願書）にとどまり、しかも財政拡張の減税法案の成立は早くて年末、滞れば来春 2-3 月に大幅遅延の可能性が高く、財政政策が発動されない以上、FRB の金融『正常化』利上げは 12 月 FOMC まで封印せざるを得ない」（在 NY 金融筋）という。

しかも、財政拡張への転換を先取りした長期金利上昇とドル高が先走り、米景気指標は強弱入り乱れる「まだら模様」に変わっている。5 日発表の 4 月雇用統計の NFPL（非農業部門雇用者数）こそ前月比 +21.1 万人と急回復、失業率も約 10 年ぶりに 4.4% へ低下したが、平均時給は前年同月比 2.5% の上昇と伸び率が前月より 0.1pt 低下した。労働参加率は 11 ヶ月ぶり高水準だが 3 月の 63% から 62.9% に低下した。3 日発表された米 4 月 ISM 非製造業景況感指数は 57.5 と事前予想 55.6 を上回り前月比 2.3pt 上昇したが、ISM 製造業景況感指数は 54.8 と前月比 2.4pt 低下した。米調査会社オートデータ 2 日発表の米 4 月新車販売台数は前年比 -4.7% の 142.6 万台と 4 ヶ月連続で前年同月を下回った。

強弱「まだら模様」の米景気にあって市場は米 6 月利上げをほぼ 100% 織り込み、「次は 9 月利上げ」、そして 12 月 FOMC でバランスシート縮減へ踏み込むと読む。だが、「そうした FRB のタカ派方針が、米長期金利の上昇に結節していない」（同 NY 金融筋）。10 年債利回りは 9 日、一時 2.41% と 4 月以来ほぼ 1 ヶ月ぶりの高水準へ上昇したが、それでも 3 月利上げ時の 2.6% 前後には及ばない。

「慎重」という言葉を標語にするべき FRB

一方、元財務長官のハーバード大学ローレンス・サマーズ教授は英 FT 紙（5 月 8 日付）電子版で『Less is more when it comes to Federal Reserve policy』（金融政策は控え目な方が良い）と題し、「経済学者はインフレのプロセスについて今や謙虚になるべきである。

彼らが頼りにするフィリップス曲線は過去数十年で崩壊しており、これを信頼してインフレに予防的措置を講じることは問題視される」(Economists should now have great humility regarding the inflation process. The Phillips curve relation on which they have relied has largely broken down over the past several decades and so relying on it to take pre-emptive action with respect to inflation seems problematic)」と米 FRB の利上げ前のために警鐘を鳴らした。

5 日発表の米雇用統計は概ね好調であり、1-3 月期に落ち込んだ GDP 成長率は 4-6 月期に 3%を超える見通しであることと合わせ米経済は堅調に推移している。米経済はインフレを加速させることなく予想外に上振れし得るかもしれない。

しかも、物価上昇率はかなり抑制されており、経済における労働者の地位の毀損を踏まえれば、物価上昇率を上回るある程度の賃金上昇率が望ましいという所見もある。

だが、サマーズ氏は「過去の水準から見てなお穏やかな GDP 成長率と、低いインフレ率および期待インフレ率に照らして、FRB は雇用統計をどの程度重視すべきであろうか。多くの当事者が経験する多大な不確実性と、過去最低に近い市場ボラティリティ及び期待ボラティリティとの緊張をどう取り扱うべきか」と問題提起する。

確かに、トランプ政権がほとんど経済政策に手を付けないまま、米経済パフォーマンスは 1-3 月期の米企業決算の好調や海外経済の堅調など新政権とは無関係の堅牢なファンダメンタルズに支えられたもので、いわば米経済や株式市場は「シュガーハイ」を享受していると言っても過言ではない。

むしろ、実際に 35%の法人税の 15%への引き下げ

など大型減税による積極財政への転換という財政刺激策が実現しない限り目下の景気回復の軌道は持続可能とはいえない。

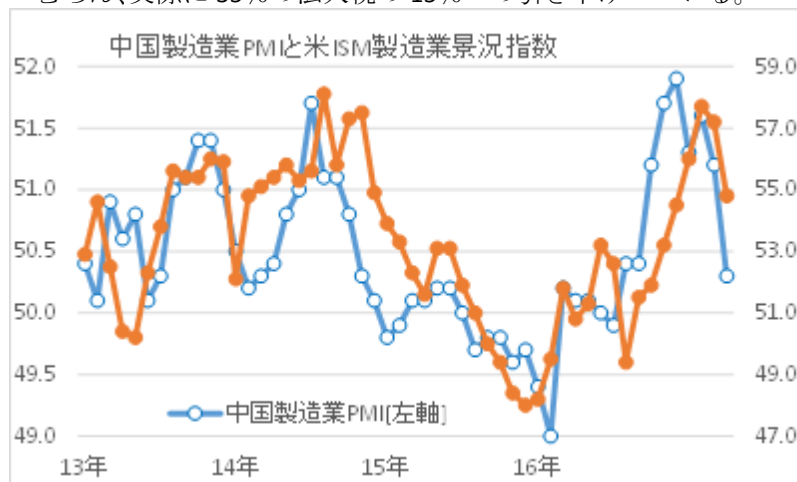
つまり、米 FRB は市場ボラティリティの多くが経済政策以外の要因を反映しているとの認識が重要であり堅調な景気指標に過度にタカ派的なスタンスで臨むべきでないというのだ。

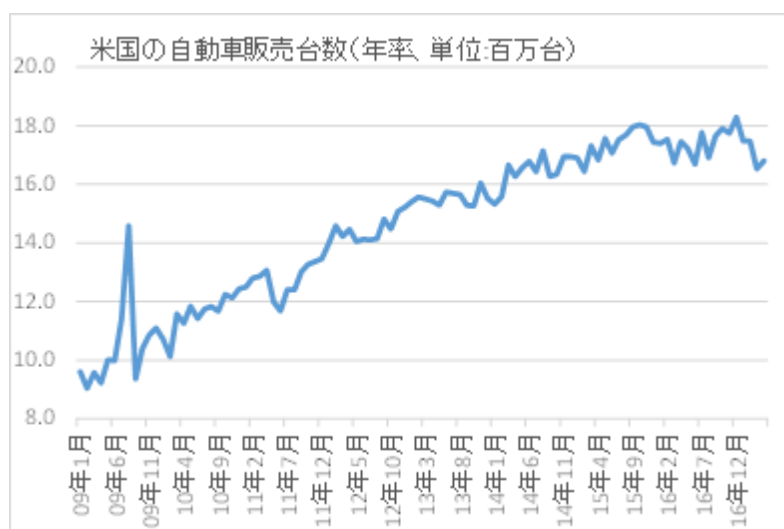
とりわけサマーズ氏は「労働市場が引き締まる中で、賃金上昇加速の証左が増えてこないことは驚きである。合理的に推測されるのは、労働者がテクノロジーや外国人に代替される可能性への恐れを投影しているというものだ」(FT 紙)と強調する。

その上で、サマーズ氏は「雇用の伸びが鈍化すれば、生産性伸び率が加速しない限り、GDP 成長率は論理的に減速するだろう。生産性伸び率が短期的に加速する可能性はデータから見て低い。したがって、今後 2-3 年で GDP 成長率は鈍化する可能性が高く、おそらくインフレは上昇傾向を辿るだろう」(FT 紙)と慧眼を披露する。

もちろん、すでに米国の労働市場に多大な余剰があると論じることはもはや非常に困難であり、ここ数ヶ月のような雇用実績がもう 1 年続けば、労働市場はほぼ未知の領域へと進むだろう。

その上でサマーズ氏は「これは金融政策にとって何を意味するのか (What does this mean for monetary policy?) と自問するが、直ちに「政策が度を越し、経済がリセッションに陥れば、FRB に対応の余地はほとんどないだろう。時として政府の最も困難かつ最も重要な決定は行動を控えめにすることである。FRB にとって現在はそのような局面である。『慎重』という言葉を経済政策の標語にするべき」(FT 紙)と自答している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。