

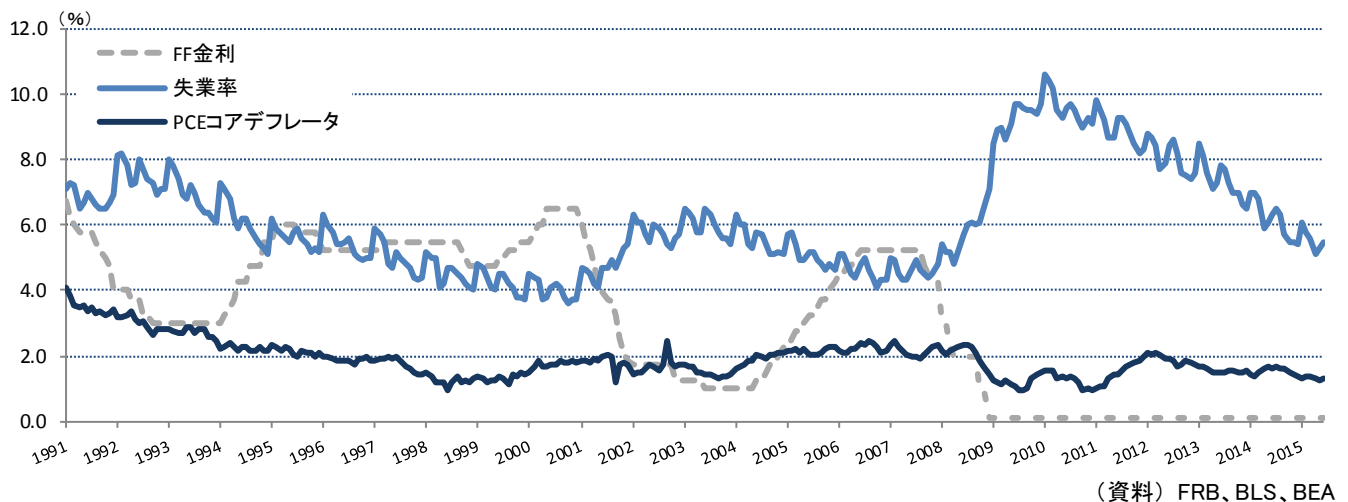
米国の利上げは、早ければ 9 月 16-17 日の連邦公開市場委員会（FOMC）で決定される可能性がある。現在、米国の FF 金利の誘導目標は 0～0.25%に据え置かれており、今回利上げが行われれば、2006 年 6 月以来およそ 9 年ぶりとなる。ここでは、利上げに踏み出すタイミングを、失業率とインフレ率から考えてみたい。

利上げのタイミングを決める「失業率」と「インフレ率」

利上げを決定するに当たって、米連邦準備制度理事会（FRB）は雇用と物価を特に重視している。失業率が完全雇用状態の水準まで低下し、インフレ率が適正水準に近づけば、経済回復は順調であると評価し、利上げを行う必要条件が整うことになる。

しかし、その実施に際しては、慎重な判断が必要となる。経済の回復が不十分であるうちに利上げを行えば、金融が引き締め景気が腰折れする恐れがある一方で、利上げが遅すぎるとインフレが加速してしまい、消費者の生活を苦しめることになる懸念もある。他の諸指標も注視しつつ、適切なタイミングで利上げを行うことは健全な経済成長に不可欠となる。

FF 金利・失業率・インフレ率の推移

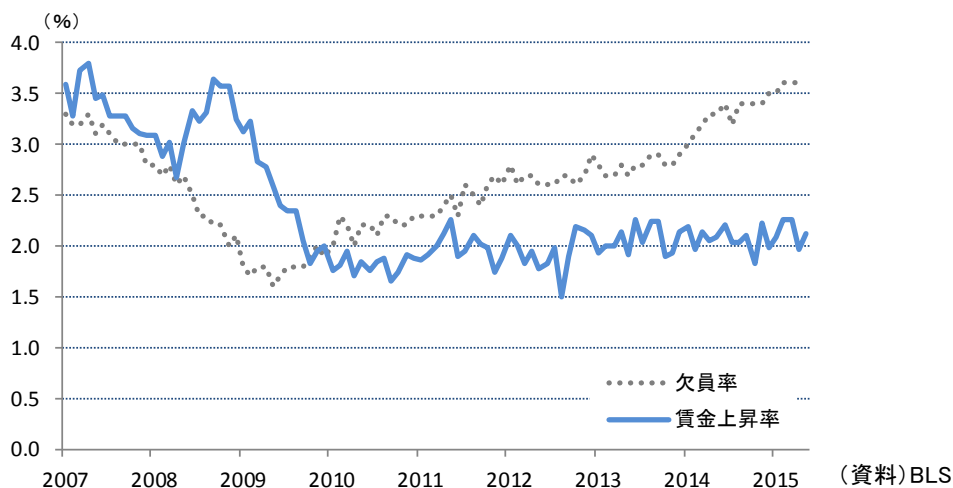


雇用は改善を続けるも、賃金の上昇が鈍い

労働市場は回復を続けている。失業率はリーマンショック後、一時 10%を超えていたが、足元では 5.3%まで低下している。7 月の雇用統計では非農業部門の新規雇用者が 23.1 万人増加しており、20 万人を超えるペースで労働者が増加し続ければ、年内にも失業率は完全雇用水準といわれる 5%まで低下すると見込まれている。失業率の低下とともに、企業がどの程度労働力を必要としているかを示す欠員率も上昇を続けており、景気後退期以前の水準を取り戻している。

しかし雇用環境が改善していく一方で、賃金の上昇率は 2%前後で伸び悩んでいる。これは雇用の構造的な問題に加え、賃金には硬直性があるために上昇し始めるタイミングが遅いことが原因として考えられる。失業率は目標水準に近づいているものの、賃金の上昇が顕在化していないことは、利上げへの懸念材料となっている。

欠員率・賃金上昇率の推移



インフレ率は伸び悩んでいるが、今後は上昇か

先進国では、インフレ率は目標を 2%に設定するのがスタンダードとされる。米国でも 2012 年に FRB が PCE コアデフレーターを基準としてインフレ率 2%を目標に掲げており、これが利上げの一つの目安となっている。高インフレは生活に悪影響を及ぼす一方で、インフレ自体は名目の経済規模の拡大を示すものであり、一定のプラス水準で推移することが望ましい。

米国の現在のインフレ率は 1.3%であり、目標の 2%を下回る。原油安の影響やドル高による輸入物価の下落を背景に、依然下押し圧力が強い。消費が伸び悩んでいることも、インフレ率の上昇を妨げる一因となっている。利上げはインフレ抑制につながるため、インフレ率が上がらない限りは利上げも行いにくい。

失業率とインフレ率は、逆相関関係にあることが多い。失業率が低下するほど労働市場は逼迫し、賃金上昇圧力が生じる。実際に賃金が上昇すれば、コストに反映されて物価の上昇に波及しインフレ率を押し上げるためである。足元では着実に失業率は低下しており、すでに潜在的には賃金は上昇しやすい環境が整っていると考えられる。原油安などの物価への下押し圧力が剥落し、賃金の上昇を伴って雇用が改善していけば、インフレ率が上昇、加速していくことが予想され、利上げに踏み切りやすくなるだろう。

過去の利上げ局面はどうであったか

過去の利上げのタイミングにおける失業率とインフレ率の動きを、1994 年、1999 年、2004 年の直近の 3 回の利上げ局面を例としてみていく。

1994 年の利上げは、それまで続けてきた「実質ゼロ金利政策」による金融緩和を引き締めるために行われた。当時は潜在成長率を超える水準で景気が拡大しはじめ、インフレ率も 3%前後に達していた。インフレ圧力が増大し過ぎることを警戒した当時のグリーンズパン FRB 議長は 1 年間で 3%近くの急激な利上げを行い、経済の過熱とインフレを抑制した。

1999 年と 2004 年に関しては、どちらの局面でも失業率が明らかに低下し、インフレ率が上昇している場面で利上げが行われた。ただ、利上げ後も失業率は改善を続けるとともに、インフレ率も上昇を続けており、経済が底堅い状況では利上げによるインフレ抑制効果は必ずしもすぐには現れないことが伺える。

足元の状況は失業率とインフレ率が低下傾向にあることから、1994 年の環境に近い。しかし、1994 年当時は

インフレ率が2%以上、金利が3%と高い水準にあったのに対し、現在はバランスシートの規模が金融恐慌以降で最大規模まで膨らみ、金利が0%近傍まで緩和されているのが大きな違いであり、利上げの判断を困難なものにしている。また、1994年の例では急な引き締めを背景に、メキシコでは通貨危機が発生するなど周辺国へも悪影響をもたらしたこともあり、今回も同様の懸念がある。

過去の利上げ局面における失業率・インフレ率の動き

1994年利上げ	FF金利	失業率	PCEコアデフレーター
93年2月	3.00%	7.8%	2.7%
93年11月	3.00%	6.2%	2.6%
94年2月(利上げ)	3.25%	7.1%	2.3%
94年5月	4.25%	5.9%	2.1%
95年2月	6.00%	5.9%	2.3%

1999年利上げ	FF金利	失業率	PCEコアデフレーター
98年6月	5.50%	4.7%	1.0%
99年3月	4.75%	4.4%	1.2%
99年6月(利上げ)	5.00%	4.5%	1.4%
99年9月	5.25%	4.1%	1.4%
00年6月	6.50%	4.1%	1.7%

2004年利上げ	FF金利	失業率	PCEコアデフレーター
03年6月	1.00%	6.5%	1.4%
04年3月	1.00%	6.0%	1.7%
04年6月(利上げ)	1.25%	5.8%	2.0%
04年9月	1.75%	5.1%	2.0%
05年6月	3.25%	5.2%	2.1%

足元のデータ	FF金利	失業率	PCEコアデフレーター
14年6月	0.125%	6.3%	1.6%
14年9月	0.125%	5.7%	1.6%
14年12月	0.125%	5.4%	1.4%
15年3月	0.125%	5.6%	1.3%
15年6月	0.125%	5.5%	1.3%

(資料) FRB、BLS、BEA

その他の米国経済の概況

市場コンセンサスでは、米国経済は今年も堅調に推移するとしている。第1四半期のGDPがプラスに上方修正、第2四半期は+3.7%との改定値が発表され、第3四半期以降も3%前後の推移を予測している。また、米国の潜在成長率は2%弱であり、潜在成長率近傍で成長率が推移していることから米国経済全体が底堅いと判断できる。

消費はそこまで強くない状況が続いている。個人消費が伸び悩んでいることが、消費者物価の上昇を抑えている側面もあるだろう。しかし小売売上高が伸び悩む一方、自動車の販売台数に関しては年1700万台を越えるペースで推移しており、2000年以来の高水準となっている。住宅市場も、着工件数はリーマン以前の2007年を越えるペースで推移するなど、消費も一部では好調さが伺える。

製造業はドル高や原油安を背景に、回復のペースがやや遅い。7月の鉱工業生産指数ではガス・油田開発の分野でもようやくプラスに転じるなど一服感も見えたが、鉱業全体では低水準で推移しており大きな伸びもまだ期待できない。設備投資もさらなる回復が必要そうである。非製造業は好調だが、賃金の伸びにくいサービス業が新規雇用者数の増加のほとんどを担っているために、米国全体での賃金が伸びにくいという問題が生じている。

米国経済の回復は続いているとはみられるものの、指標によってまちまちであり、雇用を基盤により一層の経済回復が期待される。

9月利上げの可能性

7月以降発表されている経済指標には米国経済の回復を裏付けるようなものも多く、雇用環境が順調に改善を続ければ、インフレ率も将来的に上昇していく蓋然性は高い。長期的に急なインフレが進んでしまう懸念や、再びセッションを迎えたときの政策余地を多く残すために先手を打って利上げすることも十分に考えられる。

一方で7月のFOMCの議事要旨には、物価上昇が中期的に目標を達成する合理的な確証が足りないと指摘され

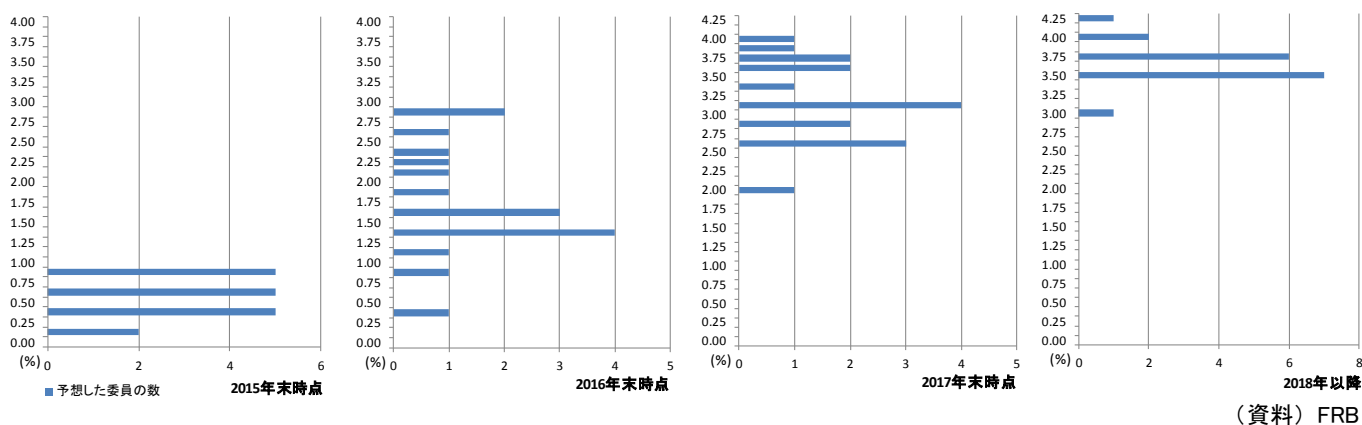
た。利上げが後ずれする要因としては、インフレ率が目標値までまだ遠いこと、世界経済の減速懸念などが主なものとなっている。特に後者は、7月のFOMCの後にも中国の元切り下げというサプライズがあったほか、足元でも上海総合指数の急落が世界的な株価下落を引き起こすなど、世界経済の先行きに対する不透明感は濃くなっている。

今後はインフレ率に加えて、利上げの世界経済への影響をFRBは慎重に見極めていくことになるだろう。直近の判断材料となるのは9月4日発表の8月雇用統計であり、ここで賃金上昇の加速が観測されればインフレへの波及が想定しやすくなり、9月の利上げも正当化される。一方で、まだ経済の強い回復傾向が見られないような場合は、10月以降を利上げのタイミングとして織り込んでいくことになるだろう。

利上げ後も、緩やかなペースで金利を引き上げていく

なお、6月のFOMCにおける今後の予想金利は中央値で2015年末に0.625%、2016年末に1.625%、2017年末に3.125%、2018年以降は3.75%と見込んでいたが、世界経済への懸念等を背景に将来的な利上げはペースダウンするとの見方が強い。

FOMC・FF金利予想(2015年6月)



特に中国経済の減速は、中国依存の強い新興国の経済成長に悪影響を与えている。中国の元切り下げによって輸出競争が激化すること、新興国にとってはマイナス要因となる。1994年の米国の利上げに伴って起きたメキシコの通貨危機同様、今回の利上げでも新興国マネーの引き上げが心配されており、利上げは緩やかかつできるだけ市場と対話・協調しながら実施していくことが最善であろう。

担当	丸紅経済研究所 研究員 吉川涼太	TEL: 03-3282-4123 E-mail: KIKKAWA-R@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。