

資産縮小迫るが利上げには逆風も 7月FOMC 声明文が示した物価判断の下方修正

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 7月FOMCは金融政策を据え置いた。声明文では物価判断の一部を下方修正しつつ、資産縮小の開始時期について「年内」から「比較的早く」へと変更した。
- 後者は下院議会証言でイエレン議長が「自分の考え」として発言していた通りである。内外経済・金融市場の安定が続けば、FOMCは10月の資産縮小開始を9月会合でアナウンスしよう。
- その場合、資産縮小開始を念頭に利上げペースを引き下げるFOMC参加者が出てくるとみられる。他の参加者も利上げペースの再考を迫られる可能性がある。物価が下振れしているためである。

7月25・26日の米連邦公開市場委員会（FOMC）は、金融政策の据え置きを決定した。声明文では物価判断の一部を下方修正しつつ、資産縮小の開始時期について「年内」から「比較的早く」へと変更した。資産縮小時期に関する声明文の変更は「9月アナウンス・10月実施」を示唆している。

声明文の景気判断は一部上方修正されている。修正点は2つあり、1つは雇用増加ペースについて「緩んでいる」という記述が削除された点である。5月雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差13.8万人の増加に留まったことを受けて前回の声明文に加えられたものだったが、6月には同22.2万人の増加となり、4・5月分も上方修正されたことを受けて、「均してみれば、年初来、堅調である」とのシンプルな判断だけとなった。

2つめは、家計支出について企業投資と共に「拡大が続いている」との判断が示された点である。しかし、足元の小売売上高は3カ月前比でみると減速が鮮明である。7月の国内自動車販売台数は年率1,700万台近傍に持ち直すと予想されているものの（公表は8/1）、在庫削減を狙った値引きによる一時的なものである可能性が高く、持続性に乏しいとみられる。雇用情勢は堅調で、消費の減速は一時的なスピード調整という見方が出来るものの、「拡大が続いている」との判断はやや強過ぎるきらいがある。

注目されたのは物価判断の方である。ヘッドラインとコアのインフレ率が「低下しており、2%を下回っている」との判断が示された。前回声明文では「2%を幾分下回っている」との判断であり、今回は「幾分」という文言が削除されたことになる。

2月以降、携帯電話サービス物価と処方薬物価の落ち込みがインフレ率の押し下げ要因となっている。前回会合後の記者会見では、イエレン連邦準備制度理事会（FRB）議長がこれらを「特異な要因」（idiosyncratic factors）と指摘し、物価の基調とは無縁という見方を示した。しかし、同時に「多くのカテゴリーでも弱さがみられるようになっており、注視する必要がある」と述べていた。直近の

コアCPIは前月比年率でみると2%への戻りが弱く、今回の声明文は、FOMC内で物価への警戒姿勢が強まっていることを示唆している。

景気は上方修正、物価は下方修正と判断が分かれる中で、資産縮小の開始時期は近づいた。声明文では、「当面の間は再投資政策を続ける」として、「バランスシートの正常化プログラムを比較的早く開始する」との方針が示された。前回は資産縮小を「年内に」開始することが初めて声明文に示されたが、今回のFOMCはさらに一步踏み込み、再投資政策の継続期間を「当面の間」(for the time being)と限定した上で、資産縮小開始を「比較的早く」(relatively soon)実施することを表明した。「比較的早く」との言い回しは、イエレン議長が下院議会証言(7/12)で「私の考えでは」と断った上で口にしてきたものである。

再投資政策の継続期間と資産縮小の開始時期に関する声明文の変更は、資産縮小決定が9月会合で正式決定され、10月から実施に移されることを示唆する。これを阻むものがあるとすれば、国内よりも国際経済・金融市場の変調の可能性が高い。6月下旬以降の世界的な長期金利上昇の引き金となった欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁(8月24-26日に開催されるジャクソンホールでの経済政策シンポジウムで講演)や英・加中銀の動向、景気安定と構造改革のバランスに苦慮する中国、あるいは北朝鮮や中東等の地政学的リスクなどが挙げられる。

FOMCは、いったん資産縮小を始めれば、後は事前に公表している計画に従うだけで、縮小ペースの変更を会合の主要な論点にはしない。政策スタンスを決める主たる手段である金利政策のみに専念する方針である。その金利政策については「利上げは年内残り1回」というのが、6月会合時点で示されたFOMC参加者らのメディアン予想だったが、資産縮小開始を念頭に9月会合で利上げペースを下方修正する参加者が出てくるだろう。6月会合の議事録で、一部参加者が「資産縮小は金融緩和度合いの縮小につながるため、利上げペースを緩められると考える理由の一つになる」と指摘しているためである。

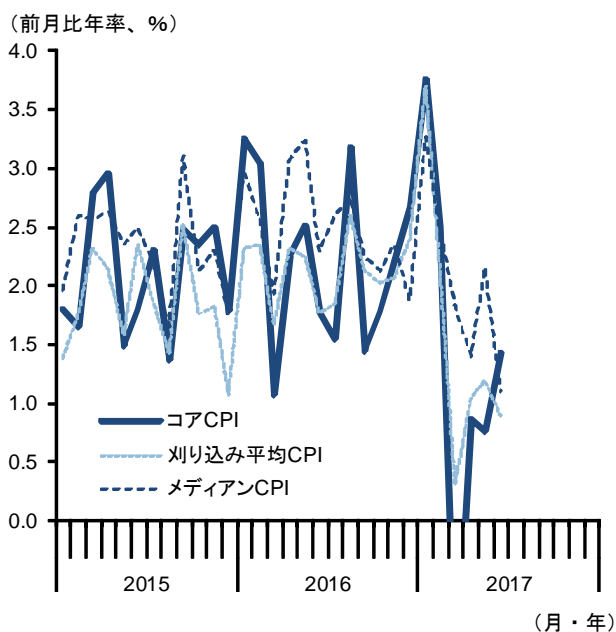
資産縮小開始が利上げペースの再考につながることは考えない参加者にとっても、従来の見通しを維持する上での障害がある。前述したインフレ率の戻りの弱さである。

6月のコアCPIは前月比年率+1.4%と、3月のマイナス1.5%から持ち直しているが、2%の目標には程遠い。品目別インフレ率の分布を知る手がかりとなる「刈り込み平均」や「加重メディアン」をみると、低インフレ方向に分布がシフトしている様子さえうかがえる(図表1)。

インフレ持ち直しの起点となる賃金の伸びが加速感に乏しい状況も変わらない。

改善の動きがない訳ではない。マッチングさ

図表1 基調的なCPIの動向



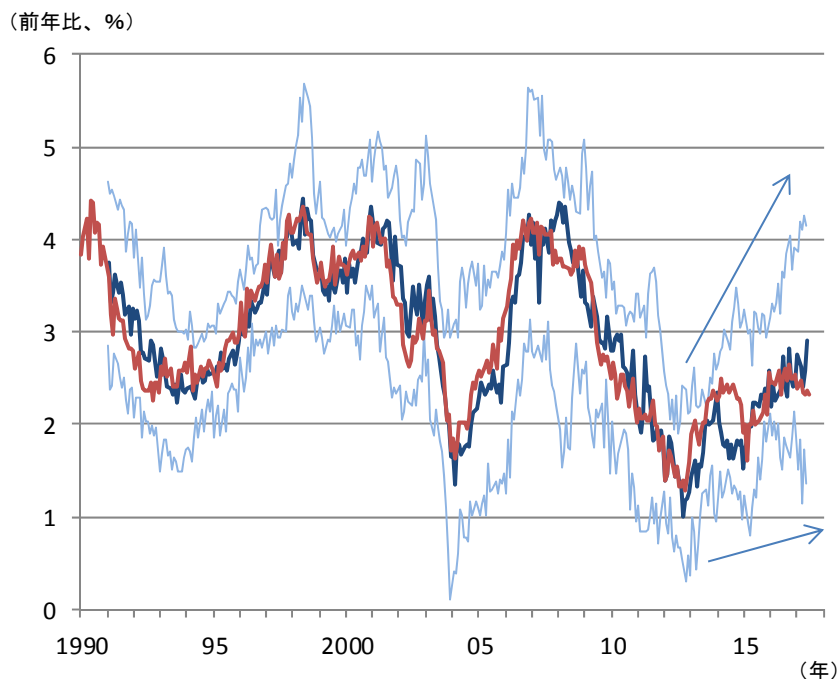
(資料) 米国労働省、クリーブランド連銀より、みずほ総合研究所作成

え成功すれば賃金の伸びが高まることは、転職者の賃金上昇率が2000年代半ばの高さまで回復していることが示している。また最近のページブック（地域経済報告）では、賃金に加えて付加給付の引き上げを迫られ始めているとの報告も増えている。

それでも平均賃金の加速につながらないのは、賃金の伸びが低い分野の労働需要の増加が強まっているためようだ。業種別の時間当たり賃金上昇率の分布をみると、上位25%では賃金の伸びが高まっているが、下位25%がそれに追いついていない（図表2）。賃金上昇率の分布が「ワニの口」のように開く事態は、1990年以降ではほとんど観察されないアノマリーである。

賃金・物価の下振れが続くようなら、FOMCは利上げペースを再考せざるを得ない。

図表2 業種別時間当たり賃金上昇率の分布



(注) 生産・被管理従業員の業種別時間当たり賃金上昇率。
赤線グラフが公表値。濃青線グラフがメディアン。薄青線グラフが上位25%、下位25%。
(資料) 米国労働省より、みずほ総合研究所作成

●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。