

リサーチ TODAY

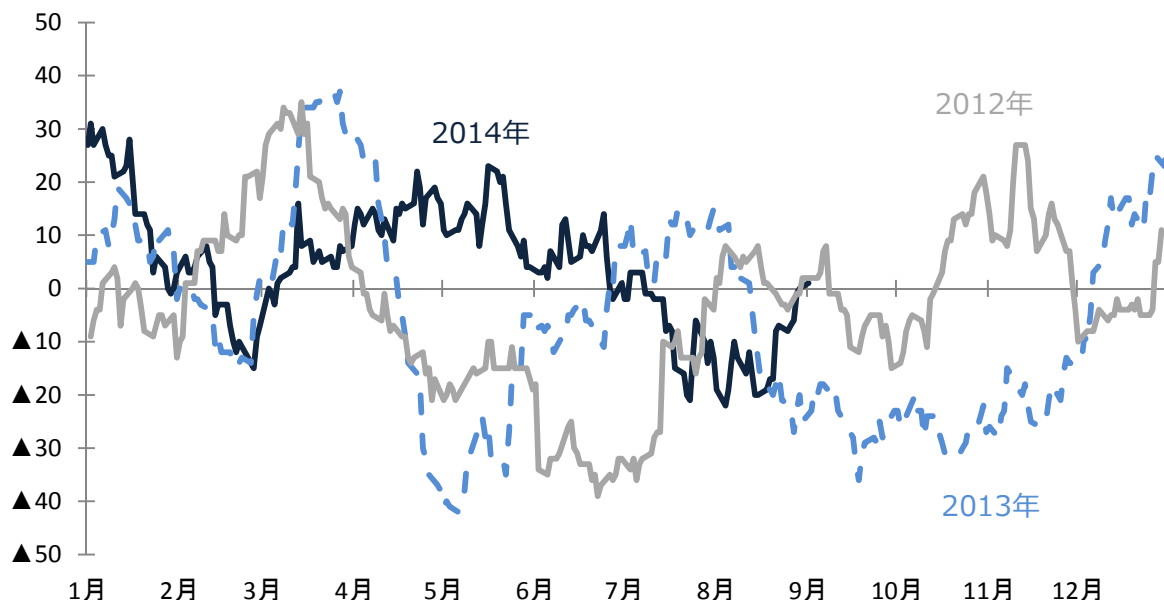
2014年 9月 5日

米国の出口戦略はまだモヤモヤ

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

みずほ総合研究所が独自に作成し公表しているCSI(Cumulative Surprise Index)によれば、最近の米国経済指標は市場予想と比べた変動が次第に小さくなっている。みずほ総合研究所は7月にCSIの変動に関するレポートを発表している¹。下記の図表からCSIが今年6月下旬以降、マイナスに転じていたが、足元では再びプラス圏に戻ってきたことがわかる。最近では、4～6月期のGDP、新築住宅販売、個人所得等の上振れがCSIの改善に寄与している。米国の経済指標は概ね改善を続けており、米国経済の拡大が続いていることを示している²。設備投資動向を見ると、新規受注が拡大基調をたどるとともに、住宅着工は持ち直しており、中古住宅販売も回復が続いている。7月段階で、CSIの下振れにもかかわらず、我々は米国経済の実力は底堅いと評価していたが、その後の夏場にかけての動きは我々が概ね想定していた状況になった。同時に、CSIの変動幅は2007年以降の金融危機を機に拡大していたが、今年になって変動が収拾に向かい始めたと認識している。それは、同時に2007年以降のバランスシート調整において大恐慌以来ともされる有事の状況が収拾に向かい始めたと解釈することもできる。

■ 図表：米国サプライズ指数(CSI)



(注) Bloomberg が公表している全ての米国経済指標の市場コンセンサスと公表値を比較、コンセンサスよりも良好な場合は+1、下回る場合は-1として30日間累計したインデックス。単一の指標でも前月比と前年比があれば夫々を市場コンセンサスと比較してカウント。

(資料) Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

このように米国経済の改善基調のなか、米国FRBは量的緩和第3弾(QE3)の縮小を続け、今年10月にQE3終了を予定している。また、2015年に向け政策金利であるFFレートの引き上げの観測も高まっている。足元の経済情勢の改善から、FFレートの引き上げが前倒しになるのではとの見方が浮上しているのだ。その結果、外国為替市場では年初来の105円台のドル高に戻る動きが生じている。一方、地政学的要因や欧州経済の下振れ不安から国債10年長期金利は、依然として2.4%前後の低金利水準で推移している。

イエレンFRB議長は8月22日のジャクソンホールの講演で「労働需給の緩みは大きく改善してきているが、失業率に示されるほどではない」と述べ、従来と同様、経済指標次第で金融政策が変わりうるとの見方を示している。同時に、労働市場とインフレ率の推移がFOMCの予想より強ければ引締めの前倒しを、弱ければ緩和の長期化を行うとし、金融政策は経済指標次第との姿勢を改めて示している。労働市場のなかで賃金は重要な要素であるが、当社の『みずほ米国経済情報』で示したように(下記の図表)、賃金の解釈によって金融政策へのインプリケーションが異なる結果になる。このうち「ペントアップ賃金デフレ」という仮説が正しければ、賃金の回復を待てば緩和解除が遅れてしまい、「ミスマッチ」仮説が正しければ、賃金の回復に沿った緩和解除は早過ぎたとなり、完全雇用を阻害する。次回のFOMCは9月16・17日であるが、まだまだ金融政策は手探りの状況が続くと展望される。

■図表:賃金に関する2つの仮説と金融政策への示唆

仮説	ペントアップ賃金デフレ仮説	ミスマッチ仮説
	金融危機後、「名目賃金の下方硬直性」の下で、企業は労働需要が弱くても賃金を引き下げることができなかった。相対的に賃金が割高であったことになる。その反動で、労働需給が引き締まっても企業は賃金の伸びを抑えるかもしれない。	深刻な景気後退によって失業期間が長期にわたった労働者や、一度労働市場から退出した労働者は、スキルの劣化などによって再雇用が著しく不利になる。一方、企業は適切なスキルを持つ人材を見出しにくい。
今後の賃金シナリオ	しばらくは、完全雇用と言えるような状況が続いても賃金の伸びは緩やかである。しかし、ペントアップがなくなった時点で賃金は急速に伸びを高めていくだろう。	ミスマッチによって、労働市場が完全雇用状態になるよりも前に賃金の上昇圧力が強まるだろう。
金融政策への示唆	賃金の回復を待つと、緩和解除が遅れ、物価安定を損なうおそれ	賃金の回復と共に緩和解除を行うと、早過ぎた解除となり、完全雇用を阻害するおそれ

(資料) FRB よりみずほ総合研究所作成

ジャクソンホール講演以降、FRBの利上げの前倒し観測が生じた。ただし、例えFFレートの引き上げはあっても、その後のFFレートの引き上げペースは従来に比べて穏やかとなり、到達点の金利水準も従来のピークに比べて低いだろう。前ページで大恐慌以来のバランスシート調整の有事から転換しつつあるとしたが、それだけの震度からの出口には後遺症が不可避であり、昨今は「サマーズの長期停滞論³⁾」として語られやすい。このような考え方の浸透により、利上げ観測が高まっても長期金利が安定していると考えられる。また、FFレート引き上げ観測があっても上記の図表に示したように、FRBのスタンスは手探り状態であり、未だ定まった見方が形成されるに至っていないことも改めて認識する必要がある。なお、季節性も含め年後半に向けた米国経済は回復観測が生じやすいこともあり、利上げ観測はより具体性を増しやすいだろう。

¹ 小野亮 「期待外れの米経済指標とベージュブックをどう読むか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年7月22日)

² 『みずほ米国経済情報』(みずほ総合研究所 2014年8月号 2014年8月27日)

³ 小野亮 「サマーズの長期停滞論」(みずほ総合研究所『みずほリサーチ』2014年9月号 2014年9月1日)