



## 米景気・金利動向

調査研究部 古金 義洋

### ○米景気指標は利下げを必要とするほど悪くない

米国では5月の弱い雇用統計を受けて利下げ観測が一段と高まった。6月10日時点のFF金利先物市場では8月限金利が2.150%（現在の誘導水準目標である2.375%に比べ0.225%ポイント低下）、12月限金利が1.805%（同0.570%ポイント低下）にまで低下した。7月末のFOMC（米公開市場委員会）までに利下げが行われる可能性を9割程度織り込み、年末までに累計2～3回の利下げを織り込んだ数字だ。

利下げ観測がこれほど急速に高まるきっかけは、5月初めの米中貿易協議の事実上の破綻、それに続いて5月30日にトランプ政権が発表した対メキシコ関税引き上げが、米国を含む世界の株式市場を下落させ、世界経済悪化懸念を高めたことだった。

このうち米中摩擦に関して言えば、短期的に鎮まることは考えにくく、6月末の米中首脳会談次第では一段の摩擦激化も予想されるが、対メキシコ問題については関税発動は当面回避されることになった。

この結果、米国株（S&P500株価指数）は5月初めの高値から6月3日にかけて6.9%下落したが、下落幅のうち6月10日現在で7割以上戻した。利下げ観測についてもかなり後退していいように思える。

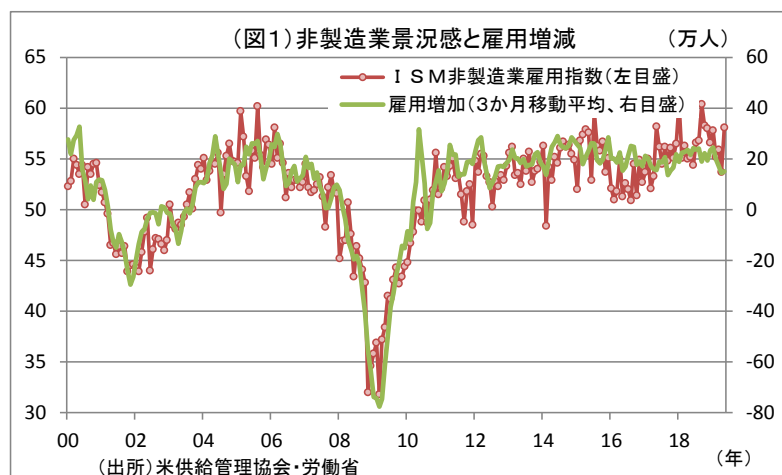
利下げについては景気悪化を予防するための1回程度の利下げがあってもおかしくないといった解説もみられるが、FF金利先物市場が織り

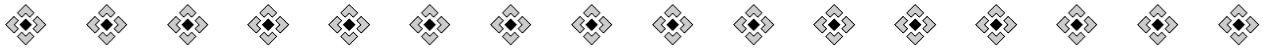
込んでいるような、年末までの2～3回の利下げというのは米国景気の失速を予想しているように思える。

では、先週末発表された5月の雇用統計などの景気指標からみると、利下げが必要なほど、景気は悪化しているのか。

5月の非農業雇用者数の増加幅は7.5万人と前月（22.4万人）から大幅に縮小した。しかしながら、そもそも雇用統計の月ベースの数字は振れが大きいいため、ある程度均した数字でみななければならない。2018年1月～19年3月の月平均雇用者数増加幅は21万人で、これに対して、最近3か月（19年3月～5月）の平均増加幅は15万人に縮小しているため、雇用増加のペースは確かに鈍化していると言える。

ただ、月21万人増加が月15万人増加に減速していることは、増加率でみると年率1.7%だった雇用増加率が、同1.2%に減速したにすぎない。労働生産性上昇率が変わらなければ、GDP成長率も0.5%ポイント低下する計算になる。昨年10～12月の成長率が前年比





3.0%、今年1～3月が同3.2%だったが、これが2.5～2.7%に減速することになるだけのことで、大幅な景気悪化を意味するものではない。

また、最近の雇用者数の伸びの鈍化は、需要面というより供給面の制約からであるようにも思える。すなわち、景気悪化懸念により雇用する側の姿勢が悪化したというより、雇用されるべき労働者が少なくなってきたこと、つまり労働供給側に原因があるとみた方が良いのではないか。

もし、貿易摩擦激化懸念などの理由により、雇用する側の姿勢が悪化したのだとすれば、その動きはISM景気指数など企業の景況感を示す指標に現われているはずだ。

ところが、5月のISM製造業景気指数は米中貿易協議の決裂という大きなニュースを受けたあとでも52.1と前月(52.8)からの低下は限定的にとどまり、先行指標である新規受注指数は52.7と前月(51.7)から逆に上昇した。

もともと貿易問題の影響を受けにくいサービス業の景況感も悪化しなかった。

5月のISM非製造業景気指数は56.9と前月(55.5)に比べ上昇し、うち雇用指数は58.1と前月(53.7)から大幅に上昇した。この「雇用指数」は「非農業雇用者数増加幅」との連動性が高いが、5月の雇用指数の「58.1」は、非農業雇用者数増加幅で言えば「33万人増」程度の雇用増加に見合う数値だ(図1参照)。

一方、労働供給面では最近では労働力人口の頭打ち傾向が目立ち、5月の労働力人口は前年比0.6%の増加にとどまっている。仮に、今後も労働力人口が年率0.6%しか増加せず、

雇用者数が同1.2%増加した場合、労働需給は逼迫(失業率は低下)し続け、賃金上昇圧力は徐々に高まっていくはずだ。

### ○長短金利が表面上は大幅に逆転しているように見えるが・・・

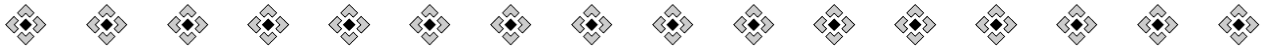
一方、長期金利である米10年国債利回りが2%近くまで低下し、これに対し短期金利であるFF金利が目標水準の2.375%程度にとどまっているため、長短金利が逆転状態にある。こうした長短金利逆転が米国のリセッションの兆候であることも間違いない。

ただ、現在の長短金利逆転は過去の事例にみられたような典型的な長短金利逆転とはやや異なるというのも事実だ。

米10年国債利回りは昨年10月初めの3.2%から直近では2.1%と1%ポイント以上低下したが、この低下幅のうち半分以上は、金利が低下するという予想によるものではなく、タームプレミアムの低下によるものだ。

10年国債利回り=今後10年間の予想名目短期金利+タームプレミアム、と分解できるが、





ニューヨーク連銀の推計によれば、昨年10月の初め時点の予想名目短期金利が3.4%で、タームプレミアムがマイナス0.2%、直近6月7日時点では、予想名目短期金利が3.0%と0.4%ポイント低下する一方、タームプレミアムがマイナス0.9%と0.7%ポイント低下した(図2参照)。

タームプレミアムというのは、投資家が短期投資に比べリスクの高い長期投資の際に要求するプレミアム分で、プラスになるのが普通だ。ところが、現状は、①FRBの国債大量購入による国債需給逼迫、②株価下落のヘッジのための国債保有欲の高まり、などのためにマイナス圏で推移しており、直近ではマイナス0.9%と過去最大のマイナス幅になっている。最近のマイナス幅拡大は、直接的には、このうちの①ではなく、②が大きく作用したものと考えられる。

このタームプレミアムの異常な低下が10年国債利回りを大幅に低下させたわけだが、実際には、タームプレミアムの低下は10年国債といった長期債利回りだけではなく、1~3年程度の比較的短期の国債利回りをも低下させている。そこで、タームプレミアム部分を除いた、予想名目短期金利の数値でも、長短金利が逆転しているのか、つまり将来の金利低下が予想されているのかを確認してみよう。図3がタームプレミアム部分を除いた平均予想短期金利だけで、イールドカーブの動きをみたものだ。

イールドカーブというのは、満期までの期間を横軸、利回りを縦軸にとって、プロットしたもので、景気後退懸念が強い場合は、先行き金利が低下するとの予想を反映

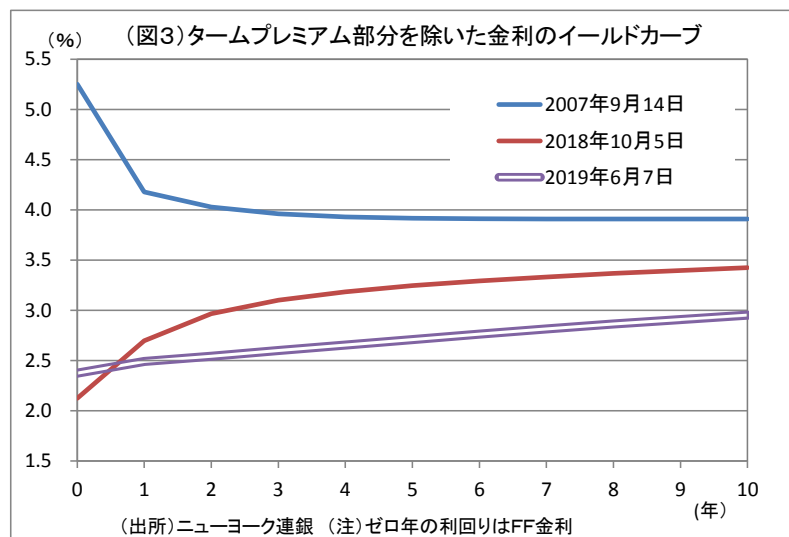
して、右下がりの形状になるのが一般的だ。

リーマンショック前の2007年には確かにイールドカーブは右下がりの状態だった。しかし、直近の動きをみると、6月7日時点での1年金利が2.49%、2年金利が2.54%、3年金利が2.60%、5年金利が2.71%、10年金利が2.95%と右上がり、それぞれ最も短い金利であるFF金利(2.375%)を上回っている。

長短金利は表面上、大幅に逆転しているように見えるが、実際には、最近の株価下落を反映したリスク回避の動きによる債券利回りの全般的な低下が作用していると考えられ、実態は典型的な長短金利逆転の状態にはなっていない。

### ○FOMCは行き過ぎた利下げ予想にどう対応するのか？

少なくとも現時点での米国経済は利下げが必要な状況とは言えなさそうだが、FOMCメンバーの金利見通しなどが発表される6月18~19日のFOMC、さらにはほぼ9割程度利下げが織り込まれている7月30~31日のFOMCが、こうした市場の行き過ぎた利下げ期待にどう対応するかが注目される。3月のF





OMCではFOMCメンバーのFF金利予想（中央値）は2019年末が2.375%のまま、20年中には一度の「利上げ」が実施され、2020年末には2.625%になるという予想だった。言うまでもなく、こうした予想が維持されれば、市場の見方とのかい離が余りにも大きいため、株式市場は動揺することになるだろう。

6月の米中首脳会談が物別れになり、株価が再び急落して、それが世界経済を悪化させるというシナリオでも描かない以上、市場が予想するような「年末までに2～3回の利下げ」ということにはならないのではないか。