

1年ぶりの利上げを決めたFOMC 先行きを左右するのは、次期政権の雇用第一主義

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

- 12月13・14日に開催されたFOMCは、全会一致で1年ぶりの利上げを決めた。完全雇用と物価安定という2つの使命達成に一段と近づいたことが背景にある。
- 大統領選後に株高や消費者マインドの改善が見られる点も利上げを後押ししたとみられる。今回は、政策金利見通しも小幅上方シフトした。実際には次期政権の政策次第であろう。
- 減税、インフラ投資、規制緩和で雇用を増やし、保護主義と反移民政策で雇用を守ろうとする「雇用第一主義」の政策には多くの論点がある。イエレン議長も政策評価は時期尚早と述べた。

1. 1年ぶりの利上げを決める FOMC

12月13・14日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）は、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を、0.25%～0.5%から0.5%～0.75%に引き上げることを全会一致で決定した。利上げは1年ぶりである。

今回の利上げの根拠として、3つのポイントを挙げるができる。

第1は、労働市場の改善である。米国経済は完全雇用に近い状態にある。11月の非農業部門雇用者数は前月から17.6万人増え、2016年初からの雇用増加数は1ヵ月平均18.0万人と堅調な水準である。

失業率は4.6%と2007年8月以来の水準に低下し、イエレン連邦準備制度理事会（FRB）議長が重視する最も広義の失業率U-6で見ても、9.3%と2008年4月の水準に低下した。U-6には、本来望んでいるフルタイム職が見つからないために仕方なくパートタイム職に就いている労働者や、「どうせ職にありつけない」と求職活動を諦めてしまった労働者（いわゆるディスカレジッド・ワーカー）などが含まれる。U-6によって、通常の失業率では捉えきれない雇用問題まで視野を広げてみても、米国の労働市場は国際金融危機前の完全雇用に近い状態まで回復したことが確認できる。

第2に、物価動向が改善している。10月のインフレ率（個人消費支出（PCE）デフレーター上昇率）は前年比+1.4%と、2%のインフレ目標には及ばないものの、2015年に一時前年比+0.2%まで低下していた状況から比較すれば、大きな改善がみられる。2014年後半以降のドル高・原油安の影響が一般化したことが、インフレ率の持ち直しに寄与している。また、変動が小さく、基調的なインフレ率を表す指標として重視されている、食品・エネルギーを除くコア・インフレ率は前年比+1.7%であり、2016年入り後、加速してきている。

こうした実績に加えて、インフレ率の見通しにも光明が差している。前述した労働需給のひっ迫が、賃金上昇率の緩やかな高まりにつながっている点である。11月の時間当たり賃金上昇率は前年比+

2.5%となり、2015年平均の同+2.2%と比べて賃金の伸びは高まっている。また、労働者一人ひとりの賃金の推移を追跡することで産業・職業構造の変化による影響を受けにくいという点で、最も正確な賃金指標の1つと言われるようになってきたアトランタ連銀の賃金追跡指標 (Wage Growth Tracker) によれば、賃金上昇率は10月時点で+3.6%と、2009年初頭以来の高さとなっている（転職者を除く、前年比上昇率の3ヵ月移動平均値）。

生産性の伸びが低い場合、賃金の伸びの高まりは生産コストを押し上げやすくなり、インフレにはプラスの材料である。実際、米国の非農業民間部門の労働生産性上昇率は7～9月期時点で前年比ゼロと低迷している。その結果、単位労働コストは2015年4～6月期以降、前年比+2.0%を超えるようになり、2016年7～9月期には同+3.0%の高さとなっている。

第3の根拠は、大統領選挙が終わり、その後、金融市場では米株高が進み、経済指標も全般的に良好な点である。

前回11月にFOMCが様子見を決めた理由の1つに、翌週に迫る大統領選があったことは疑う余地がない。9月に利上げを迫ったローゼン格林・ボストン連銀総裁は、10月中旬に受けたインタビューで「(判断が) 選挙や政治に大きく左右されてはならないと思う。そうは言うものの、(利上げを11月ではなくさらに) 次の会合に先送りしても計量経済モデル上では経済的な差はない」「選挙が予想外の結果となり、それが経済見通しに影響する可能性はある。そうなれば、FRBとして政策判断時に考慮せざるを得ないだろう」と述べていた (WSJ、10月17日)。そして実際に、ローゼン格林総裁は、選挙直前となる11月FOMCでは据え置きに賛成票を投じた。

大統領選は大勢の人々にとって予想外の結果となったが、懸念されていたような不透明感の広がりや混乱は生じなかった。金融市場ではむしろ、次期政権への期待から株高が進んだ。加えて11月・12月の経済指標は、全体として良好な内容となっている。例えば、ミシガン大によれば、12月の消費者信頼感指数 (速報値) はほぼ2年ぶりの水準に上昇した。調査担当者は「トランプ氏の勝利に対して消費者が反応したことが主因」であり、「過去にないほど多くの消費者が新たな経済政策のポジティブな影響に言及した」と指摘している。12月の利上げの環境は十分に整っていたわけである。

2. 米国経済の弱点

米国経済に弱点がない訳ではない。足元で再燃するドル高が今後の米国経済にもたらし得る悪影響への警戒、そして、未だ続く設備投資の弱さである。後者は前述した労働生産性上昇率の低さ、ひいては中立金利 (自然利子率、あるいは実質均衡金利) の低さの根本的原因でもある。

企業業況を表すISM指数は、製造業、非製造業ともに11月は判断基準である50を超えて上昇し、業況の改善を示している。製造業では53.2と必ずしも高い水準ではないが、8月には50割れとなった状況からは明らかに持ち直している。非製造業では57.2となり、昨年10月以来の高さとなった。2014年終盤以降のドル高 (及び原油安) の影響を受けて大幅に落ち込んでいた輸出も、今夏以降、持ち直している様子が確認できる。

しかし、12月FOMCに向けて用意されたベージュブック (地区連銀経済報告、11月30日) では、ドル高への言及が増えている。大統領選でトランプ氏勝利が決まった後、為替市場ではドル独歩高となり、FRBの名目実効レートは11月8日時点から5%弱上昇している。上昇のほとんどは大統領選の開票日に生

じており、その後の上昇テンポは緩やかであることや、2014年終盤以降のドル高局面と比較すると、足元ではOPEC（石油輸出国機構）と非加盟国が協調減産で合意し原油価格が持ち直している点が異なっている。だがドル高は新興国不安の再燃という面を持つ。米国の次期政権による政策の悪影響（メキシコ、フィリピン）、政情不安（トルコ、ブラジル、インドネシア、南ア）、短期対外債務問題（マレーシア）など、国により不安の背景は異なるが、いずれにせよ、ドル高と新興国経済の減速という経路を通じ、米製造・輸出セクターが再び調整を迫られるリスクに注意が必要になっている。

ドル高にはまた、前述した物価動向の改善に水を差す恐れがある点も忘れてはならない。そもそもインフレ率の先行きについては、インフレ期待の動向や労働需給との関係という点で、多くが期待しているほどインフレ率が高まらないのではないかと思われる。インフレ期待については、金融市場で観察されるBEI（ブレイク・イーブン・インフレーション）は足元上昇しているが、消費者の予想インフレ率（ミシガン大）は緩やかな低下トレンドの中にある。

インフレ率と労働需給の関係とは、労働需給が変化し、賃金や単位労働コストの伸びが変化しても、インフレ率が安定して推移してきたことを指し、「インフレの謎」と言われてきた。

設備投資の弱さは深刻である。機械関連投資の動向を示すコア資本財の出荷・新規受注は、落ち込みこそ止まったとは言え、回復の勢いは鈍く、2016年はほぼ横ばいの動きに留まった。また住宅を除く民間建設投資は、今夏ピークアウトしている。

より重要なのは、成長期待の面から設備投資が高まりにくくなっているのではないかと、という点である。ドル高と原油安によって米企業の設備投資は悪化した。その悪化度合いは、2000年のITバブル崩壊や2008年の国際金融危機と比べて軽微であった。企業の成長期待が大きく悪化していないことが、設備投資の深刻な落ち込みを防いだのである。しかしそれが却って、今後の設備投資の拡大余地を狭めてもいる。後述する次期政権の経済政策が、企業の成長期待を大幅に高めるようなものでない限り（言い換えれば、今の株高にきちんとした根拠を与えるものとならない限り）、設備投資が持ち直したとしても、すぐに「成長期待の天井」にぶつかり、回復は短命に終わる公算が大きい。

今回の声明文において、短期的な見通し上のリスクに対する評価が「ほぼ均衡」のままで、「均衡」に引き上げられなかったのには、以上のドル高や新興国経済の動向、設備投資の弱さなどがあるためではないかとみられる。

3. 上方シフトした政策金利パス

FOMC後の記者会見では、次期政権の経済政策に対する質問が相次いだ。イエレン議長は一部のFOMC参加者がそれを見通しに織り込んだことを明らかにしつつ、「政策の詳細と、それが米国経済にどのような影響を及ぼすのかがはっきりするまでは、金融政策の対応について答えることはできない」と述べた。

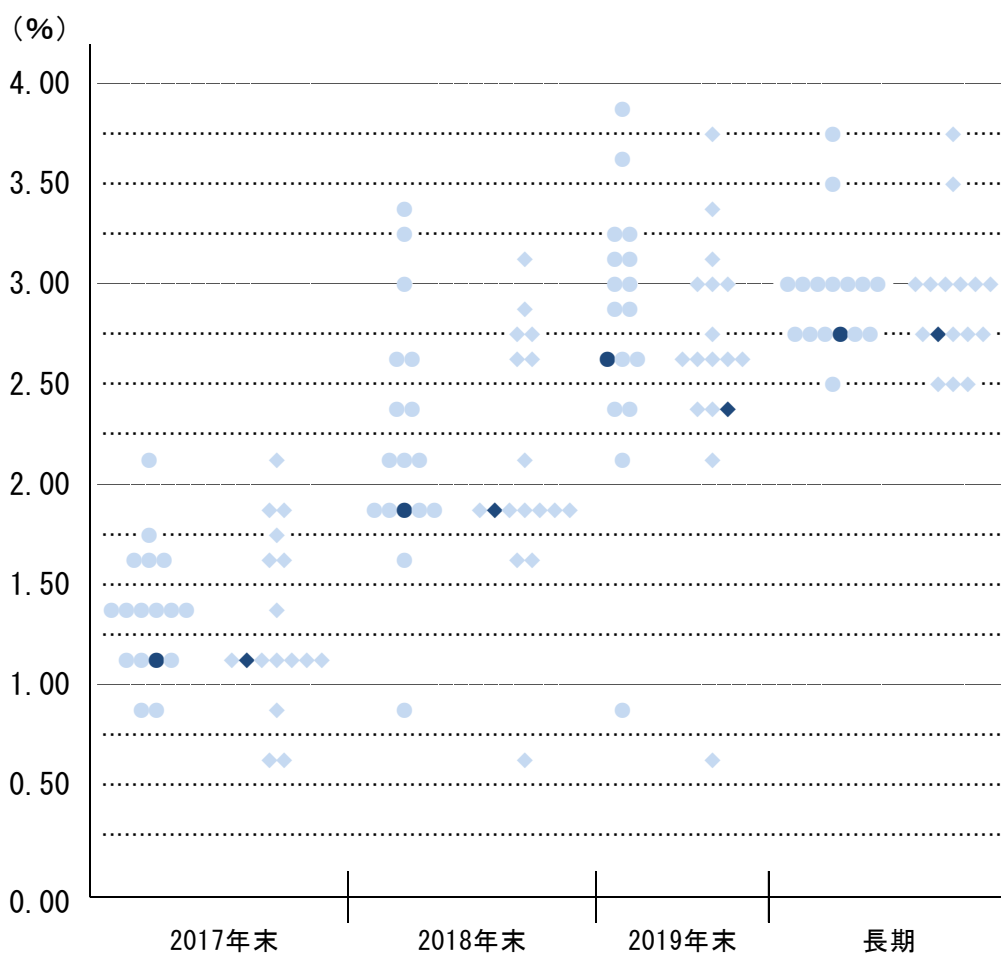
経済見通しはほぼ不変であるが、FOMC参加者の政策金利見通しは上方に分布が広がった。中央値で見ると、2017年の利上げ回数が2回から3回に増え、2018年、2019年はパラレルシフト（利上げ回数は不変で金利水準が0.25%上昇）した（図表1）。イエレン議長の見通しは下から5番目とも言われる。その「イエレンNo. 5」の動きをみると、前回から引き上げられたのは2019年分だけで、2017年、2018年は据え置かれた。「イエレンNo. 5」に着目した場合、今回の政策金利見通しでまず驚いたのはイエレン議

長自身だったということになる。イエレン議長は、政策金利見通しの引き上げを「極めて小さいと強調したい」と述べたが、経済見通しが変わらない中では大きなサプライズとなった。

同様にサプライズだったのは、10月14日の講演で自身が言及した「高圧経済」(high-pressure economy) について、イエレン議長が「それを推奨するとは言っていない」と述べた点である。「高圧経済」とは、端的には、金融緩和を長め・強めに続けることによって、労働市場で取り残された労働者に雇用を創出し、インフレ圧力を高めることを表す。金融危機は、大規模なマイナスの需要ショックをもたらし、それがサプライサイド、特に労働参加率の低下をもたらした。一時的なショックが持続的・恒久的な影響をもたらすことを「履歴効果」(hysteresis) と言い、イエレン議長は講演で「高圧経済」によってこの履歴効果を逆方向に働かせることができるのかどうかを語っていた。

金融市場では、この講演を漸進的利上げ路線をサポートするハト派的なものとして注目していたが、今回の発言はそれを否定したわけである。

図表1 政策金利見通し



(注) ●は12月、◆は9月の分布。●と◆は、下から5番目(イエレン議長とみられる)。
 (資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

4. (製造業) 雇用第一主義

一部のFOMC参加者が見通しに織り込み始めた次期政権の政策は、財政政策や規制緩和など多岐にわたるが、共通項は「雇用第一主義」である。完全雇用下の米国経済にとって必要なのは一段の雇用ではなく、生産性を高めるための投資であるが、トランプ氏は雇用、とりわけ製造業の雇用にこだわりをみせる。雇用第一主義には2つのアプローチがある。1つは雇用を増やすアプローチであり、減税、インフラ投資、規制緩和という、いわゆるトランプノミクスと呼ばれているものだ。株高をもたらしている投資家の期待が集まっているのも、このトランプノミクスに対してである。

もう1つのアプローチは、雇用を守ろうとするアプローチであり、保護主義と反移民政策である。大統領就任前の今、繰り返されている「個別企業への介入」も雇用を守る手段であり、また、「1つの中国」政策を疑問視した（おそらく突発的な）発言も、外交政策が雇用を守ること（対中貿易赤字問題）に劣位する印象を与えた。

将来の金融政策の行方を考える上では、まずポジティブな期待が集まるトランプノミクスの詳細が必要である。民間エコノミストは強い仮定の下でシナリオを作るが、FOMCはそうはいかない。

「トランプノミクスのポジティブな経済効果が大きければ大きいほど、将来の利上げペースが速くなる」という考えは正しい。しかし、果たしてどんなタイミングでどんな政策が取られるのか。経済効果を問う以前に、トランプノミクスには次のように多くの論点がある。

- ・ 税制改革はトランプ氏の公約通り大規模となるのか、共和党の提案する規模に縮小するのか。減税規模に関するTax Policy Centerの推計によれば、両者の間には10年間で3兆ドルもの開きがある。トランプ氏の公約は共和党の2倍だ。大きな開きのある税制改革について、どの項目についてトランプ氏と共和党は譲歩・妥協しあうのか。減税措置だけが残るのか、増税措置はどれだけ残るのか。後者には、後述する保護主義と関連する措置も含まれている。ノースカロライナ州で「レーガン以来の、レーガンよりも大きな減税だ」と誇らしげに語ったトランプ氏は、減税規模の縮小を受け入れられるのか。共和党内の財政均衡派は高額の減税に我慢できるのか。
- ・ 減税は2001年のブッシュ減税のように遡及措置が取られ、2017年中央には実施されるのか、それとも2018年1月1日施行となるのか。
- ・ インフラ投資の規模は、トランプ氏が地方遊説で言及している10年間で1兆ドルなのか、政権移行チームのウェブサイトに掲載されていた5,500億ドルなのか。
- ・ インフラ投資の資金はどのように調達されるのか。ムニューチン次期財務長官が言及したインフラ投資銀行という新しい政府系金融機関の設立を通じて行われるのか。ロス次期商務長官が経済顧問のナバロ氏と共に提案した、新たな税額控除制度を使った民間からの株式調達（+民間借入）で行われるのか。オバマ政権で実績のあるBuild America Bondを用いた州・地方政府を通じたインフラ投資とするのか。

- ・インフラ投資では新幹線や新たな高速道路が建設されるのか。古びた既存の高速道路や混雑する空港の改修が行われるのか。プロジェクトは誰が選択し、許認可はいつおりののか。
- ・インフラ投資のためのリソースは、安く、容易に揃うのか、それともボトルネックに直面し得るのか。あるいはインフラ投資に振り向けられるリソースは、予定されていた他のプロジェクト（官民を問わず）のリソースを奪うことはないのか。インフラ投資そのものが、すでに予定されていたプロジェクトの代替に終わることはないのか。
- ・ニューヨークタイムズ紙との会談で、トランプ氏自身は「インフラ投資は最優先事項ではない」と述べ、雇用促進効果を疑問視さえしていること明らかになった。そうした同氏の姿勢は、インフラ投資計画にどのような影響をもたらすのか。
- ・トランプ氏はミシガン州での演説で「規制を80%、85%くらい引き下げる」と言っているが、具体的に何を、どんなタイムスパンで実現しようとしているのか。規制緩和によって事業機会を失う企業や、職を奪われる労働者はいないのか。規制緩和によって外部不経済が強まることはないのか。規制緩和は消費者の嗜好に沿ったものか、それに反するものか。

5. 反動

雇用を守ろうとしてトランプ氏が選択するアプローチでは、雇用を守ることはできないだろう。それを織り込もうとすれば、FOMCはむしろこれまで以上に利上げに慎重にならざるを得ないと思われる。

トランプ氏は、年間8,000億ドルの貿易赤字を「経済成長を奪う慢性的問題であり、雇用と福祉を破壊するもの」と捉えている。「10月に記録した400億ドルの貿易赤字のうち、300億ドルが対中国」であり、通商交渉が必要だと言う。「中国がWTOに加盟してから、米国では7万の工場が閉鎖した」と言い続け、「NAFTA以来、オハイオ州では製造業の3分の1の雇用が失われ」「ノースカロライナ州では半分が失われた」と主張する。貿易赤字を敵視する姿勢は、1980年代や1990年代前半の米国を彷彿とさせる。

もっとも、トランプ氏は、通商交渉の必要性を訴えつつ、貿易相手国への直接批判をできるだけ抑えようとしているように見える。トランプ氏が「我々は、雇用泥棒が跋扈する世界に生きている」と言うとき、雇用泥棒として個別の貿易相手国を名指ししない。異なる文章のつながり（文脈）の中で、雇用泥棒は誰かを示唆するに留めようとしている。個別国の名前を指摘するときには、「～や、他のどの国に対しても」と言葉を続けることで、攻撃性を和らげるケースもある。

現時点でのトランプ氏の攻撃の矛先は、貿易相手国よりも米国企業に向けられている。FOXニュースのインタビューで「自由市場への介入ではないか」と問われたトランプ氏は、「工場を海外に移して、そこで作ったモノを米国で売るという状態は、自由市場とは言えない」と反論している。「それは馬鹿げた市場だ。自分は自由な取引に大いに賛同するが、取引はフェアでなければならない」と、フェアという概念で自身の行動を正当化しようとしている。

しかし、個別企業への介入と、産業界との協調は別物である。後者には財界人を集めた「戦略・政策フォーラム」の形成や、複数のIT企業経営者との懇談（ハイテク・サミット）が相当し、これらに

はポジティブな対話が期待できる。これに対して前者は、介入を受けていない他の企業経営者を委縮させてしまう。雇用を守るというトランプ氏の狙いとは正反対の効果をもたらしかねないのである。

また今は米国企業に対して向けられている攻撃の矛先が、急に貿易相手国、あるいは海外企業に向けられかねないことには十分な警戒が必要である。前述したドル高による製造業の業況や雇用の悪化は、その引き金となり得る。加えて、トランプ氏自身が貿易相手国への批判を和らげ、「落ち着いた、良き大統領」を演じようとしているにもかかわらず、政策の実行部隊である商務長官とUSTR（米国通商代表部）が保護主義派で占められようとしている事実を無視することはできない。

雇用を守ろうとするアプローチが持つマイナスの側面が、実際にどのような形で現れるのか。トランプノミクスのプラスの側面が凌駕するのか。これらもまた、米金融政策の先行きを考える上では避けて通れない論点である。

6. FRB への政治的干渉

雇用第一主義と言えるスタンスを持つトランプ氏は、FOMCの利上げをどう評価するのか。そして、現時点ではほとんど未知数であるトランプ氏の為替相場に対する考え方はどんなものなのか。2017年の米金融政策は、こうした政治的干渉も避けて通れない。

今回を含め、FOMCの利上げが雇用悪化に結びつかない限り、現在のトランプ氏はイエレンFRB議長を責めることはないだろう。完全雇用下でインフレ率が高まらない「ゴルディロックス」（ほどよい経済状態）は、トランプ氏とFOMCにとってWin-Winの関係をもたらす。しかし、インフレ率が予想以上に高まる動きをみせたり、FOMCが金融バブルの膨張に警戒感を示し、その予防策としての利上げペースの速まりを示唆したりするようなら、Win-Winの関係は崩れていくだろう。トランプ氏の攻撃が、貿易相手国や海外企業のみならず、FRB/FOMCにも向けられる可能性は否定できない。今回の記者会見では、イエレン議長は次期政権に対する政策上の助言や、その逆を否定し、FRBの独立性を強調した。

大統領選後、トランプ氏の為替相場に対する考え方はほとんど明らかになっていない。為替相場についての言及は、中国の切り下げに留まる。雇用第一主義に沿って考えると、1990年代後半のように「強いドルは国益」として世界中から資金を集め、雇用を増やす戦略をトランプ氏が採用する余地は残されている。一方で、ドル高の悪影響が顕著なら、FOMCの利上げ路線が批判の対象となり、さらにトランプ氏がドル高是正を求めるシナリオも考えられる。

雇用が維持・増加する限り、そしてイエレンFRB議長が自ら望まない限り、2018年2月に任期が切れるイエレン議長の再任をトランプ氏は問題視しないだろう。今回の記者会見でイエレン議長は、少なくとも現在の任期を全うする意向を（当然ながら）示している。気がかりなのは、トランプ氏よりも共和党議会の動向である。米金融政策に対する監視強化や金融規制の見直しなど、共和党議会からは様々な側面で干渉が強まるとみられる。