

ハト派化した印象を与えたイエレン FRB 議長の議会証言

～オバマケア代替法案をめぐり共和党は分裂～

佐古 佳史

要旨

6月のFOMCでは楽観的なインフレ予想と強気な政策金利の見通しを示したFRBであったが、7月13～14日の公聴会において、イエレン議長がインフレ鈍化の長期化に懸念を示したこと、ハト派化した印象を市場に与えた。

足元の経済指標からは1～3ヶ月期の落ち込みが一時的と確認できる。一方、オバマケア代替法案をめぐり上院共和党が分裂しており、減税政策案の採択は雲行きが怪しくなってきた。

オバマケア代替法案をめぐる混乱

トランプ政権による大規模な減税政策等が実現に向けてなかなか前進しない中、国際通貨基金は、6月27日に発表した対米4条協議報告書において、政策的不確実性を理由に、税制改革と支出削減を米国経済予測の仮定から除外（2017年の米国経済成長率は2.1%へ下方修正）するなど、トランプ政権への期待が後退している。

こうした中、7月17日に共和党は医療保険改革法（オバマケア）代替法案の修正案の上院での採決を見送った。上院100議席中、共和党は52席を占めているが、4名が修正案に反対を表明したことで、可決に必要な人数を確保できなくなった。今後、共和党は代替案からは一旦手を引き、まずはオバマケアの撤廃を目指すことになりそうだが、複数の共和党議員が単なる撤廃にも反対を表明していることから、難航することは間違いない。

トランプ大統領は、オバマケア撤廃により捻出される財源を活用して大規模減税を行う目算であるため、減税が早期に実施される見通しが一段と遠のいたと言える。

さらに、米議会予算局が6月29日に公表した報告書によると、米政府は連邦債務上限を引き上げない限り、10月初旬から中旬頃に資金が底を突く可能性がある。ムニューション財務長官は、議会が夏季休会入りする前に債務上限の引き上げを採決するよう求めており、今後の展開には注意する必要がありそうだ。

経済指標を確認すると、5月はやや弱い指標が散見されたものの、6月は強い指標が複数発表された。特に企業部門が強く、製造

債務上限問題

景気の先行き：回復基調を維持

伸び悩む物価・小売売上高

業・非製造業ともに6月のISM景況指数が先月から上昇した（それぞれ57.8%と57.4%）。その内、受注指数の上昇が顕著であり、先行きについても良好な景況感を維持しそうである。堅調な雇用統計や鉱工業生産、住宅着工件数等が発表されたこともあり、連邦準備制度理事会（FRB）の想定通り、1～3月期に見られた米国経済の減速は一時的であったと判断して良いだろう。

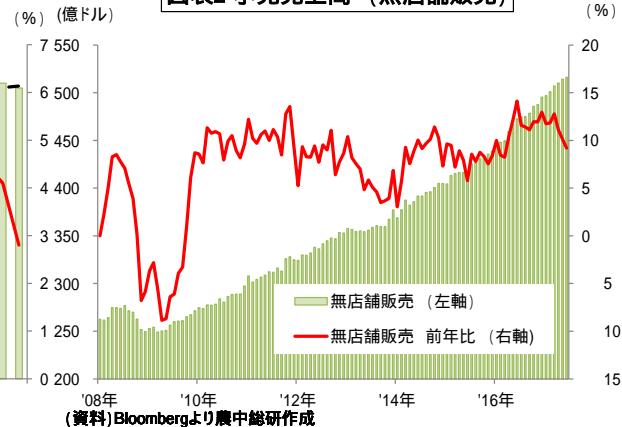
一方、インフレ率は依然として鈍い上昇にとどまっている。5月のPCEデフレーター、6月のCPIはそれぞれ1.4%、1.7%と冴えなかった。また6月の賃金上昇率は2.5%と市場予想を下回った。加えて、懸念も浮上している。5、6月と小売売上高が減少する等、消費が伸び悩んでいることが伺える。業種ごとにみると、無店舗小売が拡大傾向である一方で、自動車関連が伸び悩んでいることが見てとれる。

アマゾンに代表される無店舗小売の売上高は年率約10%で伸びており、小売売上高全体に占める割合は10%を超えていている。無店舗販売の増加の主な要因として、80年代から00年代初めに生まれたミレニアム世代を中心的な消費者になりつつあることが指摘されており、今後とも無店舗販売の増加が見込まれる。

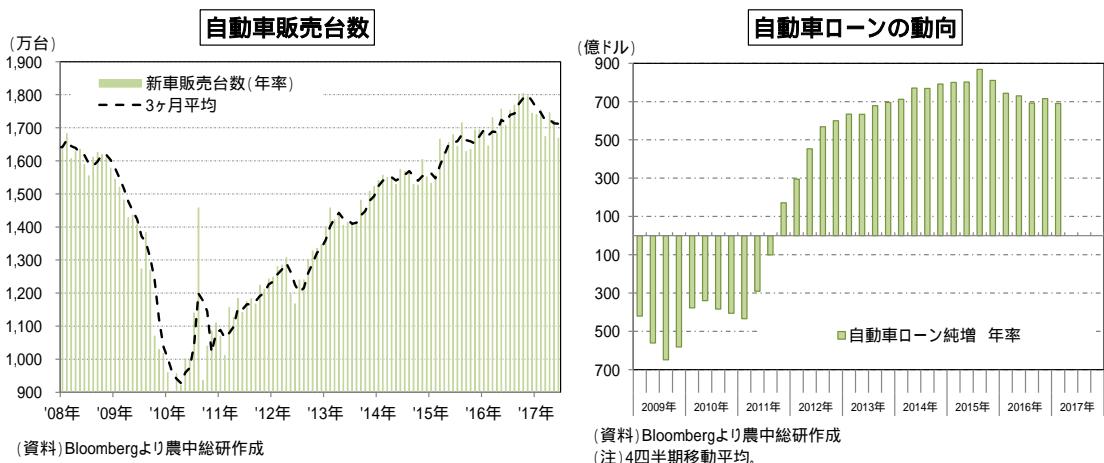
図表1 小売売上高



図表2 小売売上高（無店舗販売）



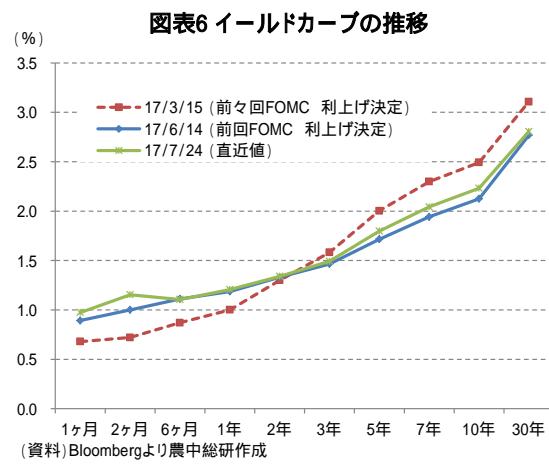
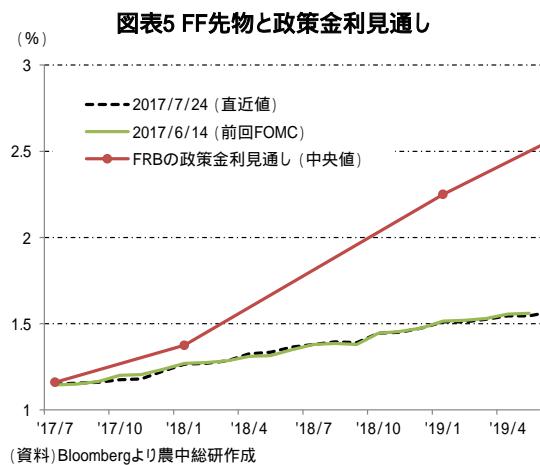
一方で、小売売上高の約20%を占める自動車関連は16年には年率1,700万台後半ペースで推移していたが、17年上期にかけて頭打ちとなっている。販売台数が増加した12年以降は自動車ローンも増加していることが伺える。自動車ローンの需要は減少しており、審査基準は厳格化しているとのFRBによる銀行上級貸出担当者調査や、南部の一部の都市では自動車ローンの深刻な延滞が生じているとのセントルイス地区連銀の報告等からも、今後とも新車販売台数が伸び悩むと見込まれる。



イエレン議長、 低インフレの長 期化に懸念も

7月12日の米下院金融委員会の公聴会にてイエレンFRB議長は、低インフレ率の長期化についての懸念を表明すると同時に、政策金利の誘導目標を中立金利（注1）へと引き上げるまで、今後の利上げ回数はそれほど多くないという趣旨の発言をした。インフレ指標の鈍化は一時的と断言して今年あと1回、来年3回の利上げを正当化していた従来のスタンスと比べるとハト派化した印象で、マーケットに歩み寄った形となった。こうした中、7月25～26日に開催されるFOMCにて利上げが行われるとは想定しにくい。一方、イエレン議長はバランスシート（B/S）の縮小について今年中に開始する予定との認識を改めて示した。早ければ9月にもB/S縮小が決定されるとの見方もある中、7月のFOMCにて具体的な開始時期について何らかの見解が発表されるのかにも注目が集まる。また、公聴会にて言及されなかったB/Sの最適な規模についても、FOMCの見解がいずれ示されるであろう。

（注1）中立金利とは、インフレ率を上昇も下落もさせない政策金利のことであり、経済モデルによる推定か、過去の長期間の金利の平均値を代用することで求められる。



イールドカーブの推移をみると、FOMC の利上げ見通しやドラギ欧洲中央銀行（ECB）総裁のタカ派発言等を受け、前々回 FOMC（3月15日）時や前回 FOMC（6月14日）時から、金利は短期ゾーンで上昇した一方で、弱いインフレ見通しを反映し、長期～超長期にかけてはむしろ低下している。結果としてイールドカーブはフラット化している。



(資料) Bloombergより農中総研作成

金融市場：現状・見通し・注目点

4月中に2.1%台まで低下した長期金利（米国債10年物利回り）は、その後はリスクイベントの通過、利上げ確率の上昇等とともに、5月中旬には2.4%台を回復した。その後は再び低下し、6月下旬には物価の伸びの鈍化等から一旦は2.2%台を割り込んだが、ドラギ ECB 総裁のタカ派発言や、米ISM 製造業指景況数等の強い経済指標を受け、7月初めにかけて2.4%目前に迫った。しかし、足元では、イエレン議長が公聴会にてハト派化した印象を与えた影響で再び金利は低下し、2.2%台半ばで推移している。今後については、インフレ指標をFRBがどのように解釈し、利上げ見通しを修正するのかどうかが焦点になろう。

株式市場では、5月から6月前半にかけて、主要指数が上値を追う展開が続いた。6月半ば以降は方向感を欠いたが、7月に入り、雇用・生産等で好調な経済指標が確認されたことや、イエレン議長の公聴会での発言等を受けて、主要指数が史上最高値を更新した。堅調な米国経済を背景に好調な決算発表が発表される見通しであり、低いインフレ率によって再びハト派化しつつあるFRBのスタンスも追い風となって、今後も株価は上値を追う展開が続くと見込まれる。

（17.7.24現在）