



## 米国における金融引締めの影響と留意点

### [問題意識]

米国では、インフレを鎮静化するため、FRBが2022年3月以降政策金利であるFFレートを急ピッチで引き上げるとともに、6月以降は量的引締め(Quantitative Tightening)も併せて実施しています。金融引締めのフェーズに入って既に9か月が経過しましたが、その効果はどの程度顕在化しているのでしょうか。米国でいつ、どのようにインフレが鎮静化するのかということは、日本の金融経済にも大きな影響を与えますので、現状を整理するとともに、今後の留意点を考えます。

### [分析方法]

実体経済は、FFレートの引き上げとQTを併せて実施した前回の金融引締め局面(17年10月～19年7月)において、長期金利が低下し始めた時期(18年10月～12月)と、今回を対比しながら検証します。金融面では、米銀の貸出状況やイールドカーブの変化などから分析します。

### [要約]

金融引締めにより、実体経済は徐々に減速していますが、全体としてはまだ堅調な状態が続いています。銀行貸出も、強い資金需要を背景に大幅な増加を続けています。こうしたなか、長期金利が低下し、長短金利の逆転(逆イールド)が歴史的な水準まで拡大しています。足許で、非製造業の景況感が改善したり、住宅価格の前月比がプラスになったりする現象は、長期金利の低下が需要を再び刺激することで、インフレが再燃する可能性を示唆しているのかもしれませんが、インフレが再燃すると、FRBは一段と金融引締めを強化し、経済へのブレーキを一層強く踏むこととなりますので、景気後退とインフレが同時進行するスタグフレーションに陥る可能性があります。このため、歴史的な逆イールドが実体経済にどのような影響を与えるかという点には、細心の注意を払って見ていく必要があります。

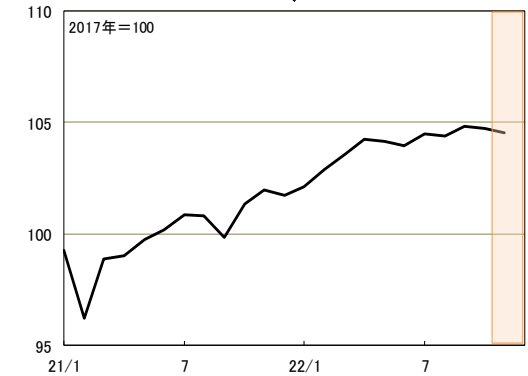
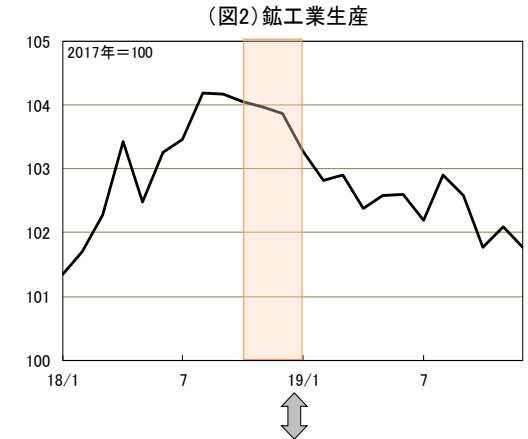
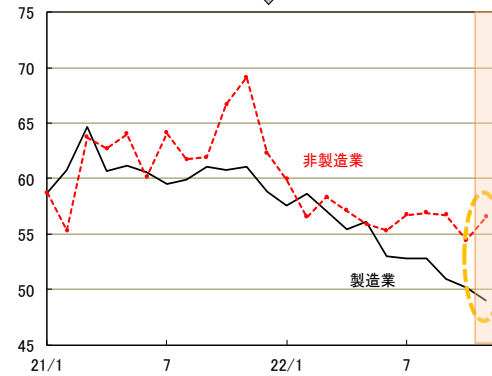
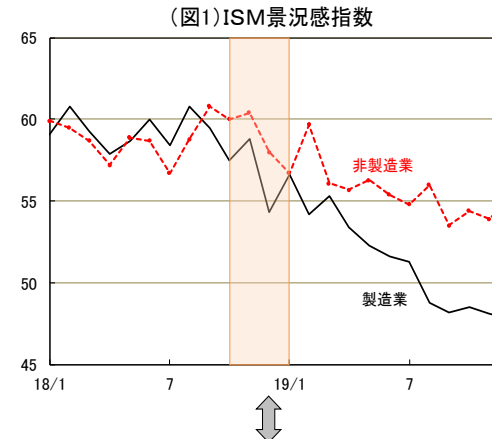
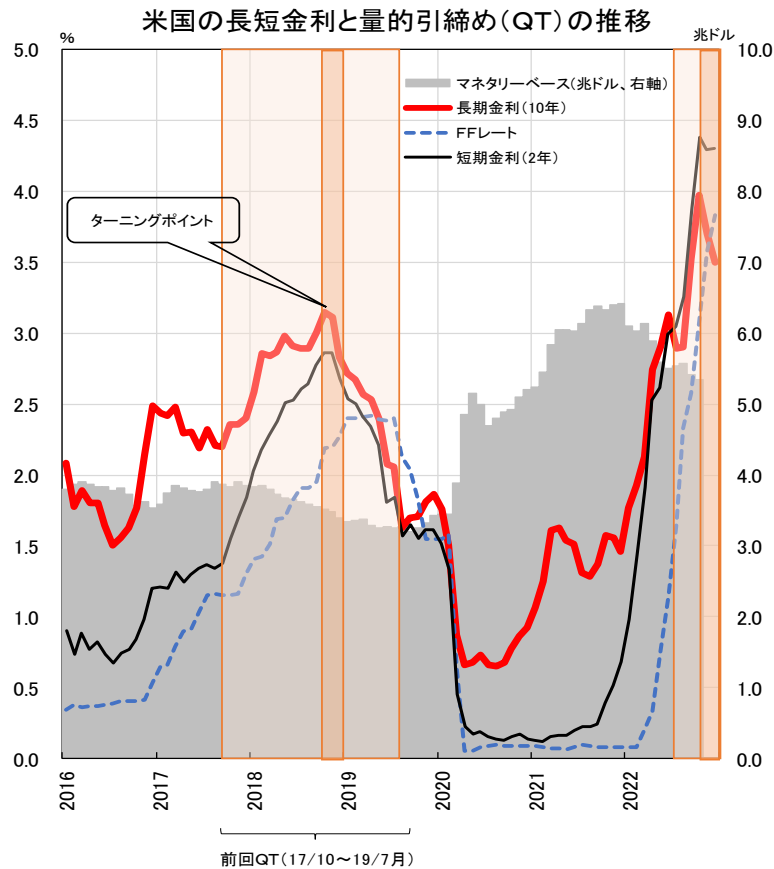
# 1. 実体経済(1/2)

左図では、FFレートとQTを併せて実施した前回の金融引締め局面(17年10月～19年7月)における長期金利のターニングポイント(18年10～12月)と、今回の金融引締め局面において長期金利が低下し始めた時期を、濃い網掛けで示しています。

図1～6で、主な経済指標の具体的な動きをみてみます。上段が前回で、下段が今回です。前回をみてみると、実体経済が明らかに減速している状況を確認しつつ、長期金利が低下していったことがわかります。では、今回はどのような状況なのでしょう。個別にみていきます。

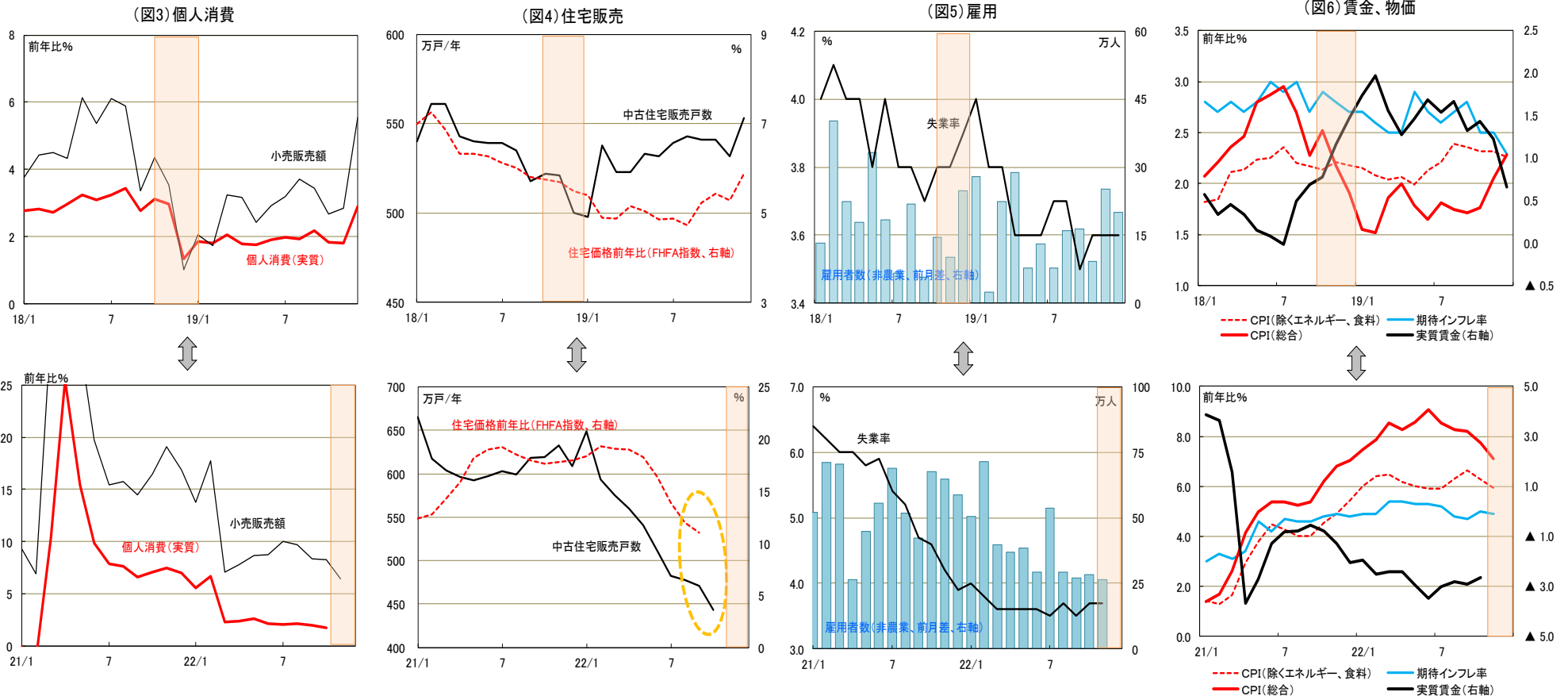
(図1) 景況感は、製造業は悪化傾向が続いていますが、非製造業は足許で改善しています。

(図2) 鉱工業生産は、高水準を維持しています。



# 1. 実体経済(2/2)

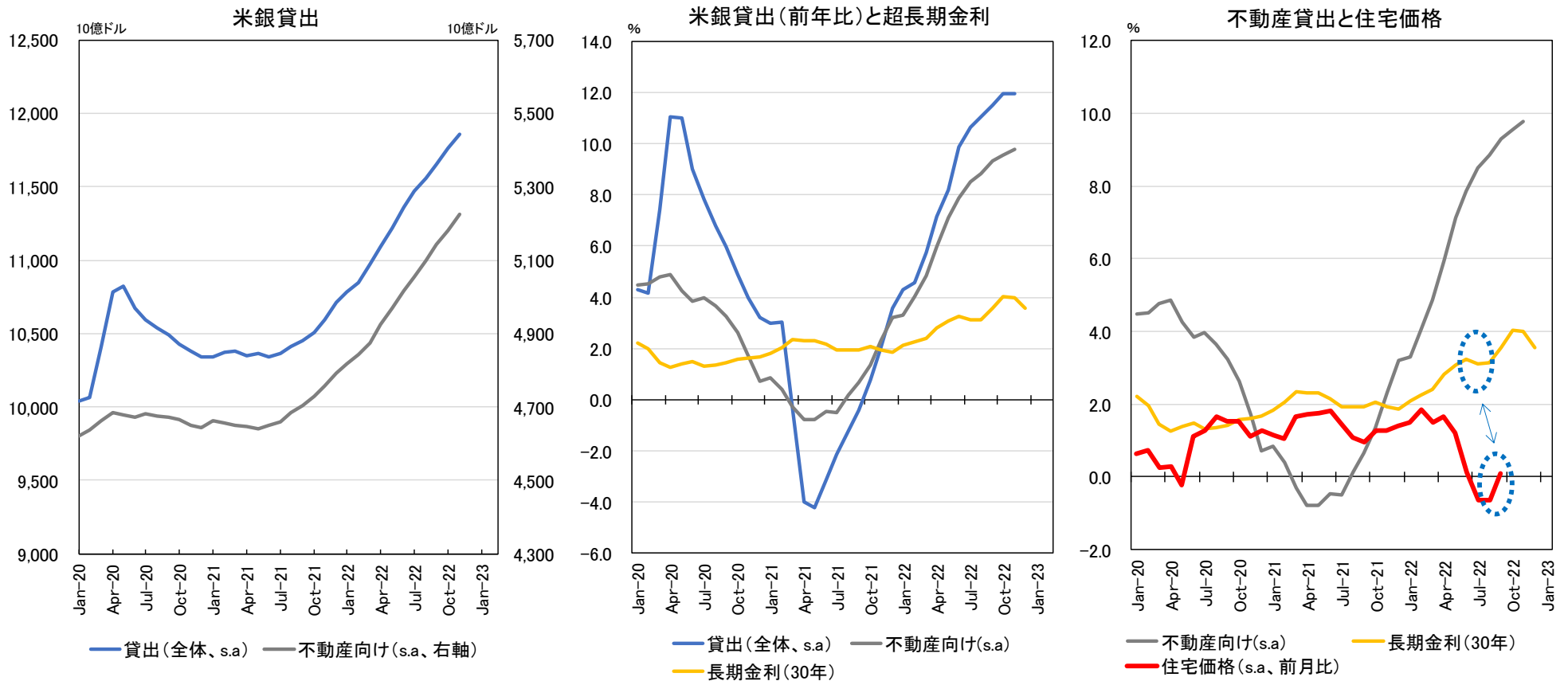
(図3) 個人消費は、前年比プラス幅は緩やかに縮小していますが、前回と比較すると底堅く推移しています。  
 (図4) 中古住宅販売戸数は、金利感応度の高い分野ですので、金融引締めの影響を強く受け減少傾向にあります。住宅価格は、前年比プラス幅は縮小していますが、前月比ではプラスとなりました(3頁右図)。  
 (図5) 雇用は、低水準の失業率が続いていますので、雇用環境はタイトな状態が続いています。  
 (図6) 賃金と物価は、CPI(総合)前年比は縮小していますが、コアコアCPI(除くエネルギー、食料)は高水準が続いています。  
 以上から、米国の実体経済は、金融引締めの効果が徐々に顕在化しつつありますが、まだ堅調な状態を保っています。前回と比較しても、まだ十分な効果は現れていません。このため、FRBは当面金融引締めを継続せざるを得ないと考えられます。



## 2. 金融(1/2)

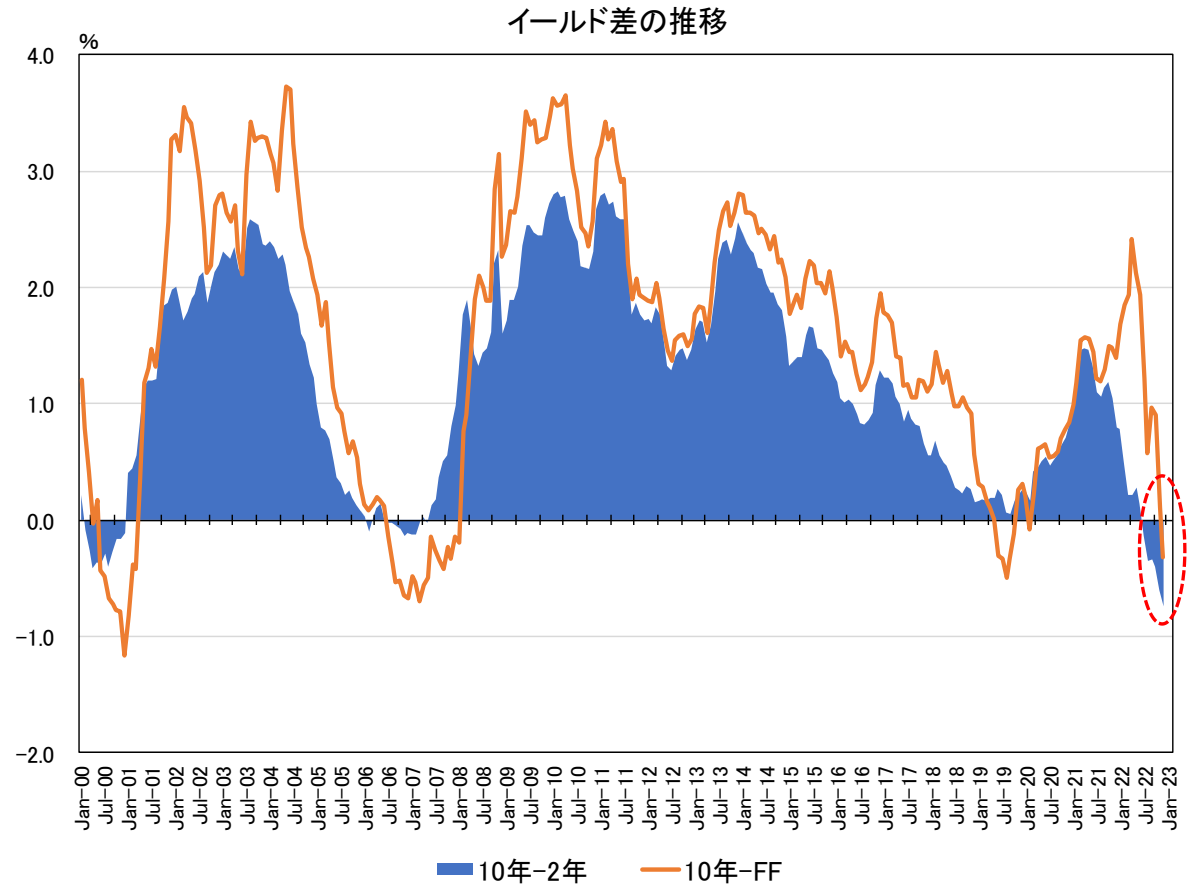
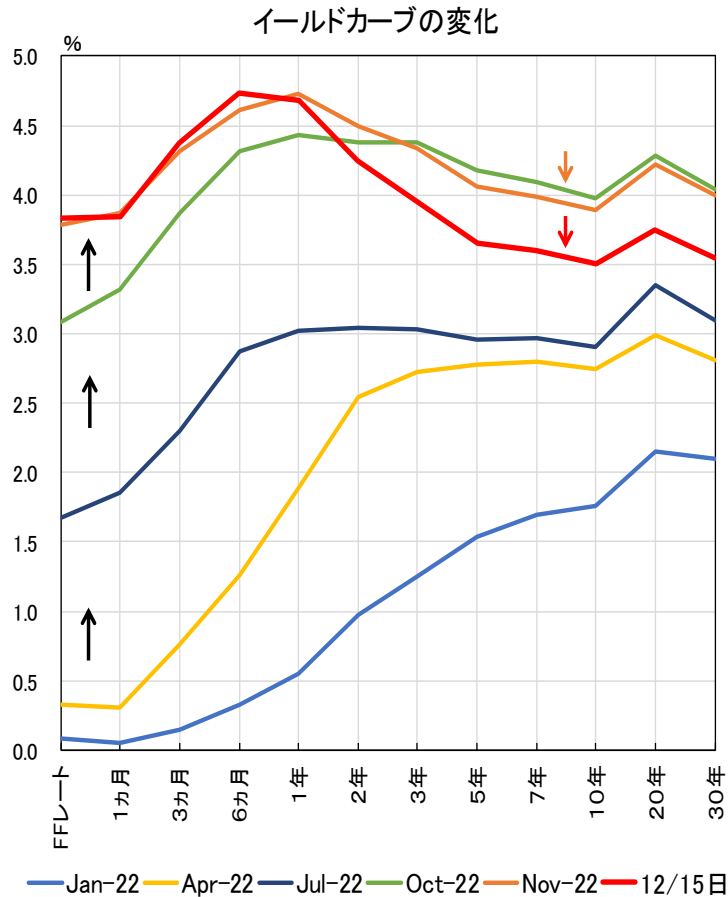
米銀の貸出(含む不動産向け)をみると、大幅な増加傾向に変化がありませんので、金融引締め効果はまだ顕在化していません。強い資金需要が存在し続けている証左ですので、实体经济の堅調さを裏付けています(左図)。

住宅価格は、金融引締めが始まると下落していましたが、直近のデータでは前月比がプラスになっています(右図)。これは、不動産向け貸出が大幅に増加(強い資金需要が存在)しているなか、金利感応度が高い分野だけに、長期金利の低下が影響している可能性が考えられます。



## 2. 金融(2/2)

米国のイールドカーブは、11月以降長短金利の逆転(逆イールド)が顕著になっています(左図)。米国債10年と同2年の逆イールドは、既に過去に例がないほど拡大し、10年とFFレートも逆イールドの幅を拡大しつつあります(右図)。今後もFRBによるFFレートの引き上げが見込まれることから、更に逆イールド幅が拡大することが予想されます。こうした過去に経験したことのない逆イールドが、実体経済や金融市場にどのような影響を与えるのかを、よく見ていく必要があります。



### 3. まとめ

米国の実体経済は、金融引締め効果が徐々に顕在化しつつありますが、まだ堅調な状態です。資金需要が強く、銀行貸出が大幅に増加し続けているなか、長期金利が徐々に低下し、逆イールドが歴史的な水準まで拡大しています。長期金利の低下は、金融緩和効果をもたらしますので、一部で再び需要を刺激し始めている可能性があります。住宅価格の前月比プラスや非製造業の景況感の改善といった現象は、その可能性を示唆しているのかもしれませんが、もし、需要が再び拡大しインフレが再燃すると、FRBは金融引締めを一段と強化し、経済へのブレーキを一層強く踏むこととなりますので、想定以上の経済のハードランディング(景気後退)を余儀なくされ、スタグフレーションに陥る可能性があります。

米国の歴史的な逆イールドが、実体経済にどのような影響を与え、またそれが金融政策や金融市場にどのような影響を与えることになるのでしょうか。日米の名目金利差の動きによって為替が大きく変動しているように、米国の金融経済の動きは、日本の金融経済にも大きな影響を与えますので、細心の注意を払って見ていく必要があります。

以上

#### (参考) 掲載データの出所一覧

	指標名	データ出所		指標名	データ出所
概況	GDP	US Dept. of Commerce "National Economic Accounts"	雇用	雇用者数	US Dept. of Labor "Current Employment Statistics"
	景気先行指数	The Conference Board "US Leading Economic Index"		失業率	US Dept. of Labor "Labor Force Statistics"
	消費者信頼感指数	The Conference Board "US Consumer Confidence"		賃金	US Dept. of Labor "Employment Situation"
	ISM景気指数	Institute for Supply Management "ISM Report On Business"		物価	消費者物価
生産	鉱工業生産	FRB "Industrial Production"	消費デフレーター		US Dept. of Commerce "National Economic Accounts"
	設備投資(実質GDPベース)	US Dept. of Commerce "National Economic Accounts"	輸出入物価		US Dept. of Labor "US Import and Export Price Indexes"
	非国防資本財受注	US Census Bureau "Manufacturer's Orders"	原油価格		NY商品取引所 "Crude Oil Futures (WTI)"
貿易	実質輸出入	US Census Bureau "US International Trade in Goods"	金融	フェデラル・ファンド・レート	FRB "Federal fund effective rate"
消費	個人消費	US Dept. of Commerce "National Economic Accounts"		米国債利回り	FRB "Market yield on US Treasury Securities"
	小売販売額	US Census Bureau "Monthly Retail Trade"		株価(NYダウ)	各種情報ベンダー "Dow Jones Industrial Average"
住宅	住宅販売・在庫	National Association of Realtors "Existing-Home Sales"		FRB政策金利見通し	FRB "Projection Materials" at FOMC meetings
	住宅価格	Federal Housing Finance Agency "Monthly Purchase-Only Indexes"		貸出	FRB "Assets & liabilities of Commercial Banks in the U.S."