

# Fed Watching

米国金融分析レポート

米国 F R B は慎重なペースで利上げ継続

05年 1月26日(水)

～潜在成長率程度の成長が続くもとインフレ圧力は抑制されたものに～

(No. Fed -

10)

第一生命経済研究所 経済調査部

桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

(03-5221-5001、4518 : [seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp](mailto:seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp))

## 速いペースでの利上げ懸念の高まり

2004年12月14日に行われた F O M C の議事録が2005年 1月 4 日に公表された。その中では、これまでになくインフレに関する議論が多く掲載されていた。具体的には、先行きのインフレを懸念する参加者が増加していたことや、「慎重なペース」との文言を F O M C 声明文から削除する提案が出ていたことが明らかとなり、インフレおよび利上げペースの加速懸念が強まった。

議事録では、ドル安が進んだこと、原油価格が上昇したこと、生産性の伸びが鈍化したことはインフレの上方リスクをもたらす可能性があるとの多くの参加者が指摘した。実際の議事録では「原油価格は足元で下落したが、春頃と比べれば依然としてかなり高い水準にある。また、最近のドル安は輸入物価を押し上げるとともに、多くの業種に対し競争圧力を弱めるとみられる。原油価格の高止まりやドル安による物価上昇圧力は限定的であろうが、それでも潜在的な物価上昇圧力には違いなく、特定の環境ではインフレ率の上昇に繋がる可能性がある。さらに、足元では生産性の伸びの減速を背景に単位当たり労働コストが上昇しており、コスト上昇圧力が持続するのではないかとの問題が指摘された」。

## F O M C は短期的なインフレ加速リスクはないと判断

もっとも、「これらの懸念にもかかわらず、参加者は全般的には予見し得る将来、インフレが低水準にとどまると予想した」。いくつかのインフレ圧力を高める可能性のある要因が指摘されたにもかかわらず、現時点では賃金上昇率が抑制されていることなどから、短期的には物価上昇率が加速しないと判断し、12月の F O M C では先行きのインフレリスクは「ほぼ中立」とされた。

また、昨年夏以降の利上げ時に使用されている「慎重なペース」との文言について、「数名のメンバーは、緩和策解除のペースに対する委員会の声明における見通しを削除することで柔軟性が強化されると考えた。(しかし)より多くのメンバーは経済見通しおよび金融政策スタンスに対する委員会の考えを伝えるのに有効であり、経済動向に適切に条件付けられていると考えた」としており、当面「慎重なペース」との文言を削除せず、慎重なペースでの利上げを今後も継続する姿勢を示した。

## ページブックでは経済活動の拡大とインフレ圧力が乏しいことを確認

この議事録を受けでインフレ加速や、それに伴うが利上げペースの加速が懸念されていた。このような中、次回 F O M C に提出されるページブック(地区連銀景況報告)が1月19日に発表された。総括部分において「経済活動の拡大が続いている」と11月から1月初までの米国景気が拡大を続けていたことが指摘された(調査期間は1月10日まで。今回はリッチモンド連銀が取り纏め)。

一方、物価に関しては「インフレ圧力は抑制されたままである。労働市場はいくつかの地区で強含んだが、給与の上昇圧力は全般的に抑制されている。建材価格や製造業で投入コストの上昇を報告した地区も一部あるが、全般的に物価は安定あるいは小幅上昇にとどまっている」と小売段階の価格は引き続き安定していることが示された。

F R Bが現在の金利水準を緩和的と判断しているもとの、経済活動の拡大とインフレ圧力が抑制されていることが報告されており、2月1、2日のF O M Cでは25bpの慎重なペースでの利上げが実施されよう。また、「慎重なペース」との文言に関してはF O M C参加者の一部がこの文言を残すことに反対しているが、多くの関係者はインフレ懸念が乏しいと考えていることや、状況が変わればペースを変えることを声明文に明記していることから、2月の声明文にも「慎重なペース」の文言を残す公算が大きい。

- ・個人消費：一段と強くなった
- ・製造業：拡大ペース加速
- ・雇用、賃金：大きな変化なし
- ・物価：川上でのインフレ圧力が強まっているが川下では安定

ページブックの詳細をみると、「11地区で経済活動の拡大が続いている。なかでもアトランタ、ニューヨーク、リッチモンドでは前回報告時よりも活動ペースが加速した。クリーブランドは緩やかな拡大となり、まちまちだった」と一部の地区では経済活動がまちまちであったものの全体として景気拡大が続いていることが示された。

個人消費は「前回報告時より全体的に増加している。多くの地区でホリデーシーズンの売上げが前年の水準を上回った。ただ、自動車販売はまちまちだった。前回のページブック発表以来、多くの地区で消費支出は増加している。クリーブランド、ダラス、ニューヨークでは消費者支出がまちまちであった」と個人消費が全体としては強まったことが指摘された。

産業活動では、「製造業セクターの活動は前回のページブック以来強まっている。12地区のうち9地区で製造業生産が増加し、シカゴ、クリーブランド、リッチモンドでは生産が横ばいである」と製造業活動が一段と活発化したことが報告された。

製造業の設備投資に関しては、「多くの地区の製造業者が2005年に資本財支出を増やす意向である」と指摘しており、2005年も設備投資が堅調に推移すると見られる。

金融部門では、「融資活動は全般的にまちまち。住宅ローンが減少したものの、商業・工業ローンの増加によって相殺された」と資金需要がシフトし始めたことが指摘された。

建設部門は、「住宅市場は大部分の地区で強い状況が続いている。商業不動産は多くの地区において活発化した」と低迷していた商業不動産に改善の兆しが出始めたことが報告された。さらに、「商業建設活動は前回の報告時よりも回復しており、アトランタ、シカゴ、ミネアポリス、リッチモンド、セントルイスでは、新工場やオフィスの建設活動が活発である。また、小売建設は全般的に横ばいである」と商業建設が持ち直し始めていることが指摘された。

雇用に関しては、「2004年末にかけて労働市場は改善している」と雇用が改善傾向を辿っていることが報告された。

賃金に関しては、「賃金上昇圧力はほとんどない。労働市場は数地区で強含んだが、給与の上昇圧力は全般的に抑制されている」と指摘されており、賃金面からのインフレ圧力が乏しいことが確認された。

物価に関しては、「12月そして1月初旬において、インフレ圧力は抑制されたま

までである。多くの製造業や建設業では投入コストの上昇を経験しているが、最終財やサービス価格の上昇は小幅である」と報告されており、引き続き川下での物価が安定していることが確認された。

## 2月1、2日のFOMCでは、FFレート の「25bpの利上げ」、先行きのリスク判断は「中立」が見込まれる

2月1、2日のFOMC声明文を推測してみると、現在の金融政策に関しては前回と同様「今回の利上げ後も、金融政策は緩和的なままであり、強い生産性の向上と相俟って、経済活動に対して継続的な支援を与え続けると確信している」と、実質金利が低い水準にあるため引き続き政策金利は緩和的であるとの判断が示されよう。

現在の経済情勢判断部分では、景気認識については前回の「これまでのエネルギー価格の上昇にもかかわらず生産は緩やかなペースで拡大しているように見える」から「これまでのエネルギー価格の上昇にもかかわらず生産の拡大ペースは小幅加速したように見える」と景気に対する判断が小幅上方修正される見込み。雇用環境に関しては、前回の「労働市場は緩やかに改善している」と同様の内容となろう。物価についても前回と同様に「インフレやインフレ期待は落ち着いた状態にある」と物価が安定しているとの認識が示される見込み。

リスク判断は、前回から変更されないと予想される。景気については「委員会は、今後数四半期にわたって、持続的な経済成長を達成するうえで、上下方向のリスクはほぼ均衡していると認識している」とし、インフレについては、「物価安定目標へのリスクは今後数四半期にわたって、上下方向のリスクはほぼ均衡していると認識している」とされよう。

これらを受けての委員会の判断に関しても、委員会の判断では、「インフレ率は比較的低いものが予想されることから、委員会は慎重な（be measured）ペースで緩和的な金融政策の解除ができると確信している。それでも、物価の安定を維持する義務を果たすために必要であれば、委員会は経済見通しの変化に対応する」と前回と同様の文言とし、経済情勢次第で柔軟的に金融政策を行う方針を継続することを示そう。

以上のように、FRBが現在の金利水準を緩和的と判断しているもとの、経済活動の拡大とインフレ圧力が抑制されていることを背景に、2月1、2日のFOMCでは25bpの慎重なペースでの利上げが実施されよう。また、「慎重なペース」との文言に関してはFOMC参加者の一部がこの文言を残すことに反対しているが、多くの関係者はインフレ懸念が乏しいと考えていることや、状況が変わればペースを変えることを声明文に明記していることから、2月の声明文にも「慎重なペース」の文言が残される公算が大きい。先行きのリスク判断に関しても「ほぼ中立」的と前回同様の内容が見込まれる。

## 慎重なペースで利上げ継続

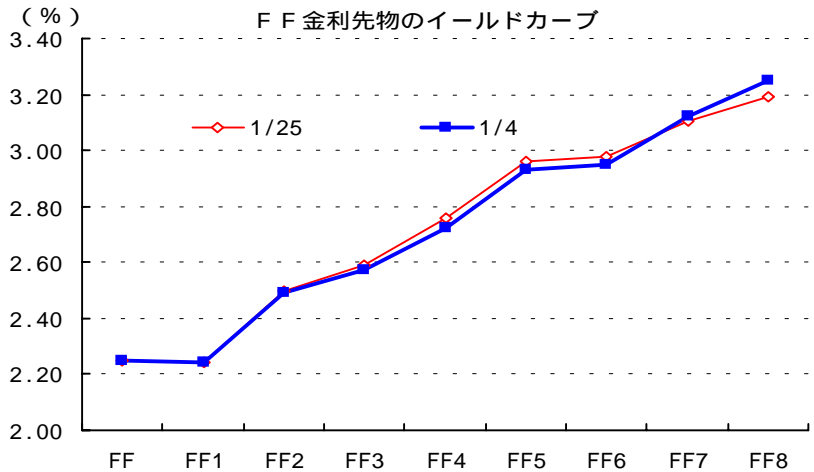
今後も、原油価格や原材料価格は現在の水準で高止まりする可能性が高い。その場合でも、限界的な物価への影響は減退していく。さらに、効率性が高まっていることや、利益率が改善していることから、企業は原材料コストの上昇を吸収し易い状況にある。ただし、原材料価格の高止まりは、減退していくとはいえ収益に対してマイナスの影響があることや、国際的な競争が強まっていることから、企業は情報化投資やBPR（ビジネス・プロセス・リエンジニアリング）などによって効率性を高める動

きを続けよう。このことは、雇用者数の増加ペースや賃金上昇率を抑制するため、家計の低価格志向にも変化が生じ難く、物価上昇率を抑制すると予想される。このようにインフレが加速する可能性が低いため、F R Bは現在の政策金利水準をかなり緩和的と判断しているものの、少なくとも潜在成長率程度の成長が見込まれる2005年前半は慎重なペースでの利上げを継続する可能性が高い。

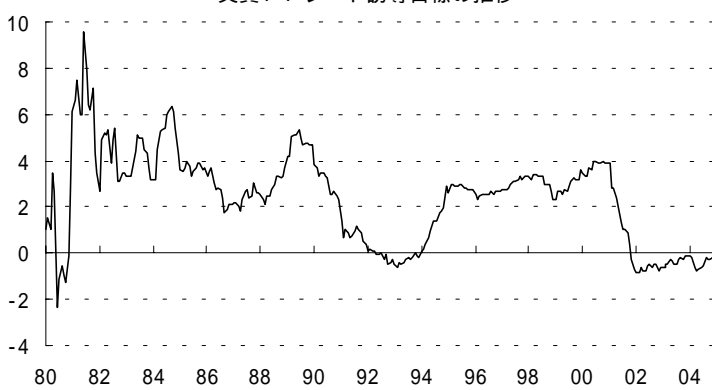
FOMCスケジュール

2005年	2月1-2日
	3月22日
	5月3日
	6月29-30日
	8月9日
	9月20日
	11月1日
	12月13日
2006年	1月31日-2月1日

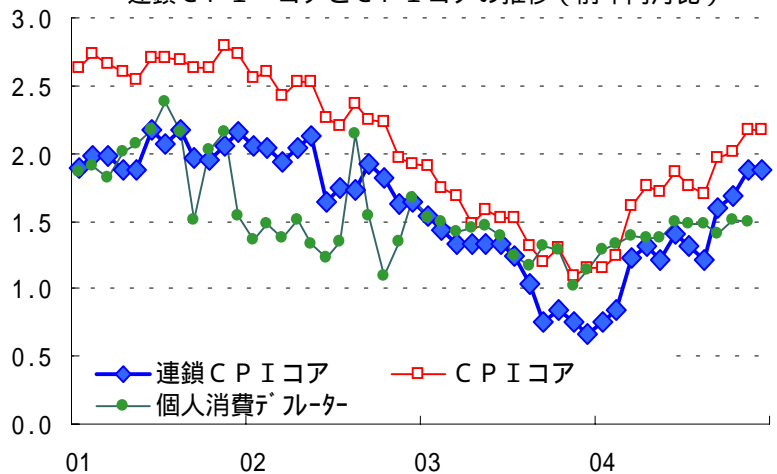
(注)2005年以降は暫定



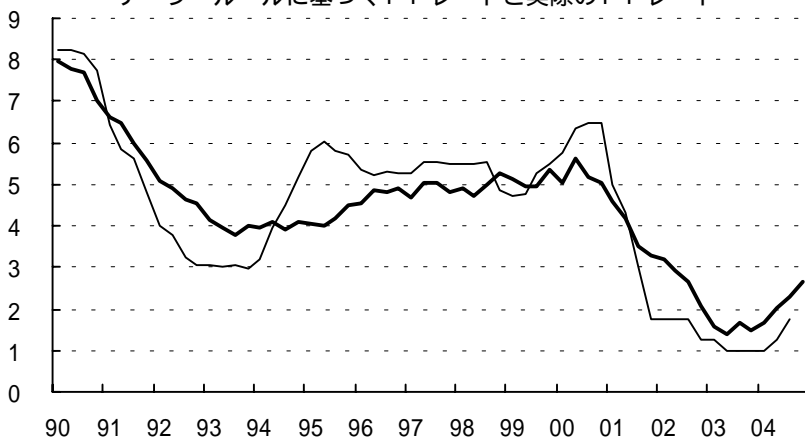
実質FFレート誘導目標の推移



連鎖CPI・コアとCPIコアの推移（前年同月比）



テ-ラールールに基づくFFレートと実際のFFレート



(出所) F R B。テ-ラールールによる算出値は当社。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。