

Fed Watching

米国金融分析レポート

米国 慎重なペースで6回目の利上げ(2月2日FOMC)

発表日: 05年2月2日(水)

~今後も金融政策は経済情勢次第で柔軟に実施する姿勢を維持~

(No. Fed - 11)

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)

25bpの慎重なペースでの利上げ継続

2月1、2日のFOMCでは、FFレートの誘導目標を25bp引き上げ2.50%とすることが全会一致で決定された。同時に公定歩合の25bpの引き上げが承認された(3.50%)。6、8、9、11、12月に続く今利上げ局面で6回目の利上げは、エネルギー価格の上昇にもかかわらず生産が緩やかに拡大していることや労働市場が回復していること、今回利上げを行っても依然政策金利の水準は緩和的であることを背景に過去5回と同様に25bpの慎重なペースで行われた。注目されていた声明文も、現状認識で再び上昇しているエネルギー価格に関する表現の一箇所のみ変更されただけであった。

緩和的な金融政策の解除に関しても前回と全く変わらず“インフレ率は低いものが予想されたことから、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行われると確信している。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した。

「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、大部分のFOMC参加者は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ため金融政策の制約にはならないと判断しているとみられ、今回文言が変更されなかったと考えられる。また、金融市場でFRBのインフレ抑制に対する姿勢が評価されている状況のなかで、あえて文言を変更する必要もなかったことも一因であろう。

1月4日に発表された前回FOMCの議事録を受け、インフレを懸念しているFOMC関係者が増えていたと市場が判断したため、一部で慎重なペースで利上げを行う方針の変更が懸念されていた。しかし、声明文がほとんど変更されていなかったため直後の市場の反応は限定的だった。

2月16、17日にFRB議長の議会証言、2月23日に今回のFOMC議事録の発表

今回のFOMCの議事録は2月23日に発表される予定であるが、前回と大きな変化はないとみられる。ただし、今回バーナンキンFRB理事主導でインフレターゲットについて議論された模様である。グリーンズパンFRB議長の反対姿勢に変化はないが、グリーンズパンFRB議長後の金融政策を考えるうえで、FRBのスタンスが明確にされるか、あるいはどのような議論が行われたか重要な情報となろう。

また、今回のFOMC議事録公開前に、グリーンズパンFRB議長が2月16、17日に議会で証言を行う。FRBの成長率・インフレ見通しとあわせて、中長期的にインフレに影響を与える労働生産性などについての見解が以前と変化していないか、双子の赤字に関してドルと絡めて再び踏み込んだ発言を行うかが市場で注目されよう。

現状判断は、前回から変化なし

声明文では、現在の判断（景気のなかのエネルギー価格動向の部分のみ変更）が前回から変更された。

現状については、生産が緩やかなペースで拡大していることや労働市場が回復しているとの判断を示した。一方、物価に関しては、インフレ、インフレ期待は非常に落ち着いているとの認識が示された。

・現在の金融政策に関して、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、あくまでも水準調整の利上げであり引き続き政策金利は緩和的であることを指摘した。

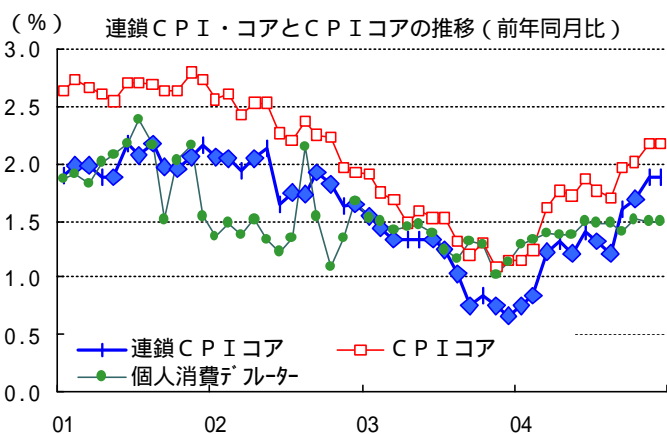
・景気認識については、前回の「これまでのエネルギー価格の上昇にもかかわらず生産は緩やかなペースで拡大しているようにみえる」から今回“ エネルギー価格の上昇にもかかわらず生産は緩やかなペースで拡大しているようにみえる ” と前々回同様に足下のエネルギー価格上昇の動きを反映しただけで景気に対する判断は変更されていない。また、雇用環境に関しては、前回同様に“ 労働市場の状況が緩やかに改善している ” とした。

・物価については前回同様に“ 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た。

インターミーティングでは景気の拡大、物価の安定持続を確認

前回12月14日のF O M C以降に発表された経済指標をみると、企業部門では製造業の動向を示すI S M製造業景気指数が1月に56.4（12月57.3）に低下した。さらに、金融・サービス等の非製造業の動向を示す非製造業景気指数が61.3と前月の63.9から低下する見込み。ともに高い水準を維持しており、企業部門の堅調が示されている。

家計部門では、12月の非農業部門雇用者数が前月差+157千人と緩やかに拡大している。雇用、賃金の増加により、減税効果剥落後も所得が増加傾向を辿るなかで、個人消費では1月入り後、小売統計（I C S Cベース）が12月対比で伸びが鈍化している。一方、自動車販売は1月に季節調整済み年率1620万台と12月の同1840万台から減少した。住宅関連では、住宅販売が12月に778.8万戸とピークアウト感が強まった。物価面では、12月の連鎖C P Iコアが前年比+1.9%（11月同+1.9%）と前月と変わらず。また、個人消費コアデフレーターが前年同月比+1.5%と11月の同+1.6%から鈍化した。



リスク判断は前回と同様に“ほぼ中立”

先行きのリスク判断は、景気・物価ともに“ほぼ中立”と前回と全く同じ文言。

- ・景気については前如同様“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”とされた。
- ・一方、インフレについては、前如同様に“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”とした。
- ・委員会の判断では、前如同様“インフレ率は比較的低いものが予想されることから、委員会は緩やかな（be measured）ペースで緩和的な金融政策の解除ができることと確信している。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”と物価の低位安定を背景に慎重なペースで利上げを行うことができるとの認識が示すと同時に、経済情勢次第で柔軟的に金融政策を行う方針も示した。

今後も潜在成長率程度の成長が見込まれる

今後の米国景気は、2005年前半に前期比年率+3%台前半の成長が続き、年後半には同+4%前後の成長が見込まれる。個人消費を取り巻く環境をみると、10～12月期の実質GDP成長率が前期比年率で+3.1%と7～9月期の+4.0%から減速したが、同時に労働投入量も7～9月期の同+3.1%から10～12月期に同+2.1%に鈍化しており、労働生産性はプラス基調を維持している。ただし、余剰生産能力の縮小によって労働生産性は前期比年率+9%といった高い伸びから鈍化傾向を辿る可能性が高い。このような状況のもと、雇用に先行する景気が2003年4～6月期から2004年10～12月期まで平均して潜在成長率を上回るペースで拡大していること、マンパワー社による新規雇用計画調査での1～3月期の雇用計画や経営者団体の景況調査における雇用計画など、各種雇用関連調査は採用拡大を示唆していることから、企業の採用意欲が強い状態にある。このため、少なくとも年前半現在のペースでの雇用増が見込まれる。年後半に関しても、年前半に潜在成長率程度の成長が持続すること等により、雇用者数は緩やかな増加基調が維持され前期比で+0.3%～+0.5%での増加が予想される。

そのような中、賃金の上昇や福利厚生費の増加によって、可処分所得は増加傾向を辿る可能性が高い。加えて、雇用環境の改善が見込まれることや景気の拡大期待が強まっていることから、消費者マインドが急激に悪化するリスクは乏しい。

住宅関連資産からの資金調達動向では、前年比で住宅価格と概ね同様の動きをする中古住宅販売価格は、10～12月期に前年同期比+9.4%（7～9月期同+8.5%）と高い伸びとなったことから、同時期の全米住宅価格も安定した伸びが予想される。この結果、ホーム・エクイティ・ローンは1～3月期も堅調に推移すると見込まれる。また、足下の長期金利低下を受けモーゲージ・ローンのリファイナンスが再び増加するなど、住宅資産関連からの資金調達は緩やかながらも増加しており、1～3月期の家計の流動性増加に寄与しよう。住宅資産からの資金調達は、住宅価格の上昇を背景に2006年にかけて増加基調を維持するとみられるが、その増加ペースは鈍化傾向を辿ると見込まれる。

以上のような状況のもと、個人消費はエネルギー価格の高止まりや今年は新規の減税が実施されないため、減税効果によって押し上げられた2004年前半のような伸びは予想し難い。しかし、雇用・所得の持続的な拡大や2004年末で終了する予定であった家計部門に対する減税の延長が決定されたこともあり、2005年は前期比年率+3%台の伸びが続くと予想される。

(*)ホーム・エクイティ・ローン：住宅の純資産価値（住宅の時価からモーゲージ・ローンの未払残高を除いた部分）を担保に借入れ枠を設定すること。

企業部門では、設備投資は減価償却率の30%から50%への引き上げ措置が2004年末で終了したため、2005年初に設備投資の拡大ペースの鈍化が予想される。しかし、これまでの堅調な成長による期待成長率の高まり、キャッシュフローの拡大、株価の上昇、信用スプレッドの縮小、2万5千ドルから10万ドルに拡大された中小企業の設備投資償却枠が2005年末で終了することに伴う駆け込みを背景に、年後半にかけて拡大ペースを速めると見込まれる。

在庫投資では、2005年初には設備投資が一旦急減するリスクがあること、ハイテク部門では需要の伸び悩みから稼働率が低下傾向を辿っているため設備投資が抑制されていること、コスト削減圧力が強いことから、企業が在庫の積み増しに慎重な姿勢を維持すると見られ、2005年前半在庫投資の増加ペースが抑制されよう。後半には需要の持続的な拡大が続く中で在庫投資の拡大ペースも加速が見込まれる。

以上のように、2005年前半には個人消費の緩やかな拡大が続くなか減税効果剥落によって設備投資の拡大ペース鈍化が避けられないことや、内外成長率格差によって純輸出のマイナス寄与が続くことから、実質GDP成長率は前期比年率+3%程度の緩やかな拡大が見込まれる。年後半には設備投資や輸出の加速を背景に同+4%前後の成長が予想される。

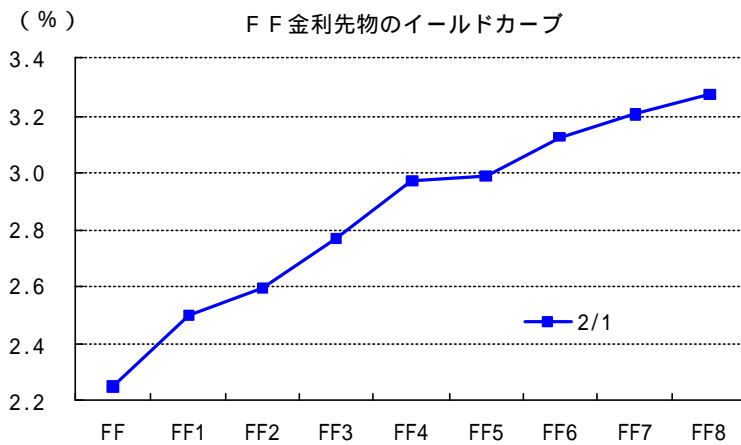
今後も物価は前月比で安定推移が予想される

物価動向については、ISM製造業景気指数の仕入価格指数や原油価格がピークアウトしていることから川上段階でのインフレ圧力がピーク時から弱まっている。原材料(コア)が3ヵ月移動平均・3ヵ月前対比年率で低下しており、短期的にはインフレ圧力が弱まる可能性が高い。しかし、依然として中間財コア価格の高い伸びが続く状況のなかで、ドル安が進んだこと、原油価格が在庫の減少や気温の低下予報等によって再び上昇していることから、再び川上・川中でのインフレ圧力が強まると予想される。

このようなインフレ圧力が存在するもと、企業は数量効果、情報化投資やリストラクチャリング等による生産性の向上、利益率の改善によってコストの増加をある程度吸収できるとみられる。さらに、企業は今後もコスト増加の影響を軽減するために、効率化やコスト削減の動きを続けざるを得ないことから雇用者数の増加ペースや賃金上昇が抑制されるとみられる。このため、川下段階では今後も消費者の低価格志向が続くと見込まれ、小売段階での価格抑制圧力が強い状況が続くと予想される。以上のことから、今後も消費者段階での価格転嫁は限られたものにとどまると見込まれ、物価の上昇ペースは前月比では緩やかなものとなる公算が大きい。ただし、前年比では昨年の伸びが低かったこともあり2005年のCPIコアは2%台前半で推移しよう。

今後も利上げを継続する公算

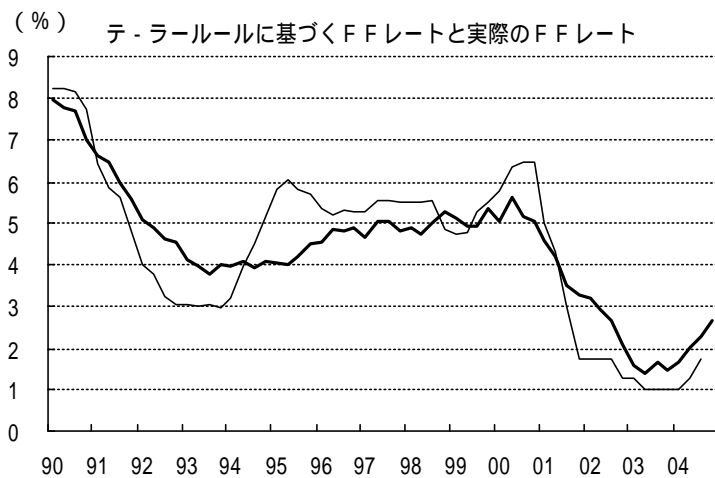
このようにインフレが加速する可能性が低い一方、前年比では+2%台前半で推移すること、潜在成長率程度の成長が持続することから、現在の緩和的な政策金利は必要ないと判断しているため、利上げを継続しよう。ただし、インフレが加速していないこと、また、賃金の安定に見られるように持続的にインフレが加速する兆しもみられないこと、景気に過熱感がないことから、今後もFRBは慎重なペースでFFレート誘導目標を引き上げると予想される。年内にFFレート誘導目標は、3.5%~4.0%まで引き上げられる公算。



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



(出所) F R B。テーラールールによる算出値は当社。

以上