

Fed Watching

米国金融分析レポート

米国 利上げ継続を示唆(2月16日グリーンズパン議会証言)

発表日：05年2月16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 - 12)

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 : seiiji@lri.dai-ichi-life.co.jp)

景気、インフレに関する見方は前回FOMCと変わらず

2月16日にグリーンズパンFRB議長は、上院銀行委員会で証言を行った。昨年議会の証言からは景気に対する見方が上方修正、インフレに関しては下方修正となった。ただし、前回のFOMC声明文からは、現在の景気、政策金利水準、インフレに対する認識に変化はなかったため、これまでと同様にFRBは慎重なペースでの利上げを継続すると見込まれる。

今回、足下の長期金利の低位安定に関しては様々な要因があるが現時点では行き過ぎた動きかどうかの判断はできないとの認識を示した。このような状況のもとで、市場の見方が利回り低下方向に傾かないようにリスクを喚起したとみられる。また、慎重なペースに関しては一切ふれなかった。

議会証言を受けての市場のリアクションをみると、株式市場ではほとんど材料にならなかった。債券市場で利回りが上昇し、為替市場ではドルがやや強含んだ。

前回の議会証言を行ってから7ヵ月、米国経済は安定、そして、全般的なインフレは落ち着き、コアインフレは低いままである

証言の中身についてみると、グリーンズパンFRB議長は、経済について「前回の議会証言を行ってから7ヵ月、米国景気は堅調、そして、全般的なインフレは落ち着き、コアインフレは低いままである」と景気の堅調、物価の安定を指摘した。

景気について「状況は、経済のファンダメンタルズが安定したことを広く示している」と景気が堅調なことを示した。

個人消費に関しては「個人消費は可処分所得の増加が持続していること、純資産の増加、信用市場の緩和的な状況によって、ここ数ヶ月良い状態を維持している」と個人消費が堅調なことを指摘した。「この間家計の財務状況は適度な改善を示した。低金利、所得の増加が家計の金融債務比率の下落に寄与した。また、様々なカテゴリーの消費者ローンでの滞納率、欠損率は低い水準にとどまった」と債務の増加は問題になっていないとした。

一方、設備投資に関しては、「企業経営者は最近数ヵ月多少楽観的になっている。資本投資や企業借入は顕著に安定している。また、企業の合併・買収も活発化している」と楽観的な見方を示した一方で、「しかし、借入の増加は在庫投資に伴う資金調達かもしれない」と慎重な見方も示した。さらに、「資本投資は利益や内部留保の例外的な増加にもかかわらず回復が遅れた。経営者は雇用拡大に慎重でコスト抑制に注目したままである」と経営者が以前に比べ雇用コストの増加に対して慎重な姿勢を続けていることを指摘した。

インフレは緩やかな上昇にとどまっている

インフレについては、「現状は、生産性の鈍化、高いエネルギー価格、ドルの下落にもかかわらず、個人消費コアデフレーター、CPIコアは緩やかな上昇にとどまっている」とし、「インフレ見通しは原油価格やドルレートによって形作られよう」と先行きのインフレは原油相場とドルレートの影響を大きく受けるとの見方を示した。

FFレートはかなり緩和的

金融政策に関しては「緩和的な政策の除去のため実質FFレートはかなり引き上げられた。しかし、実質FFレートは大部分の計測において、かなり緩和的なままである」と利上げの幅よりも水準をみていることを示した。今回物価の見通しを引き下げたため利上げ休止との見方が強まらないように、実質FFレートが依然かなり緩和的であることを示したと考えられ、今後も利上げを継続すると見込まれる。

現時点では、世界的な債券市場の予期せぬ動きの要因は現時点では謎である

長期金利の低位安定に関して、「世界全体の貯蓄の相当部分が国境を越えて移動するようになったこと、低いインフレ、弱い資金需要等が影響しているのかも知れない」と指摘したが、「現時点では世界的な債券市場の予期せぬ動きの要因は謎である」。「現在の債券価格は短期的には異常な動きかもしれないが、最近の経験に基づき判断ができるようになるにはしばらくかかろう」と現在は判断できないとしたが、「比較的安定した状態が長期間続くと人々は行き過ぎる傾向があると歴史は警告している」と現在の債券市場の動向に警戒感を強めていることを示した。

FOMCでの2005年実質GDP成長率予測値は前年同期比+3.75~4.00%

FOMCの予測値(中央予測値)では、事前に予想されていたおりの内容となった。2005年10~12月期の実質GDPの予測下限が3.75%に上方修正された。ただし、これは2004年10~12月期の実質GDP成長率が速報ベースで低かった影響とみられ、前回とあまり変わっていないと考えられる。一方、個人消費コアデフレーターは、予測レンジの上限が引き下げられており、インフレに対する見方が楽観的となっている。

2006年は成長率、インフレ見通しとも2005年とほぼ変わらず、安定成長を予想している。

FOMCの予測値

(%)

	2005年				2006年	
	予測レンジ	中央予測帯		予測レンジ	中央予測帯	
		前回	前回			
名目GDP	5.00~6.00	4.75~6.50	5.25~5.75	5.25~6.00	5.00~5.75	5.00~5.50
実質GDP	3.50~4.00	3.50~4.00	3.75~4.00	3.50~4.00	3.25~3.75	3.5
デフレーター	1.50~2.00	1.50~2.50	1.50~1.75	1.50~2.00	1.50~2.00	1.50~1.75
失業率	5.00~5.50	5.00~5.50	5.25	5.00~5.25	5.00~5.25	5.00~5.25

(注) GDP、個人消費コアデフレーターは、10~12月期の前年同期比伸び率。失業率は10~12月期の平均値。

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、労働生産性はプラス基調を維持しているものの、余剰生産能力の縮小によって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しての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。

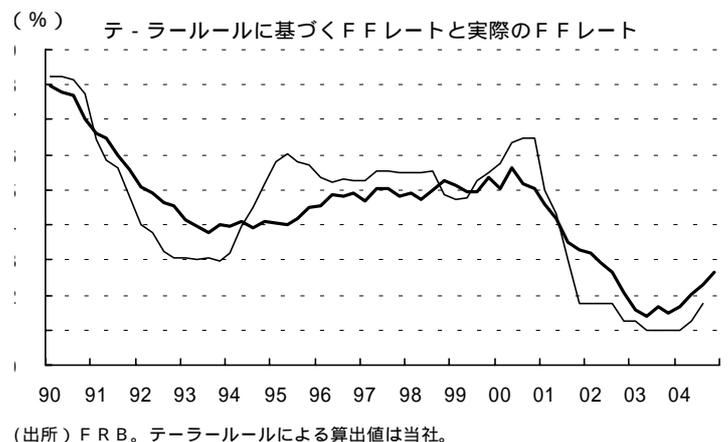
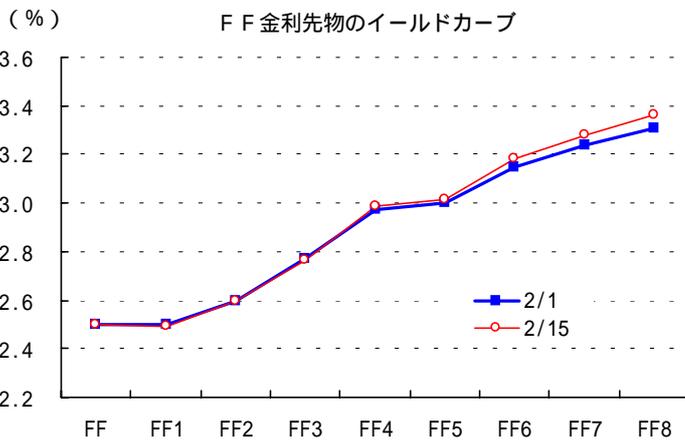
今後も物価は前月比で安定推移が予想される

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、前年比では去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。



以上