

# Fed Watching

米国金融分析レポート

**米国 慎重なペースで7回目の利上げ(3月22日FOMC)**

発表日: 05年3月22日(水)

~ 金融政策は今後も経済情勢次第で柔軟に実施する姿勢 ~

(No. Fed -13)

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))

## 25bpの慎重なペースでの利上げ継続

3月22日のFOMCでは、FFレートの誘導目標を25bp引き上げ2.75%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(3.75%)。2004年6、8、9、11、12、2005年2月に続く、今利上げ局面で7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堅調に拡大していること、労働市場が回復していること、消費者物価コアが安定していること、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6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では、「慎重なペース」、「金融政策は緩和的なまま」との文言が残されており、市場では25bpの利上げが継続されるとの見方が維持された。しかし、インフレ圧力の強まりが指摘されたため、債券市場では10年債利回りが上昇し、株式市場では主要株価指数が下落した。

## 今後も25bpの慎重なペースでの利上げ継続を示唆

緩和的な金融政策の解除に関しては“インフレ率は落ち着いた状態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”と慎重なペースでの利上げ継続を示唆した。ただし、これまでと同様に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る。加えて、現在潜在成長率程度の成長と物価の安定が続く中で利上げペースを加速する必要がないことから、今回文言が変更されなかったと考えられる。

## 景気・物価判断を上方修正

声明文では、現在の景気判断を上方修正、インフレに関してはインフレ圧力が強まっていることが指摘された。

現状については、生産が堅調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。物価に関しては、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ものの、インフレ圧力の強まりが指摘された。

・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「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」から今回“エネルギー価格の上昇にもかかわらず

生産は明らかに堅調なペースで成長を続けている”と前回から景気に対する判断が上方に修正された。一方、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。

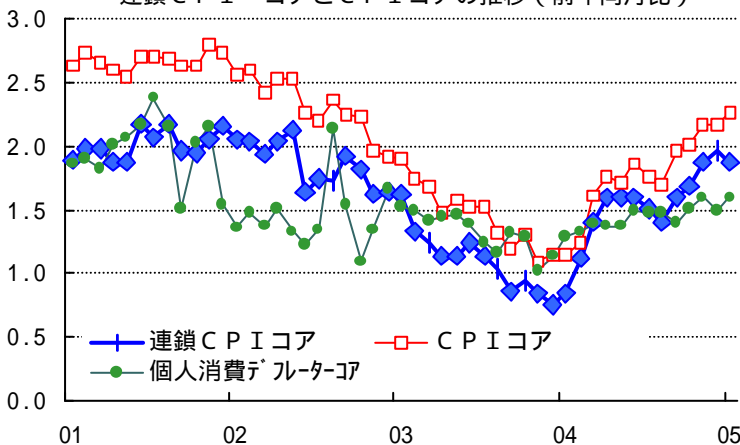
・物価については前回の「インフレやインフレ期待は落ち着いた状態にある」から今回インフレ期待は落ち着いた状態にあるが、インフレ圧力は最近数ヵ月増している。そして、価格決定力の回復がより明らかとなっている。しかしながら、エネルギー価格の上昇は消費者物価コアに特に波及していない”と川上でのインフレ圧力の高まりとそれが消費者物価コアに波及せず消費者物価コアが安定しているとの認識が示された。

### インターミューティングでは景気の拡大、物価の安定持続を確認

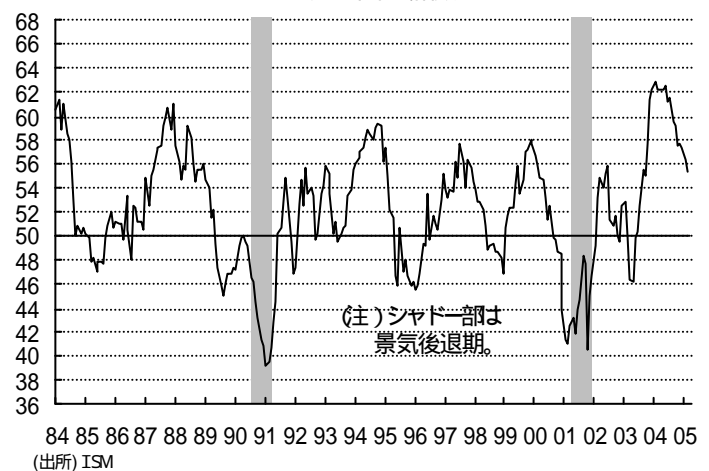
前回2月1、2日のFOMC以降に発表された経済指標をみると、企業部門では製造業の動向を示すISM製造業景気指数が2月に55.3(1月56.4)に低下した。一方、金融・サービス等の非製造業の動向を示す非製造業景気指数は59.8と前月の59.2から上昇した。ともに高い水準を維持しており、企業部門の堅調が持続していることが示されている。

家計部門では、2月の非農業部門雇用者数が前月差+262千人と1月の同+132千人から増加ペースが加速した。雇用、賃金の増加により所得が増加傾向を辿るなか、個人消費では3月入り後、小売統計(ICSCベース)が2月対比で拡大ペースが加速している。一方、自動車販売は2月に季節調整済み年率1629万台と1月の同1620万台から小幅増にとどまった。住宅関連では、住宅販売が1月に704.6万戸と3ヵ月連続で減少しピークアウト感が強まった。物価面では、1月の連鎖CPIコアが前年比+1.9%(12月同+2.0%)と前月から鈍化した。また、個人消費コアデフレーターが前年同月比+1.6%と12月の同+1.5%から上昇ペースが高まったものの、FRBが物価の安定と考えている前年比+1~+2%のレンジの中心で推移している。

(%) 連鎖CPI・コアとCPIコアの推移(前年同月比)



ISM製造業景気指数



### リスク判断は前回と同様に“ほぼ中立”ながらインフレ懸念を強めている可能性も

先行きのリスク判断は、景気・物価ともに“ほぼ中立”ながら若干インフレ懸念を強めている可能性も。

・先行きのリスクについては前回の「委員会は、持続的な経済成長と物価安定と目標を達成するうえで、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」から今回“委員会は、持続的な経済成長と物価安定と目標を達成するうえで、適切な金融政策の実施によって、上下方向のリスクはほぼ均衡を維持できると認識している”とした。これまで数四半期にわたる見通しを示していたが、今回そ

れを削除したことからFOMC内でインフレの上ぶれリスクに対する警戒が強まっているとみられる。一方で、“適切な金融政策の実施によって”との文言を挿入することで、現時点では25bpの利上げ継続によってリスクを均衡することができるとし、現在の金融政策が適切であるとの認識を示すことで、インフレ期待が高まらないように配慮したと考えられる。

・委員会の判断では、前回の「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」から今回“インフレ率は落ち着いた状態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”と物価の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 (利上げペースの加速) 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 % 台半ばの成長が続き、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2005年1～3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とみられること、マンパワー社による新規雇用計画調査での4～6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7～9月期にかけて現在のペースでの雇用増が見込まれる。2005年末にかけても、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、雇用環境の改善や景気の拡大期待から、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。さらに、1月には前年同月比 + 10.0 % と伸び率が加速している。この結果、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) を担保に借り入れ枠を設定すること〕は1～3月期にかけて堅調に推移すると見込まれる。また、長期金利が低位で推移していることで、モーゲージ・ローンのリファイナンスも小幅ながら再び増加するなど、1～3月期の住宅資産関連からの資金調達は緩やかに増加した。これらの住宅資産からの資金調達は、借入・借り換え申請から1四半期程度遅れて家計の流動性に影響を与えることから、4～6月期にかけて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)を担保に借り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年末で終了したが、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、2005年前半も好調が持続しており、2005年中堅調に推移すると見込まれる。

在庫投資では、商品・原油価格上昇が続くもと投入コストの上昇を背景に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、内需の好調持続が予想されるため輸入も高い伸びが見込まれる。一方、輸出は海外景気の成長ペース鈍化の影響で緩やかな伸びにとどまると予想され、純輸出の大幅な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%半ばの成長が見込まれる。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。

#### 今後も消費者物価コア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、米国でのドライブシーズンを前に在庫水準が低いことなど世界的な原油需要の拡大に供給力が追いついていないとの見方が強まったため足下でWTIは最高値を更新している。今後も世界的な景気の拡大ペース加速に伴う供給不足懸念や、過剰な流動性を背景にエネルギー価格の上昇が持続する可能性が高いことから、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。

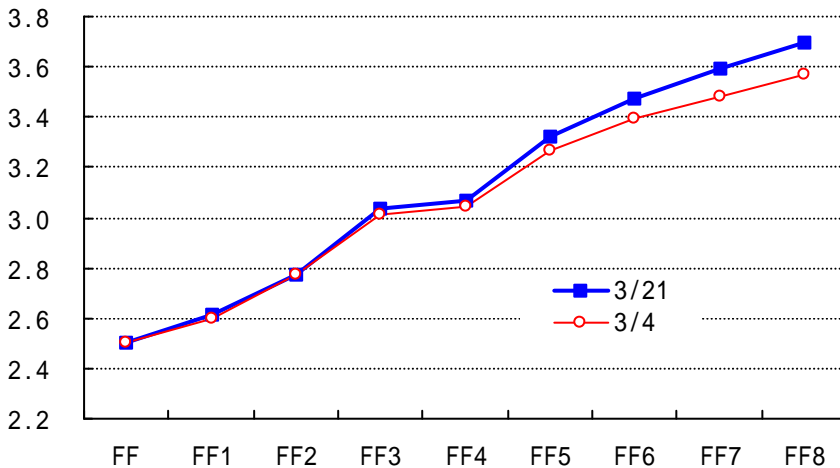
以上のことから、今後も消費者段階での価格転嫁は限られたものにとどまると見込まれ、物価の上昇ペースは前月比では緩やかなものとなる公算が大きい。ただし、前年比では昨年の伸びが低かったこともあり2005年のCPIコアは2%前半で推移しよう。

今後も慎重なペースでの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、FRBは緩和的な金融政策が必要ないと判断しているため、利上げを継続しよう。しかし、消費者段階で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。FFレート誘導目標は、年内に3.75~4.00%まで引き上げられる公算が大きい。

慎重なペースとの文言に関しては、現在の声明文でも利上げのペース変更が可能なことから政策金利が中立な水準になるまで「慎重なペース」の文言を残すと予想される。FRBが中立と判断する水準(当社推計では現在3.25%前後)までFFレートが引き上げられた段階で「慎重なペース」、「金融政策は緩和的なまま」との文言を同時に削除しよう。ただし、中立水準まで上昇する前に利上げペースを加速させる必要が生じた場合には慎重なペースとの文言のみ削除するとみられる。

(%) FF金利先物のイールドカーブ

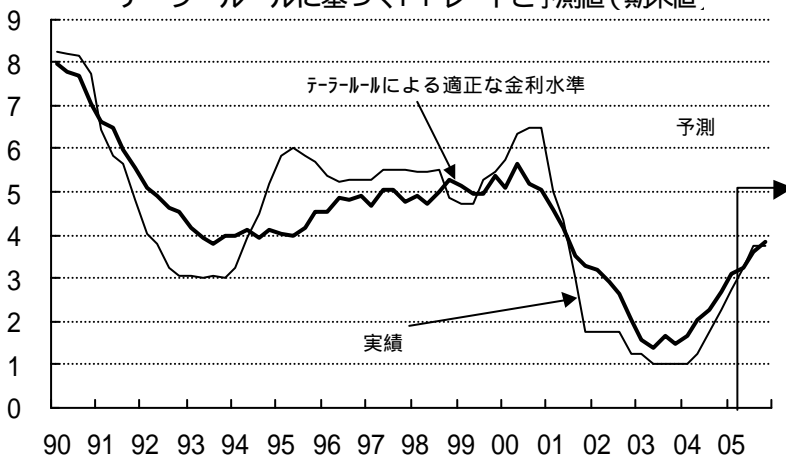


FOMCスケジュール

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

(%) テーラールールに基づくFFレートと予測値(期末値)



(出所)FRB。テーラールールによる算出値、予測値は当社。

以上