

Fed Watching

米国金融分析レポート

米国 利上げ継続を示唆(7月20日グリーンズパンFRB議長議会証言)

発表日: 05年7月20日(水)

～楽観的な景気・インフレ見通しを表明～

(No. Fed-003)

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 : seiji@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

景気、インフレに関する楽観的な見方を示し継続的な利上げが必要なことを証言した

7月20日にグリーンズパンFRB議長は、下院金融サービス委員会で証言を行った。2月16日の議会証言からは景気に対する見方が下方修正、インフレに関しては上方修正となった。ただし、過去2ヵ月で、景気は堅調さを維持し、総合・コア物価は鈍化したとの認識を示した。

先行きの景気・インフレに対しては楽観的な見方を示し、緩和的な政策金利を今後も引き上げる必要があることを証言した。今後も、物価の安定、潜在成長率程度の成長が予想されるもと、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。

議会証言を受けての市場のリアクションをみると、グリーンズパンFRB議長が楽観的な景気見通しを示したこともあり、為替市場ではドルが一旦強含んだ後、下落した。債券市場では長期債利回りが一旦上昇したものの、インフレ安定見通しを好感した向きの買いによって低下した。株式市場では証言内容に関してサプライズがなかったことや楽観的な景気見通しを示したことから上昇した。

一方、リスクとしてULCの上昇、エネルギー価格の上昇、長期金利の変動が挙げられた

証言の中身についてみると、グリーンズパンFRB議長は、足下の経済について「米国景気は堅調さを維持し、インフレ圧力は抑制されている」と景気の堅調、物価の安定を指摘した。

景気見通しに関しては「家計の支出は過去の資産の増加、雇用・所得の増加傾向、低い金利水準によって、拡大を続けそうである」と家計部門は好調さを維持するとの見方を示した。「機械・ソフトウェア投資は、投資を支援するような金融市場の状況、あるいはハイテクやその他の設備の更新・能力向上投資の必要性から堅調が続くとみられる。さらに、建設投資も空室率の低下、商業不動産の価格上昇によって回復の兆しがみえている」と設備投資についても楽観的な見通しを示唆した。

「しかしながら、多くの海外経済の低迷、最近のドルの上昇など、外部セクターが米国の成長に安定的に寄与しないとみられる」と貿易赤字拡大の可能性を示唆した。

インフレに関しては、「最近、原材料、中間財価格が鈍化し、ドル高によって輸入物価も上昇ペースが減速しており、インフレ圧力は取り除くことができた」と川上でのインフレ圧力が後退していることを指摘し川下の物価安定を示唆した。

「以上のようにFRBの基本的な見通しは、持続的な経済成長とインフレ圧力の抑制であるが、これを達成するため、緩和的な金融の解除を継続する必要があるとわれわれは認識している」と証言し、今後も利上げ継続の必要性を示した。

「しかしながら、この好意的な見通しには、不確実性を伴っている」として、①雇用コ

ストの上昇によるインフレ、②エネルギー価格の上昇、③長期金利の変動といったリスクを挙げた。①雇用コストの上昇によるインフレに関しては、「将来の価格決定にULCが大きな影響を与えるが最近上昇し始めている。また、過去数年の良好な傾向が維持されるかどうか不透明である」との認識を示した。一方で、「足下での上昇も一時的な要因と考えられること、他の統計では雇用コストの安定を示していることも指摘しており、現時点ではインフレに繋がるかどうかの判断はできないと考えているようである。同時に生産性に関しても、生産、所得統計によって結果が乖離しているため、鈍化のペースや、その影響を判断するには、多くの証拠の蓄積が必要である」とし現時点では判断できないとのスタンスをとった。

③長期金利に関しては、「海外でも米国以上に長期金利が低下しており、長期金利の低下を引き起こしている要因は世界的な規模のものであることは確かである」とし、米国単独の要因でないことを示した。その要因としては「インフレリスクの低下、巨額な貯蓄および投資の不足」との見解を示した。さらに、「比較的安定した時期が長期間続くと、パフォーマンスについて非現実的な期待をしばしば発生させ、金融市場や経済的なストレスを引き起こすかもしれない」と証言した。そして、それは既に顕在化しているとして、「一部地域の住宅市場でフロス（泡）の兆候がみられる」と一部地域でのバブル発生を再び指摘した。「一部地域の住宅市場において住宅価格低下の可能性を否定できない」と住宅市場での投機的な動きを牽制した。「その場合、マクロ経済への影響は大きくならないだろうが、それはある程度の経済圧力を伴うとみられる」との認識を示した。

FOMCでの2005年実質GDP成長率予測値は前年同期比+3.5%

FOMCの予測値（中央予測値）は、2005年10～12月期の実質GDPの予測が3.50%と下方修正された。ただし、これは2004年10～12月期の実質GDP成長率が2月の前回議会証言時の+3.7%から+3.9%に上方改定された影響とみられ、前回とほぼ変化し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、予測レンジが引き上げられており、インフレに対する見方が後退した。ただ、上限でも+2.0%と低い見通しとなっていることから、慎重なペースでの利上げが可能との判断に変化はないとみられる。失業率は足下での予想以上の低下を受け下方修正された。2006年は成長率、インフレ見通しとも2005年とほぼ変わらず、安定成長の持続が予想されている。

FOMCの予測値

(%)

	2005年				2006年			
	予測レンジ	前回	中央予測帯	前回	予測レンジ	前回	中央予測帯	前回
名目GDP	5.00～6.25	5.00～6.00	5.50～5.75	5.25～5.75	5.00～6.00	5.00～5.75	5.25～5.50	5.00～5.50
実質GDP	3.00～3.75	3.50～4.00	3.50	3.75～4.00	3.25～3.75	3.25～3.75	3.25～3.50	3.50
デフレーター	1.50～2.25	1.50～2.00	1.75～2.00	1.50～1.75	1.50～2.50	1.50～2.00	1.75～2.00	1.50～1.75
失業率	5.00～5.25	5.00～5.50	5.00	5.25	5.00	5.00～5.25	5.00	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+3%台後半の成長が予想される

今後の実質GDP成長率は、4～6月期に小幅減速するものの、年後半には小幅成長ペースの加速が見込まれる。まず、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

調を維持するが余剰生産能力の縮小によって、前期比年率で+2%程度の伸びが続く可能性が高い。一方で、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たこと、各種雇用計画などで採用拡大が示されていることから、企業の採用意欲は強まっている。このことから、少なくとも10～12月期までは、現在のペースでの雇用増が見込まれ、前期比+0.3%～+0.5%が予想される。

雇用環境の改善が続くなかで賃金の上昇や福利厚生費の増加によって、可処分所得は拡大傾向を辿る可能性が高い。加えて、雇用環境の改善や景気拡大期待の回復を背景に、消費者マインドが今後急激に悪化するリスクは乏しい。

他方、住宅販売はモーゲージ金利が再び低下し歴史的にみて低い水準で推移するとみられることや雇用・所得の拡大等を背景に、好調を維持すると見込まれる。このような状況のなか、住宅関連資産からの資金調達についても拡大が見込まれる。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5月に前年同月比+9.8%と1～3月期の前年同期比+9.7%からさらに伸び率が高まっていることから、同時期の全米住宅価格も高い伸びが予想される。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月期に堅調に推移したと見込まれる。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、4～6月期の住宅資産関連からの資金調達は緩やかに増加しているとみられる。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、7～9月期にかけて家計の流動性増加に寄与しよう。もっとも、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によって、個人消費は2005年中前期比年率+3%台の伸びが続くと予想される。

他方、実質住宅投資は低い実質金利、雇用・所得の改善によって増加基調が維持されよう。ただし、1～3月期に前期比年率で+11.5%と急激に拡大したこともあり、4～6月期以降鈍化傾向を辿ると予想される。

(*)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、機械・ソフトウェア投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）は、前月比▲2.3%（4月同+1.7%）と2ヵ月ぶりの減少となった。4、5月平均では1～3月期対比年率▲5.1%と1～3月期の前期比年率+21.8%から減少しているものの、1～3月期に急激に上昇した反動とみられ、機械・ソフトウェア投資は拡大基調を維持すると予想される。年後半も、①これまでの堅調な成長による期待成長率の高まり、②キャッシュフローの拡大、③信用スプレッドの縮小、④2万5千ドルから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拡大ペースを速めると見込まれる。

在庫関連では、商品・原油価格上昇に伴う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、4～6月期の在

庫投資増加ペースは抑制されよう。年後半には国内需要の持続的な拡大に加え、海外需要の加速により在庫投資の拡大ペースも若干速まると見込まれる。

以上のように、4～6月期には住宅投資や、在庫投資の拡大ペース鈍化によって、実質GDP成長率は前期比年率+3%台前半に鈍化が予想される。しかし、2006年にかけて家計部門の堅調持続、設備投資・在庫投資の拡大ペース加速、日本、欧州、アジア等の海外経済の持ち直しによる輸出の増加ペースの速まりを背景に、実質GDP成長率は同+3%後半の成長となる公算が大きい。

CPI コアは2%台 前半で安定

インフレに関しては、中期的には価格を抑制する要因として競争の激化が挙げられるが、今後も強まることであっても緩和する状況にはない。加えて、投入コストの高止まりが続く可能性が高い。このため企業はコスト増加の影響を軽減・吸収するために、効率化等の動きを続けざるを得ない。これは雇用者数の増加ペースや賃金上昇を抑制することに繋がるとみられる。雇用の拡大ペースが抑制されれば、消費者の低価格志向が続くと見込まれ、小売段階での価生産者物価コア格抑制圧力の強い状況が続こう。このような情勢に対応するために、小売業ではICタグの導入、経営・流通システムの再構築など在庫・商品管理能力をより高め生産性の向上を進めると予想され、価格転嫁率が低下している98年以降の状況に変化が生じる可能性は小さい。以上のように、今後も商品価格(コア)は、川上・川中で価格が上昇しても消費者段階での価格転嫁に限られたものにとどまるとみられ、前年比+1%を下回る伸びに抑制されよう。

一方、サービスコアでは、医療費、帰属家賃の影響が大きく、この項目がサービス価格の動向を決定している。医療費は足下で上昇ペースが鈍化している。この要因としては、昨年企業グループを作り、都市ごとに保険会社を1社だけ選んで大口契約を結ぶことで保険会社に対する価格交渉力を強めていることが挙げられる。医療費負担が企業経営を圧迫するようになってきているので、今後もこのような医療費負担を削減する動きが続くとみられる。さらに、今年2月には企業の訴訟リスクを減らすため、集団代表訴訟制度が変更された。訴訟案件が複数の州にまたがり原告の賠償請求額が500万ドル以上の訴訟は連邦裁判所にしか提訴できなくなった。これまでは、州の裁判所の判決は原告の消費者側に偏り企業に不利なものが多かったため、企業の保険料、薬品価格等の上昇につながっていた。しかし、今後はこれまでよりは企業側に不利な判決が減少するとみられ、保険料や薬品価格の下落に繋がる可能性が高く、医療費の伸び抑制に貢献しよう。

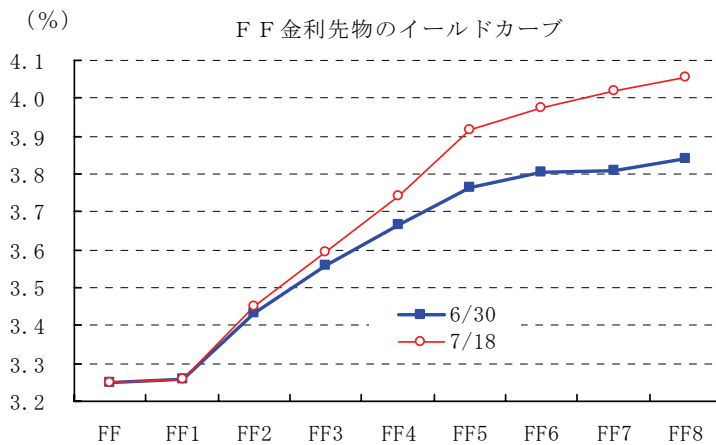
また、サービスコアの2分の1を占める帰属家賃は、賃貸料をもとに算出されるため、賃貸料の価格動向の影響を受ける。足下では住宅購入の増加によって賃貸需要が低下し、賃貸料の伸びは鈍化している。今後も、雇用・所得の増加、低金利、借入れ易さ等を背景に、住宅購入の増加が続くと予想され、賃貸料の高い伸びは見込み難いことから、帰属家賃も急激に上昇する可能性は小さい。このため、サービスコアは前年比+3%程度にとどまる公算が大きい。

以上のように、消費者段階での商品価格への転嫁は限られたものにとどまり、サービス価格の上昇も現状程度の伸びにとどまるとみられることから、CPIコアは前年比で+2%台前半での推移が予想される。

今後も利上げを 継続する公算

以上のように、インフレが加速する可能性が低い一方、①前年比では+2%台前半で推移すること、②潜在成長率を上回る成長が持続すること、③FRBが現在の緩和的な政策

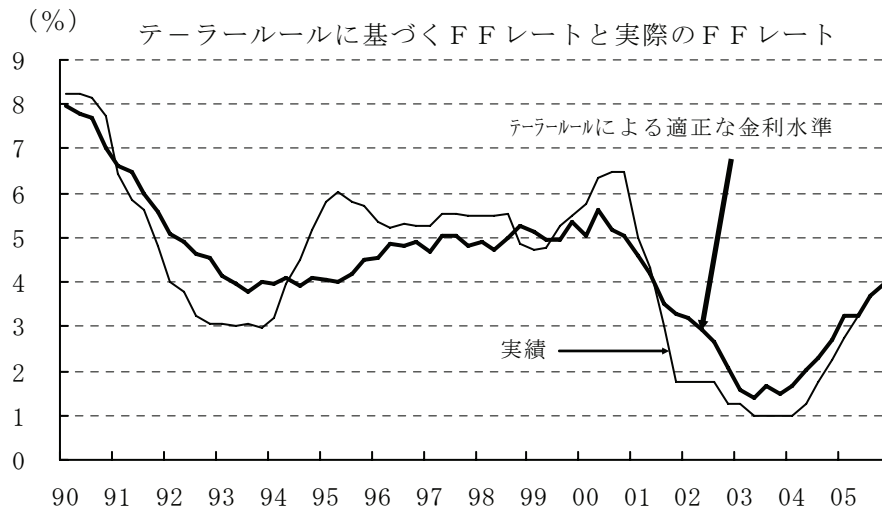
金利は必要ないと判断していること、④利上げを止めると景気が過熱するリスクがあることから、FRBは利上げを継続しよう。ただし、インフレが加速していないこと、賃金の安定に見られるように持続的にインフレが加速する兆しもみられないこと、景気に過熱感がないことから、今後もFRBは慎重なペースでFFレート誘導目標を引き上げると予想される。年末までにFFレート誘導目標は、4.00%~4.25%まで引き上げられる公算が大きい。



FOMCスケジュール

2005年	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
	3月28日
	5月10日
	6月28-29日
	8月8日
	9月20日
	10月24日
	12月12日
2007年	1月30-31日

(注)2006年以降は暫定



(出所) FRB。テーラールールによる算出値は当社。

以上