

Fed Watching

米国金融分析レポート

米国 ベージュブックで景気の堅調と物価の安定を確認

05年 7月27日(水)

～8月9日のFOMCでは25bpの利上げ。声明文もほぼ前回と変わらない見込み～ (No. Fed-004)

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)

ベージュブックでは 経済活動の拡大と物 価の安定持続を確認

8月9日の次回FOMCに提出されるベージュブック(地区連銀景況報告)が7月27日に発表された。総括部分において「全12地区で経済活動の拡大が続いた」と6月から7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7月18日まで。今回はカンザスシティ連銀が取り纏め)。

一方、物価に関しては「エネルギーや建材のコストが増加しているにもかかわらず、大部分の地区で価格上昇圧力はわずかに緩和あるいは変わらずとなった。小売物価は前回調査から横這いあるいは緩やかに上昇したと報告された」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。

FRBが現在の金利水準を緩和的と判断しているもとで、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、8月9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。

・個人消費：全地区 で自動車販売増加、 旅行需要の拡大

・製造業：緩やかな 拡大

・雇用、賃金：雇用 需要拡大も賃金の上 昇圧力は弱い

・物価：エネルギー 価格の上昇にもかか わらず川下では安定

ベージュブックの詳細をみると、「全12地区で経済活動の拡大が続いた」と全地区で経済活動の拡大が続いたことが示された。

①個人消費では「大部分の地区で小売売上が増加した。小売業の見通しは全般的に楽観的である。自動車販売は積極的な販促によってほぼ全地区で急増した」と小売売上の増加持続に加え、メーカーによる販促によって自動車販売が押し上げられていることが示された。「サービス需要の増加が持続した。旅行は多くの場所で強い状態が続いた」とサービス関連の好調が持続していることが示されており、個人消費全体でも堅調さを維持していることが指摘された。

②産業活動では、「大部分の地区で、製造業セクターの活動は穏やかな拡大が報告された。将来の工場活動に関して、全般に楽観的であった。製造業活動が拡大し、同様に資本投資も全般的に楽観的にも関わらず、大部分の地区で工場での採用は停滞したままであった」と依然製造業部門での雇用が増加していないことが指摘された。

「製造業部門では強い業種が広がっている。いくつかの地区では、産業設備・材料の生産者と同様に建設資材、特にセメントで経済活動が強まっている」と指摘された。

金融部門では、「借入需要が増加、或いは堅調なままである。大部分の地区で貸し出しが増加している」と資金需要の増加が続いていることが指摘された。

③建設部門は、「住宅市場は強い状況が続いている。しかし、いくつかの地区で鈍化の兆しが少し示された。一方、商業不動産は多くの地区において改善した」と住宅市場に鈍化の兆しがわずかに見え始めたことと、商業不動産の改善が続いていることが報告された。

④雇用に関しては、「いくつかの地区ではまちまちだったものの、大部分の地区で

雇用需要が強まっている」と雇用が改善傾向を辿っていることが報告された。

⑤賃金に関しては、「労働市場が全般的に逼迫したにもかかわらず、ほぼ全地区で賃金上昇圧力は緩やかなままである」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。

⑥物価に関しては、「エネルギーや建材のコストが増加しているにもかかわらず、大部分の地区で価格上昇圧力はわずかに緩和あるいは変わらずとなった。大部分の地区において輸送部門以外の産業でのコスト増加分の価格転嫁は限定的となっている。小売物価は前回調査から横這いあるいは緩やかに上昇したと報告された」と指摘されており、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。

**8月9日のFOMC
ではFFレートの
25bpの引き上げ、声
明文はほぼ変わらず
が見込まれる**

8月9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「エネルギー価格がさらに上昇しているにもかかわらず拡大ペースは堅調なままである」と景気に対する判断は前回と同様、あるいは小幅上方修正されると見込まれる。雇用環境に関しては、前回の「労働市場の状況は緩やかな改善が続いている」と同様の内容となろう。物価についても前回と同様に「インフレ圧力は高い状態のままである。しかし、長期的なインフレ期待は落ち着いた状態にある」とインフレ圧力が強いとしつつ、物価が安定しているとの認識が示されると見込まれる。

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。

**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4～6月期に前年同期比+9.1%と1～3月期の同+9.7%から鈍化しているものの高い伸び率を維持していることから、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。もともと、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。

設備投資は、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4～6月期以降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、今後も強まることが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、小売段階での値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I C 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が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、昨年から企業がグループを作り、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

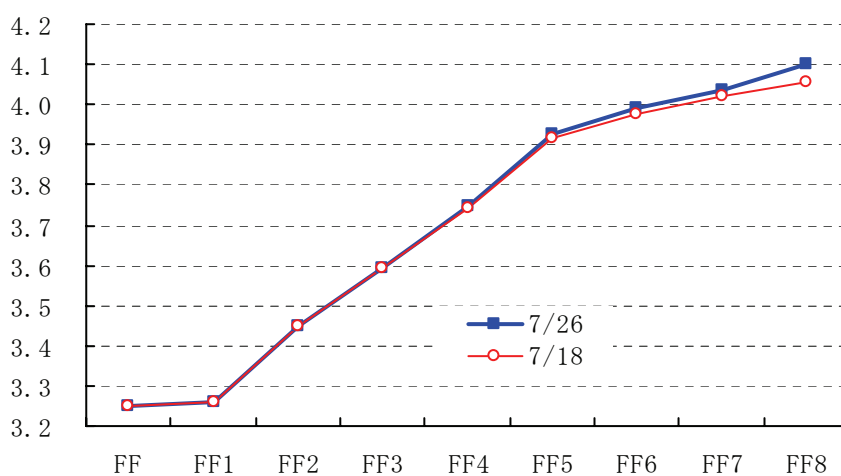
インフレが加速する可能性が低い一方、①前年比では+2%台前半で推移すること、②潜在成長率を上回る成長が持続すること、③F R Bが現在の緩和的な政策金利は必要ないと判断していること、④利上げを止めると景気が過熱しインフレが生じるリスクがあることから、F R Bは利上げを継続しよう。ただし、足下でインフレが加速していないこと、賃金の安定に見られるように持続的にインフレが加速する兆しもみられないこと、景気に過熱感がないことから、今後もF R Bは慎重なペースでF F レート誘導目標を引き上げると予想される。年末までにF F レート誘導目標は、4.00%～4.25%まで引き上げられる公算が大きい。

FOMCスケジュール

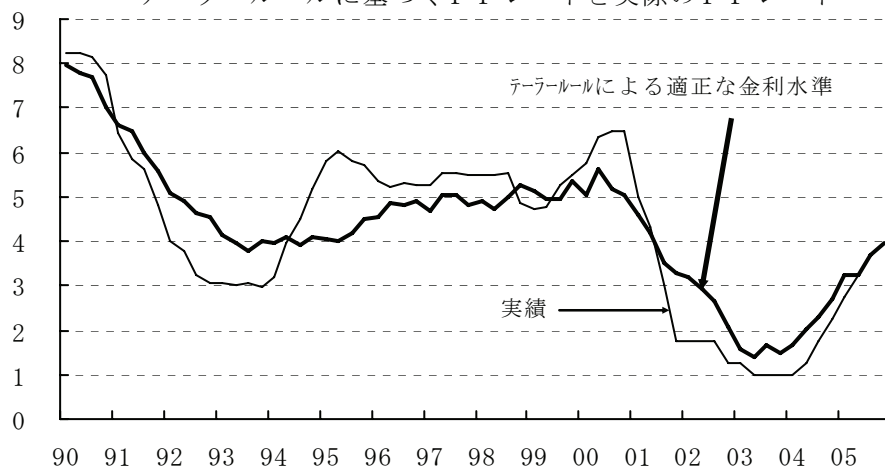
2005年	8月9日
	9月20日
	11月1日
	12月13日
2006年	1月31日-2月1日
	3月28日
	5月10日
	6月28-29日
	8月8日
	9月20日
	10月24日
	12月12日
2007年	1月30-31日

(注) 2006年以降は暫定

F F 金利先物のイールドカーブ



テールールに基づく F F レートと実際の F F レート



(出所) F R B。テールールによる算出値は当社。

以上