

Fed Watching

米国金融分析レポート

米国 緩和的な政策金利の解除のために利上げ継続(8月9日 FOMC)

発表日: 05年8月9日 (火)

～慎重なペースでの利上げが可能としながらも経済情勢に柔軟に対応する姿勢を堅持～(No. Fed-005)

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 : sei.ji@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

25bp の利上げ継続

8月9日のFOMCでは、FFレートの誘導目標を25bp引き上げ3.50%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(4.50%)。2004年6月以降10回連続での利上げとなった(2004年6、8、9、11、12月、2005年2、3、5、6、8月)。①エネルギー価格の上昇にもかかわらず支出が強いこと、②労働市場の回復が持続していること、③足元の物価指標や長期的なインフレ期待が落ち着いた状態にあるもののインフレ圧力が高いままであること、④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、10回目の利上げが過去9回と同様に25bpの慎重なペースで行われた。

現状判断では、国内需要の好調を受け景気認識が上方修正された。一方、物価判断は落ち着いた経済指標について記載したが、インフレ圧力が高いままであることを前回と同様指摘しており変更がなかったと考えられる。一方、リスク判断は全く変更されなかった。さらに、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つつ、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」、「金融政策は緩和的なまま」との文言が残されたことから、市場では今後も25bpの利上げが継続されるとの見方に変化は生じなかった。

市場参加者が懸念していたインフレ警戒を強めるような文言が声明文になかったことや、慎重なペースでの利上げ継続が示されたことから、債券相場では長期金利が低下した。株式市場では、7月の雇用統計で利上げ継続を織り込んでいたこともあり、主要株価指数の反応は限定的だった。

景気判断を上方修正、物価判断は変更なし

声明文では、現在の景気判断を上方修正、物価判断は足元の安定を示しつつもインフレ圧力の残存を指摘しており変更なしと考えられる。

○現状については、支出が強まっていることや労働市場が緩やかに回復しているとの判断を示した。物価に関しては、コア物価が低い伸びにとどまり、長期的なインフレ期待が落ち着いているとの認識が示された。

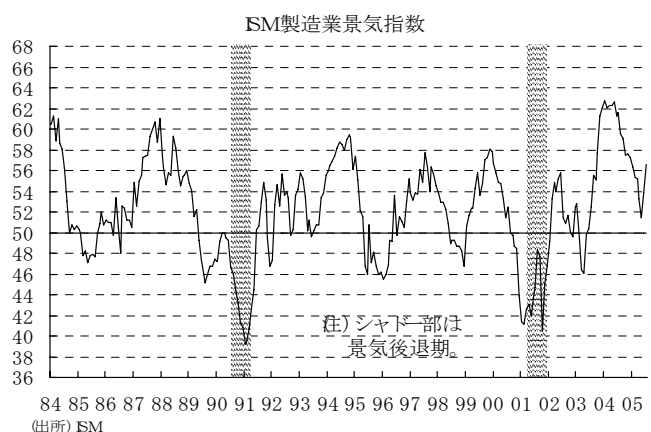
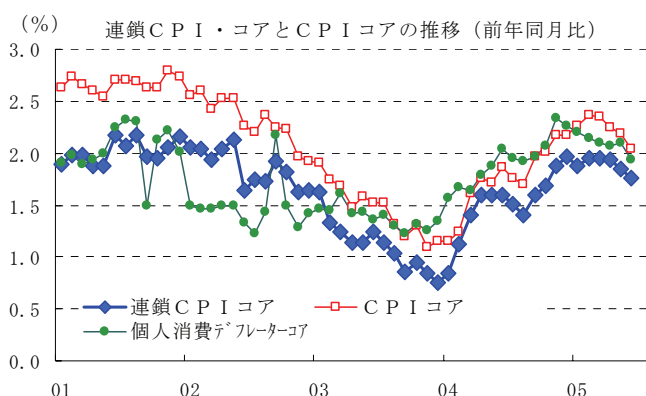
・現在の金融政策に関して、前回と同様“今回の利上げ後も、金融政策は緩和的なままであり、強い生産性の向上と相俟って、経済活動に対して継続的な支援を与え続けると確信している”と、あくまでも水準調整の利上げであり引き続き政策金利は緩和的であることを示唆した。

- ・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」から今回“高いエネルギー価格にもかかわらず総支出は冬以来強まっていることは明らかである”と前回から景気に対する判断が上方修正された。
- ・雇用環境に関しては、前回と同様に“労働市場の状況は緩やかな改善が続いている”と、雇用はこれまで通り緩やかな改善が続いているとの認識を示した。
- ・物価については前回の「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」から今回“コア物価は最近数ヵ月比較的低い伸びだった。また、長期的なインフレ期待は落ち着いている。しかし、インフレ圧力は高い状態のままである”と足下の物価指標の低い伸びを受け物価が安定していることと、引き続き長期的なインフレ期待が落ち着いた状態にあることを指摘した。一方で、原油・商品価格の上昇が続くなかインフレ圧力が残存していることを最後に強調しており、引き続きインフレに対する警戒を怠っていないことを示すことで、市場がインフレに対して楽観的になり過ぎるのを防ぐ狙いがあったとみられる。

インターミーティングでは景気の拡大ペース加速、物価の安定が示された

前回6月30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7月に56.6（6月53.8）と上昇しており、製造業部門の拡大ペースが加速している。

家計部門では、7月の非農業部門雇用者数が前月差+207千人と6月の同+166千人から増加ペースが加速した。さらに、賃金も増加していることから所得の拡大ペースも速まった。個人消費では、7月の小売売上高が気温の上昇によって拡大ペースを速めている。さらに、自動車販売は7月に季節調整済み年率2090万台とSeptember11直後の2001年10月に記録した同2130万台以来となる過去2番目の高水準となった。このように、7月の個人消費は好調に推移しているとみられる。住宅関連では、住宅販売が6月に774.4万戸（季節調整済み年率）と過去最高を更新した。物価面では、6月のCPIコアは前月比+0.1%（5月同+0.1%、4月同0.0%）と安定している。前年比では、6月の連鎖CPIコアが前年同月比+1.8%（5月同+1.8%）、個人消費コアデフレーターは前年同月比+1.9%と5月の同+2.1%から上昇ペースが鈍化し、FRBが物価の安定と考えている前年比+1～+2%のレンジ内に鈍化した。



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、全く変更されず、景気・物価ともに“ほぼ中立”。

・先行きのリスクについては前回事業“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であろうと認識している”とした。

・委員会の判断では、前回事業“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。

個人消費は前期比年率+3%台で堅調に推移

今後の金融政策見通しの前提となる米国景気は、年後半に前期比年率で+4%程度の成長が見込まれる。個人消費を取り巻く環境をみると、今後も価格競争の激化が続くとみられ雇用拡大の抑制要因となろう。一方、労働生産性がプラス基調を維持するものの余剰生産能力の縮小によって前期比年率で+2%程度の伸びにとどまる可能性が高い。さらに、雇用に先行する景気が2003年4～6月期から2005年4～6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で、新規雇用計画調査や経営者団体の景況調査における雇用計画などが採用拡大を示唆しているように、企業の採用意欲が強い状態にある。このため、雇用者数は増加基調が維持され前期比+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。このような状況のもと、景気拡大期待の強まりもあり、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、4～6月期に前年同期比+9.1%と1～3月期の同+9.7%から鈍化したものの依然として高い伸び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4～6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、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。

エネルギーに関しては、原油価格の上昇により足下でガソリン価格は過去最高水準にまで上昇している。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が高水準で推移する可能性が高い。エネルギー価格が高止まりすれば、実際に景気に与える影響が小さいにも関わらず景気の先行きに対する不安感が強まりマインドを悪化させる可能性がある。しかし、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、急激に消費者マインドが悪化するリスクは乏しいため、消費者マインドが悪化することで個人消費が失速するリスクは小さい。

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の影響を受けるものの、7～9月期に自動車部門での販促による押上げによって前期比年率+4%前後まで加速しよう。その後も、雇用・所得の持続的な拡大によって前期比年率+3%台の伸びが続くと予想される。

今後の住宅投資は底堅く推移

住宅市場をみると、住宅購入意欲の強い層の人口に占める比率が高まるなかで、銀行の貸し出し基準が厳格化されることなく良好な借入環境が持続している。このような環境のもと、7月のNAHB住宅市場指数では、「客足指数」が55と前月と変わらずとなり、「現在の住宅販売指数」が75と前月比2ポイント低下したものの住宅需要の強い状態が持続していることを示唆している。その他の統計でも、住宅販売に約1ヵ月先行する住宅購入ローン申請件数は、モーゲージ金利が低下したことや、政策金利の引き上げ後も銀行が貸出基準を引き締めていないため資金調達が容易な状況にあることから、4、5、6月と連続して過去最高水準を更新し、7月も過去2番目の高水準を維持している。このため、7、8月の住宅販売は過去最高水準で推移するとみられる。今後も、住宅価格の値上り期待が強いもと、雇用・所得が拡大を背景に、住宅需要が押し上げられると予想される。

今後も、10年債利回りは物価の安定、潜在成長率程度の成長見通しを背景に4.7%を下回る水準にとどまる一方、物価は前年比で2%台前半での推移が予想される。このため、実質金利は歴史的にみて低い水準で推移するとみられる。加えて、雇用・所得環境の改善が持続すること、資産価格も上昇傾向を辿ると見込まれること等を背景に、住宅販売は堅調を維持すると予想される。

このような住宅需要のもと、在庫率が低水準にとどまっていること、建築中の住宅件数や許可済み未着工件数が高止まりしていることなどから、住宅着工件数は年内200万戸程度を維持すると見込まれる。年後半の実質住宅投資は年前半の速いペースからは鈍化するものの前期比年率で増加基調が維持されよう。

設備投資は今後も好調が持続する公算

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、4～6月期に前期比年率+2.8%と1～3月期の同+21.8%から大幅に減速しているものの、1～3月期に上ぶれた反動と考えられ、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。年後半に設備投資を押し上げる要因として、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株価の上昇、④信用スプレッドの縮小、が挙げられる。

在庫投資は、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拡大に転じよう。

純輸出は再びマイナス寄与に転じる公算

その他の需要項目では、年後半には、ドル安効果や世界的な景気拡大ペースの加速によって輸出も堅調に推移すると見込まれる。一方、輸入は所得弾性値が高まるもと、内需の堅調を背景に高い伸びが予想され、純輸出は再び大幅なマイナス寄与に転じる公算が大きい。

政府支出では、州・地方政府の支出拡大が予想される一方、連邦政府支出は補正の成立によって一時的に歳出が増加する可能性があるものの、財政赤字削減方針のもと基本的に歳出が抑制されることから、緩やかな拡大にとどまろう。

年後半は前期比年率＋４％程度の成長に

以上のように、年後半には、純輸出のマイナス寄与が予想される一方、家計部門や設備投資の堅調持続、在庫投資の拡大を背景に、実質ＧＤＰ成長率は前期比年率＋４％程度の成長となる公算が大きい。

今後も消費者物価コアは前年比で２％台前半での推移が予想される

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と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。

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ととどまり、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。

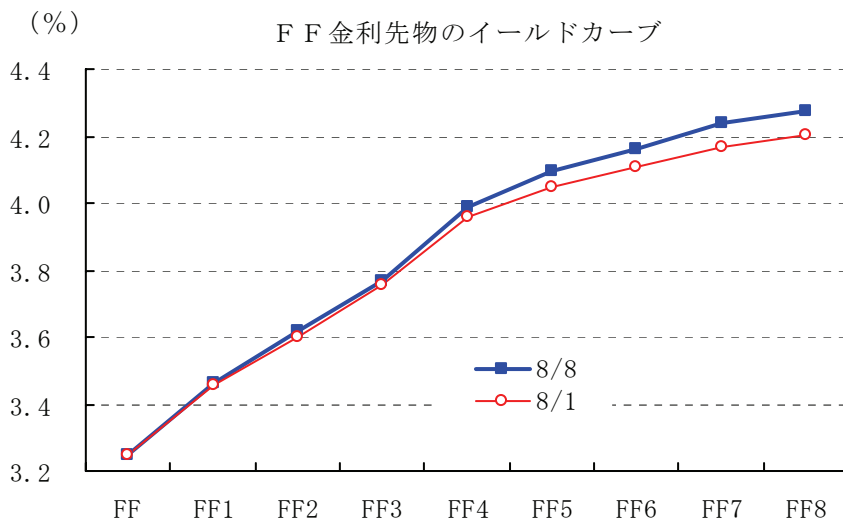
今後も慎重なペースでの利上げを継続する公算

今後の金融政策については、2001年11月以降景気拡大が持続しているが、足下で潜在成長率程度の成長が続いており景気に過熱感・停滞感はない。雇用面でも、非農業部門雇用者数は年初から月平均で前月差＋191千人と過熱感なく適度なペースで増加している。このような成長が持続していることで、余剰設備・労働力は緩やかに縮小傾向を辿っており、ＦＦレートの適正な水準も切り上がっている。また、長期金利が低水準にとどまっていることから、経済活動を押し上げているため現在の水準から利上げを継続しなければ景気が

過熱するリスクが高い。

継続的な利上げ、エネルギー価格の高止まりによって潜在成長率程度の成長に抑制されるとみられる。インフレ面では、個人消費デフレーターコアが6月に前年同月比+1.9%と安定的に推移している。賃金が緩やかな上昇にとどまっており、賃金面からのインフレ圧力は乏しい。また、低い長期金利が示唆しているように長期的なインフレ期待は高まっていない。さらに、慎重なペースでの利上げ継続によって実体経済や金融市場が安定している。以上のような経済・金融情勢のもと、今後もF R Bは慎重なペースでの利上げを継続する公算が大きく、F F レートは年内に4.25%、2006年前半に4.75%程度まで引き上げられると見込まれる。

長期金利は、F F レートが年内に4.25%まで引き上げられ、2006年も利上げ継続との見方が織り込まれる形で4.5%を目指す展開が予想される。株価は好調な業績を背景に堅調が予想されるが、利上げ継続や、エネルギー価格の上昇によって上値の重い展開となる可能性がある。為替では、米国の利上げ継続がある程度織り込まれているなか、米貿易赤字の高止まり、日欧の景気に対する見方の改善によって、ドルの上値は限定的なものとなろう。



FOMCスケジュール

2005年	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
	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

以上