

Fed Watching

米国金融分析レポート

米国 景気の堅調持続とインフレ懸念の残存により利上げ継続(11月1日FOMC)

発表日: 05年11月1日(火)

~今後も慎重なペースでの利上げが可能ながら経済情勢の変化には柔軟に対応する姿勢~(No.Fed-008)

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)

25bpの利上げ継続

11月1日のFOMCでは、FFレートの誘導目標を25bp引き上げ4.00%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(5.00%)。2004年6月以降12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、9、11月)。復興需要や緩和的な金利水準、生産性の向上によってハリケーンの経済への影響は一時的と予想されること、これまでのエネルギー価格や他のコスト上昇によってインフレ圧力が強まっているものの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、12回目の利上げが過去11回と同様に25bpの慎重なペースで行われた。

現状判断では、エネルギー価格の上昇や、ハリケーン「カトリーナ」、「リタ」、「ウィルマ」の経済に与える悪影響は一時的との判断が維持された。一方、物価判断に関してもインフレ圧力が強まっているもののインフレコアは落ち着いたままであるとの判断が継続された。

さらに、リスク判断に関する声明文全く変更されなかった。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(beamasured)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金融政策の見方が維持された。

ハリケーンの景気への影響は一時的との見方、コアインフレの安定との判断はともに変わらず

声明文では、ハリケーンの影響が実際の経済指標に表れたが一時的との判断は変わらず。また、インフレ圧力が強いままであるがコアインフレの安定、長期的なインフレ期待が落ち着いた状態にあるとの判断も変わらなかった。

ハリケーンの悪影響が実際に経済指標に表れたものの一時的との判断が維持された。また、これまでのエネルギー価格の上昇によってインフレ圧力が強いままであるが、インフレコアが落ち着いた状態にあるとの判断も変化なかった。

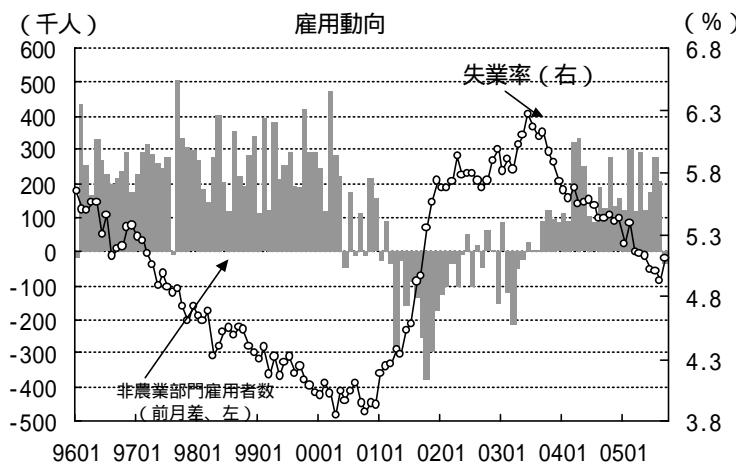
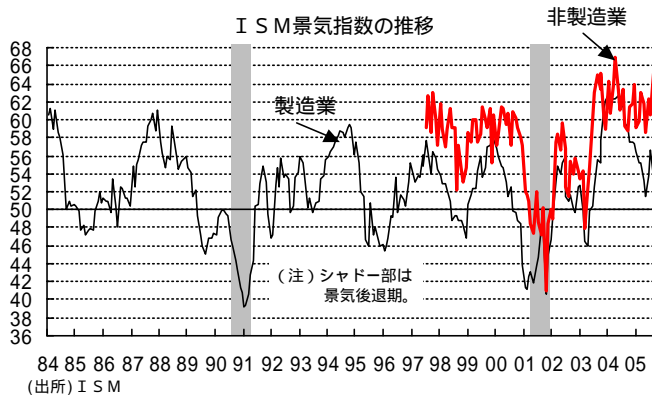
“高いエネルギー価格とハリケーン関連の混乱によって一時的に生産、雇用といった経済活動は抑制された。”とエネルギー価格の急騰やハリケーン襲来による施設損壊の影響が経済指標で確認されたことを指摘した。ただし、その直後に“しかしながら、ハリケーン被災地区での復興計画の拡大が予想される経済活動に対して緩和的な金融政策や強い生産性の向上と相俟って、継続的な支援を与え続けると確信している”と復興需要と金利

水準が緩和的なこと、生産性の向上によって経済活動がサポートされるとした。

物価については前回の「エネルギーやその他のコストの上昇で潜在的なインフレ圧力が強まった。しかしながら、コアインフレは最近数ヶ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」から今回「エネルギーや他のコストのこれまでの上昇によって潜在的なインフレ圧力が強まっている。しかしながら、コアインフレは最近数ヶ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」と足下でのエネルギー価格の低下を映じて過去のエネルギー価格等の上昇による影響を指摘したが、前回と同様にインフレ圧力が強いが、最近のインフレコアは安定し、さらに期待インフレが落ち着いていると指摘しており、物価判断は前回と変わらなかった。

ハリケーン襲来後 も景気は堅調

ハリケーン「カトリーナ」、「リタ」が襲来した7～9月期にかけて、潜在成長率程度の成長が続く雇用は堅調なペースで拡大している。ISM景況指数では、非製造業指数が9月に65と高水準を維持しており、小売、建設、サービスが好調なことが示されている。また、製造業指数は10月に59.1と高水準を維持しており製造業部門の拡大ペースが加速している。家計部門でもハリケーンの影響を除いた新規失業保険申請件数は10月22日に終わった週で30万件程度にまで減少しており被災地区以外の雇用の拡大ペース加速を示唆している。このように、持続的な経済成長が続いていることで、余剰設備や余剰労働力の縮小が継続しており、FFレートの適正な水準は切り上がっている。加えて、利上げ局面にもかかわらず長期金利が歴史的な低水準にとどまっていることから、利上げ効果を減殺し経済活動を押し上げている。FRBが利上げを継続しなければ景気が過熱しインフレ圧力が高まり易い情勢にあった。



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同様“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、前回同様“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+1%台に減速

今後の米国景気・金融政策に関しては、米国景気は堅調さを維持すると予想される。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7～9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、10～12月期のマンパワー社による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では採用拡大が示唆されていることから、企業の採用意欲が強い状態にある。9月に雇用者数はハリケーン「カトリーナ」の襲来によって被災地区中心に減少したものの、10月以降、雇用者数は増加基調に転じ前期比+0.3%～+0.5%のトレンドに回復が予想される。

所得に関しては、失業保険の支給、保険金の受取、被災地区1世帯当たり2000ドルの支給が行われたことや、被災地区以外の雇用の拡大が続いたことから、可処分所得は拡大傾向を辿る可能性が高い。

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、7～9月期に前年同期比+10.3%と4～6月期の同+8.9%から加速し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7～9月期にかけて堅調に推移したと見込まれる。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、10～12月期にかけて家計の流動性増加に寄与しよう。ただし、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。

消費者マインドを悪化させているエネルギー価格に関しては、ハリケーン「カトリーナ」、「リタ」、「ウィルマ」の相次ぐ襲来によって、メキシコ湾岸の製油所の精製能力が大幅に低下しているが、緩やかながらも施設の再開が続くとみられること、ガソリンに対する環境規制や輸入船籍規制が緩和されたこと、加えてIEA加盟各国が原油・石油製品備蓄を放出したことによって石油製品の供給が世界的に増加したためボトルネックに陥るリスクは低い。今後、供給不足懸念を理由にエネルギー価格が上昇すれば、追加の備蓄放出が決定される可能性が高い。また、投機マネーの流入によってエネルギー価格が一段と上昇すれば景気の減速懸念が強まり上値は追い難いため、当面エネルギー価格の上昇には歯止めがかかると予想される。

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ることから、さら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、10月にビッグスリーが一般購入者に対する社員割引の適用を終了したため自動車販売が大幅に減少するとみられる。このため、10～12月期の自動車販売は販促によって大きく押し上げられた7～9月期の反動で減少が避けられないことから、今後自動車部門で販促の強化が行われなければ10～12月期の実質個人消費は前期比年率+1%台の伸びに鈍化すると予想される。

その後、2006年1～3月期には、雇用・所得の持続的な拡大、値引き販売の増加等を背

景に個人消費は前期比年率 + 3 % 台の伸びが予想される。

住宅投資は堅調さを維持する見込み

住宅については、10月のNAHB住宅市場指数の構成項目である「客足指数」が50と前月から3ポイントの上昇、「現在の住宅販売指数」が73と前月比1ポイント上昇し水準も高く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。その他の統計では、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、9月まで高水準を維持した後、金利上昇に伴い10月に水準が小幅切り下がっている。もっとも、今後、実質金利が歴史的にみて低い水準で推移するとみられること、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による住宅購入需要の強い状況が続くとみられる。加えて、ハリケーン「カトリーナ」、「リタ」、「ウィルマ」の襲来によって住宅を失った人々の一部で別の場所に住宅を購入する動きが出るため、10～12月期の住宅販売は堅調を維持する公算が大きい。

このような住宅需要のもと、在庫率が過剰感なく安定した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2006年初にかけて200万戸程度を維持すると見込まれ、1～3月期にかけて実質住宅投資は前期比年率で増加基調が維持されよう。

設備投資は今後拡大ペースを速める公算

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、7～9月期に前期比年率+5.3%と4～6月期の同+2.2%から加速しており、10～12月期の機械・ソフトウェア投資は拡大ペースを速めると予想される。

2006年前半に設備投資を押し上げる要因として、これまでの堅調な成長による期待成長率の高まり、業績の拡大や雇用創出法の失効を前にした海外利益の資金還流促進による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、稼働率の上昇が挙げられる。

在庫投資は、在庫が過去最低水準にまで低下しているもと、ハリケーン襲来による被害からの回復、国内需要の持続的な拡大に加え、海外需要の堅調さを背景に積み増しに転じるとみられ、寄与度もプラスになると見込まれる。

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、輸出は、被災地区にある輸出入施設の復旧や世界的な景気拡大ペースの加速によって再び増加ペースが速まると見込まれる。一方、輸入はガソリン等石油製品の増加や、内需の堅調を背景に高い伸びが予想され、純輸出は再びマイナス寄与に転じる公算が大きい。

政府支出では、2006年会計年度の予算が現在においても成立していないため暫定予算となっていること、財政赤字削減方針のもと補正で増加した歳出分を抑制する可能性があることから、政府支出の拡大抑制要因となろう。一方で、新年度入りで州・地方政府の支出拡大が予想されること、連邦政府支出はハリケーン襲来に伴う補正の成立によって歳出が増加すると見られることから、2006年前半にかけて政府支出は高い伸びが予想される。

米国景気は潜在成長率程度の安定成長持続

以上のように、2005年10～12月期に個人消費の鈍化や純輸出のマイナス寄与が予想される一方、設備投資の加速や、在庫投資の拡大、政府支出の増加を背景に、実質GDP成長率は前期比年率 + 3 % 台前半の成長が見込まれる。もっとも、2006年1～3月期には個人消費の再加速、政府支出の拡大によって同 + 3 % 台後半の成長が予想され、米国経済は基

本的には潜在成長率程度の成長が持続する公算が大きい。

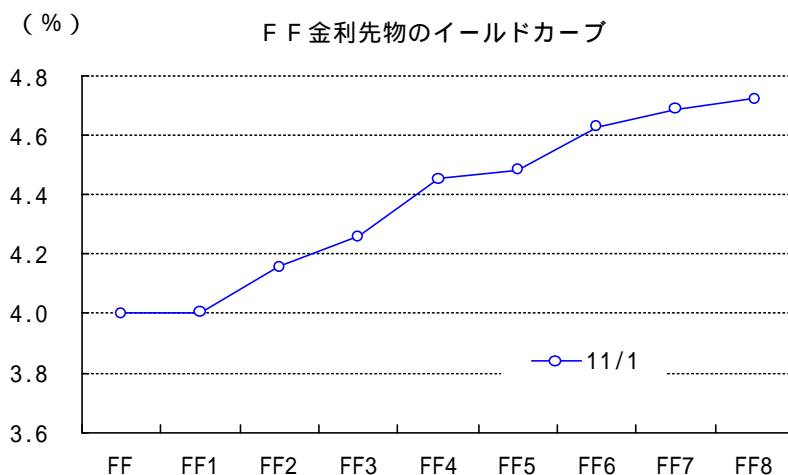
CPIコアは前年比で2%台前半を維持する見込み

インフレ面に関しては、CPIコアは9月に前月比+0.1%、前年比+2.0%と安定している。CPIコアは、商品コア(コアの3分の1を占める)とサービスコア(3分の2)に分解できるが、商品コアは前月比+0.1%、前年比+0.6%と低い伸びにとどまっている。この要因として競争の激化が挙げられるが、今後も競争は強まることがあっても緩和する状況にはない。一方で、投入コストの高止まりが続く可能性が高いため企業は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ため、小売段階での価格抑制圧力の強い状況が続くこととなる。小売業ではICT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図ると予想され、価格転嫁率が低下している状況に変化が生じる可能性は小さい。今後も、川上・川中での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、商品コアは前年比で+1%を下回る低い伸びに抑制されよう。

他方、CPIコアの3分の2を占めるサービスコアも9月に前月比+0.1%、前年同月比+2.5%と安定している。サービスコアは、医療費、帰属家賃の動向で基調が決定される。医療費では、2月の訴訟法改正によって訴訟裁判がこれまでより企業側に不利な判決が減少するとみられ、訴訟関連の支払い負担が減少することで保険料や薬品価格の上昇が抑制され医療費の伸びも鈍化傾向を辿ろう。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が、雇用・所得の増加、低金利、借入れ易さ等を背景に、住宅購入が高水準を維持すると予想され、賃貸料の高い伸びは見込み難いため、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、商品コア、サービスコアの安定によってCPIコアは前年比で+2%台前半の比較的安定した伸びが予想される。

今後も慎重なペースでの利上げを継続する公算

以上のような経済・金融情勢のもと、今後もFRBは慎重なペースでの利上げを継続する公算が大きい。FFレートは2006年前半にインフレ懸念の高まりを防ぐために適正な水準を小幅上回る4.75%まで引き上げられると予想される。



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
	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