

# Fed Watching

米国金融分析レポート

## 米国 FOMC 声明文は利上げ継続の可能性を示唆

(3月27、28日 FOMC)

発表日：06年3月28日(火)

(No. Fed - 013)

~ 今後も金融政策は発表される経済指標次第 ~

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

### FFレートの誘導 目標は 25bp 引き 上げられ 4.75% に

3月27、28日のFOMCでは、FFレートの誘導目標を25bp引き上げ4.75%とすることが全員一致で決定された。同時に公定歩合の25bpの引き上げが承認された(5.75%)。2004年6月以降15回連続の利上げとなった(利上げが実施されたのは2004年6、8、9、11、12月、2005年2、3、5、6、8、9、11、12月、2006年1、3月のFOMC)。景気は強い回復をみせていること、足元の物価指標やインフレ期待が落ち着いた状態にあるものの、高いエネルギー価格や使用可能な資源の縮小によってインフレ圧力が高まる可能性があることを背景に、15回目の利上げが過去14回と同様に25bpの慎重なペースで行われた。

バーナンキ氏のFRB議長就任後初めてのFOMCということで声明文の変化と利上げ打ち止めを示唆するかに注目が集っていた。声明文で、景気、物価についてFOMCの考えが詳細に説明された。一方、利上げ打ち止めに関しては、前回と同様に「ある程度の引き締めが必要があるかもしれない」との文言を残したため利上げ継続観測が強まった。この声明文を受け、株式市場は下落、債券利回りは上昇、ドルは強含んだ。足下で景気減速を示す経済指標が発表されていないため、引き続きインフレ警戒的な姿勢維持せざるを得ない状況にある。ただ、最後に今後発表される経済指標次第で金融政策を柔軟に変化させることも指摘しており引き続き経済指標次第という状況は変わっていない。今後も市場は経済指標に一喜一憂する展開が予想される。目先、株価の上値は重く、債券利回りは4.8%を中心にもみ合う展開となろう。ドルは、貿易相手国の金融政策への思惑もあり上昇余地は限定的とみられる。

### 景気は上方修正、物 価判断は変わらず

声明文では、力強い回復と足元の景気判断は上方修正された。一方、先行きのインフレ懸念を持ちつつも足元のコアインフレ、インフレ期待が落ち着いているとの判断は変わらなかった。

前回の「最近の経済指標はまちまちだけれども、経済拡大は堅調にみえる」から今回“2005年10～12月期の実質GDP成長率が減速したのは、一時的で特殊要因の影響が大きかった。1～3月期に経済は力強く回復したが、より持続的なペースに安定するようみえる。”とかなり具体的な説明になっている。足元の景気の好調さを指摘しつつFOMCでは今後景気拡大ペースは安定成長へスローダウンすると考えていることを指摘した。足下では強い回復としていることから、景気に対する判断は上方修正されたと考えられる。

物価については前回の「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たままである。しかしながら、高いエネルギー価格と同様に

資源利用の拡大の可能性は潜在的なインフレ圧力を高めている」から今回“現在、エネルギーや他の商品価格上昇のコア物価への影響はあまり大きくないように見える。生産性の向上がU L Cの伸びを抑制するのに貢献している。インフレ期待は落ち着いたままである。しかしながら、資源稼働率上昇の可能性があると高水準のエネルギー価格や他の商品価格と併せてインフレ圧力を強める可能性がある”と物価に対する声明も詳細なものとなった。また、グリーンスパン時代に使用されていた「長期的なインフレ期待」という分かり難い文言も「長期的な」という部分が削除された。このように物価に関する声明文は変化したが、物価に対する判断は前回から変化しておらずインフレ警戒的なままであると判断される。

利上げを継続する理由として足下で物価が落ち着いているものの、エネルギーやその他商品の上昇に加えて、使用可能な資源の縮小によってインフレ圧力が強まるリスクを挙げしており、エネルギー価格の上昇だけでなく景気の拡大持続によるインフレリスクが指摘された。

### 足下の米景気はGDP統計と一致せず

現在の経済情勢をみると、住宅部門の縮小が続く一方、個人消費の堅調が続いている。また、ISM景況指数では、非製造業指数が2月に60.1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2月に56.7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、新規失業保険申請件数は3月18日に終わった週が30万件前後で推移するなど雇用の堅調なペースでの拡大を示唆している。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ている。このように現在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る。

### 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、まだ利上げを継続する必要があるかもしれないが、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に“委員会は、持続的な経済成長と物価安定の目標を達成するうえで、リスクを取り除くために、政策金利の引き締めがさらに若干必要であるかもしれないと判断した”と今後の利上げに関しても「利上げの必要があるかもしれない」とし、先行きの金融政策に対する言及をよりあいまいなものとした。

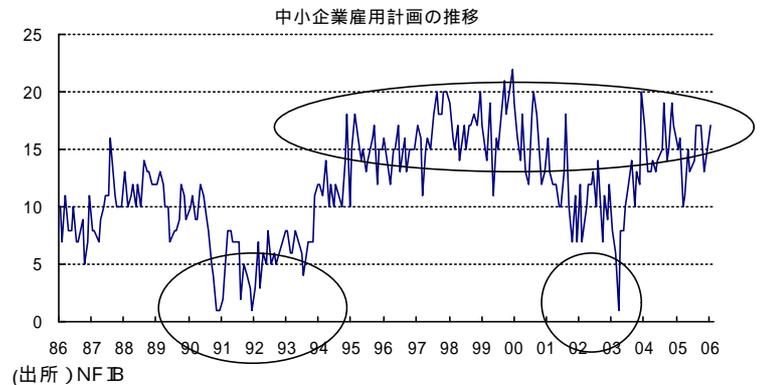
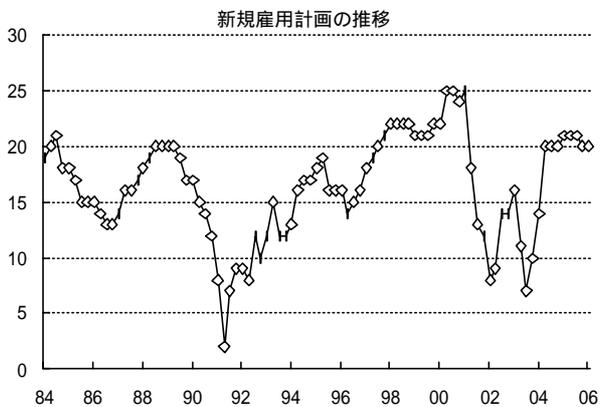
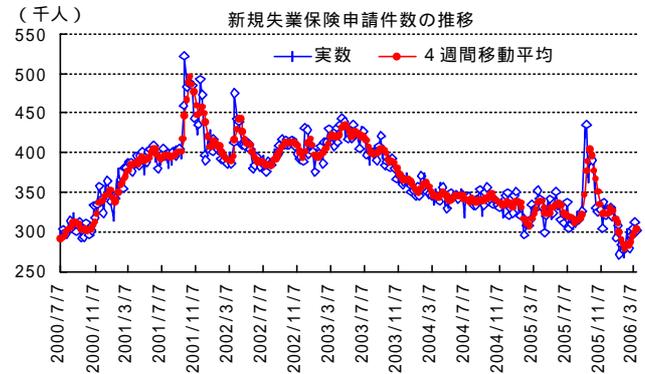
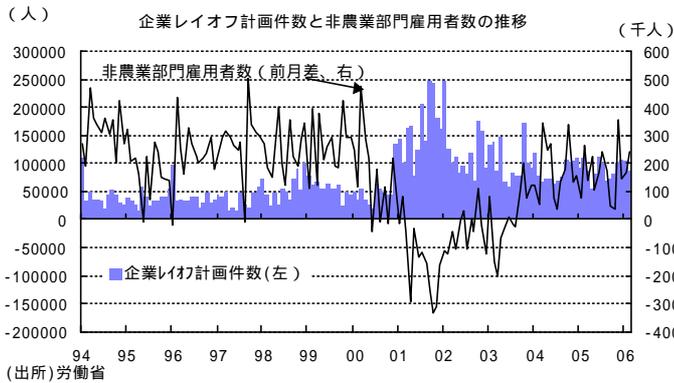
前回同様に“どんな場合も、委員会はこれらの目的(持続的な経済成長と物価安定)を促進するために求められるような経済展望の変化に対応する”と引き続き経済情勢次第で柔軟的(利上げ、小休止)に金融政策を行う方針を示した。

### 景気減速を示す経済指標の発表は5月10日以降の見込み

今後の米国景気は、2006年前半の実質GDPが平均で前期比年率+4%程度と堅調さを維持すると予想される。特に、2006年1~3月期の実質GDPは同+5%台半ばに加速すると見込まれる。

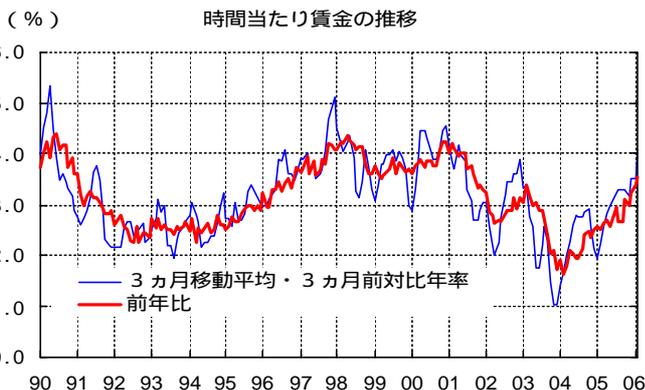
個人消費を取り巻く環境をみると、国際競争の激化や投入コストの上昇が続く中、一部の企業はコスト削減のため、レイオフ、採用抑制を続けると予想される。その一方で、雇用に先行する景気が2003年4~6月期から2006年1~3月期まで平均して潜在成長率を上回るペースで拡大していると予想されること、2006年1~3月期の新規雇用計画調査や

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、多くの企業で採用意欲が強まっている。さらに、雇用の大部分を占める中小企業の景況感が2月に改善し、雇用計画は高い水準を維持している。これらのことから、雇用者数は四半期では前期比+0.3%~+0.5%のトレンドを維持すると予想される。



所得に関しては、雇用の拡大、失業率の低下による賃金の上昇によって、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、前年比で全米住宅価格と概ね同様の動きをする中古住宅販売価格は、1、2月に前年同期比+6.8%と10~12月期の同+9.1%から鈍化していることから、同期の全米住宅価格も伸び率が低下していると予想される。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月期に拡大ペースが鈍化したと見込まれる。このような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、2006年4~6月期の家計の流動性増加ペースは鈍化しよう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

エネルギー価格に関しては、原油価格がテロ懸念、ナイジェリア、イラン情勢等によって60ドル台前半で推移している。今後も、地政学的なリスクに加えて、世界的に景気が堅調さを増す中で需給の逼迫感は変わらず、ガソリン需要次第では一段と上昇する可能性がある。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。そのような状況でも、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、消費者マインドが悪化することで個人消費が大幅に減速するリスクは小さい。

以上のような状況のもと、1～3月期の個人消費はクリスマス商戦後のクリアランスセールやクリスマスプレゼントで受け取ったギフトカードによる年末年始の販売増加によって、前期比年率+5%程度への加速が見込まれる。

### 住宅投資は鈍化傾向を辿る見込み

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、雇用・所得の拡大が続いていること、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、住宅購入ローン申請件数は高い水準で推移しているが、金利上昇によってピークアウトが明確化している。

今後も、雇用・所得の拡大、住宅購入需要の強い世代の人口に占める割合が高いこと等を背景に急減する可能性は小さいものの、利上げに伴うモーゲージ金利の上昇によって住宅販売は減少傾向を辿ると予想される。

このような住宅需要のもと、建設中、許可済み未着工の件数が高水準となっていること、ハリケーン被災地区からの転居に伴う住宅建設が続くとみられることから、住宅着工件数は1～3月期高い水準を維持しているものの、4～6月期以降緩やかに水準を切り下げると予想される。

### 設備投資は拡大ペースを速める公算

設備投資は、堅調なペースでの成長持続によって期待収益率が高い水準を維持するなか、コスト削減圧力の強まりによる効率化投資需要の高まり、稼働率の上昇、オフィスビル空室率の低下、コンピューターの更新投資、規制緩和に伴う通信業での光ファイバー投資の増加等によって投資需要は強い。また、資金調達面では、業績の拡大持続や雇用創出法の2005年末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効果の残存、株価の上昇、信用スプレッドの縮小等投資を行いやすい環境にある。これらのことから、設備投資は少なくとも前半堅調さを維持するとみられる。

在庫投資では、商品価格の上昇が続くもと投入コストの上昇によって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る。しかし、国内需要の堅調に加え、海外需要の加速により在庫投資は拡大傾向を辿ろう。

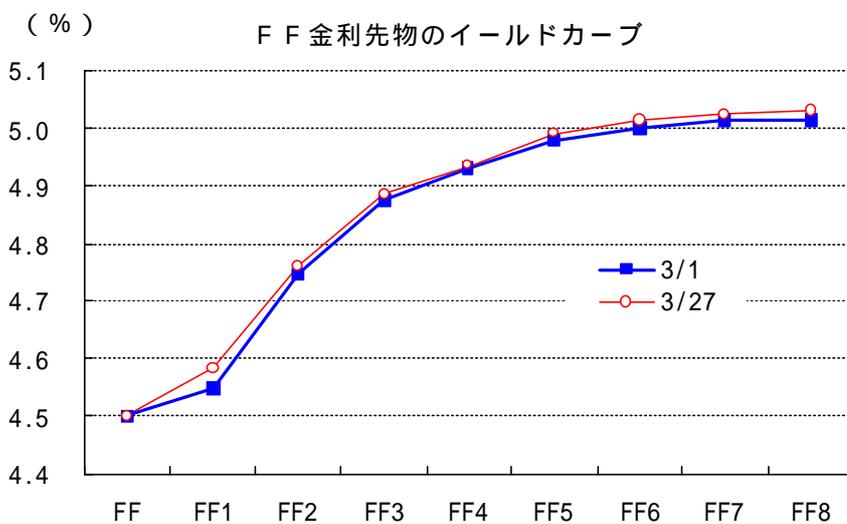
### 純輸出はマイナス寄与が持続する公算

その他の需要項目では、輸出は世界的な景気拡大ペースの加速によって加速すると見込まれる。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、純輸出のマイナス寄与が持続しよう。

政府支出では、2006年会計年度予算が成立すること、ハリケーン関連の支出が増加することによって、政府支出は拡大に転じると見込まれる。

### 今後も利上げを継続する公算

今後の金融政策は、2006年前半には潜在成長率を上回る成長が持続、余剰設備や余剰労働力は縮小傾向を辿るとみられ、FFレート of 適正な水準も切り上がっていくと予想される。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ている。このため、物価が安定しているなかでも利上げを継続しなければ景気が過熱しインフレ圧力を高めるリスクがある。今後も、長期金利はFFレートとほぼ同じ水準で推移する可能性があり、潜在成長率とみられる3%台前半まで成長ペースを鈍化させるためにも、FFレートは2006年前半に5.00%まで引き上げられると予想される。ただし、長期金利が上昇しない場合やガソリン価格等エネルギー価格が4～6月期に下落すれば成長率を押し上げるため、5.25%への利上げの可能性もある。



FOMCスケジュール

2006年	1月31日
	3月27-28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

以上