

米国 足下での物価の落ち着きを評価しつつもインフレ警戒スタンス変わらず  
(1月30、31日 FOMC)  
発表日：2007年1月31日 (水)  
～引き続き追加の利上げの可能性を示唆し、その判断は新たに入手される情報次第とした～

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

## FOMCは5回連続でFFレート誘導目標の据え置きを決定

2007年1月30、31日のFOMCで、FRBは政策金利であるFFレートの誘導目標を据え置いた。5回連続の据え置き。現在の経済情勢では、経済成長の幾らかの強まりとインフレの落ち着きが示されていること、先行きも景気が緩やかな拡大を続けインフレは時間とともにさらに落ち着くと見込まれることから、全員一致で政策金利は据え置かれた。声明文は、景気判断が上方修正された一方で、物価判断が下方修正された。

声明文で、前回と同様に先行きのインフレリスクの残存が指摘されたものの、懸念されていたインフレ警戒を強めることはなく、逆に物価の落ち着きが指摘されたことから、株式市場が強含み、為替市場ではドルが対円、ユーロで売られた。債券市場では利回りが小幅低下した。

## 現在の物価判断を下方修正。景気判断は上方修正

声明文の詳細をみると、現在の景気判断は上方修正された一方、物価判断は前回から下方修正された。

### ●景気について

“最近の経済指標は経済成長の幾らかの強まりを示唆している。そして、住宅市場では安定化の暫定的なサインがみられる。今後数四半期に経済は全般に緩やかなペースで拡大するようにみられる”と12月の住宅着工件数、新築住宅販売の増加などの経済指標を受け住宅市場が下げ止まった可能性があるとして評価した。さらに、1月に発表された経済指標（ISM製造業景気指数、雇用統計、小売売上高、耐久財受注、住宅着工件数）が景気の拡大ペース加速を示したとし、景気判断を上方修正した。今後は数四半期緩やかな拡大が続くとの見方を示しており、このまま景気が加速していくとFRBは予想していない。

前回の声明文では「今年経済成長は住宅市場のかなりの冷却を一因として減速してきた。最近の経済指標はまちまちだったが、今後数四半期に経済は全般に緩やかなペースで拡大するようにみられる」と突然住宅建設投資の大幅な落ち込みを指摘し住宅市場がかなり縮小したと評価した。さらに、最近発表された経済指標（ISM製造業景気指数、製造業受注が弱く、雇用統計、個人消費が強かった）がまちまちだったとし、景気判断を小幅下方修正していた。

### ●物価について

“最近数ヶ月コアインフレは緩やかに改善している。インフレ圧力は時間とともに落ち着くとみられる”と最近のコアインフレ統計の落ち着きを受け、現在の物価判断を下方修正した。先行きさらに落ち着くと予想していることが示された。一方で、“しかしながら、

高水準にある資源利用によってインフレ圧力が持続する可能性がある”と低い失業率、高い稼働率に対する警戒も示した。

**今後入手される情報次第で追加の利上げの可能性あることを引き続き示唆**

先行きの金融政策についての声明文は全く変更されなかった。インフレリスクが残存しているため、今後入手される情報次第で追加の利上げの可能性あることを引き続き示唆。

●先行きの金融政策については今回“それにもかかわらず、委員会はインフレリスクが一部残存すると判断した。こうしたリスクを是正するため、追加的な引き締めが必要となるかもしれないが、その程度と時期については、これから明らかになる情報に基づくインフレと経済の見通しの変化に依存する”と、前回と全く同じ文言でインフレリスクの残存について指摘しており、FOMCは引き続きインフレが鈍化しないリスクを警戒していると考えられる。

**米景気は緩やかに拡大**

現在の米国経済は、緩やかな拡大を続けている。住宅投資が減少傾向にあるものの、個人消費は堅調さを維持している。一方、企業部門でも需要の弱い自動車、住宅関連で生産調整が行われているが、一部の業種に限られている。この結果、鉱工業稼働率が81%台、失業率が4%台半ばと非稼働資産の少ない状態が足下2007年1月まで持続している。物価面では、コアインフレの前年対比伸び率は高止まりしている。このような経済環境のもと、FRBは政策金利の据え置きを続けているが、引き続き景気の下ぶれよりもインフレリスクを警戒している。

**2007年前半に実質GDP成長率は前期比年率+2%台後半の拡大ペースに**

先行きに関しては、2007年は住宅投資の低迷が持続するものの設備投資の堅調持続、個人消費の緩やかな拡大を背景に、前半は前期比年率+2%台後半の拡大ペースを維持しよう。年後半には、企業活動の活発化を背景に潜在成長率程度の成長が予想される。

需要別にみると、住宅部門ではNAHB住宅市場指数（50が拡大縮小の分岐点）は昨年9月をボトムに上昇傾向にある。さらに、雇用・所得が拡大していること、銀行の貸出基準が引き締められないなかで昨年8月から12月にかけてモーゲージローン金利が低下したこと等を背景に、住宅販売は2007年4月にかけて緩やかに増加すると予想される。実際、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2007年1月にかけて水準を切り上げており住宅販売の増加を示唆している。ただし、依然として住宅の在庫率が高い水準にあるため、住宅着工件数、住宅投資は2007年前半減少が続く公算が大きい。5月以降は足下での長期金利上昇によって住宅販売の増加に歯止めがかかり、年後半には増加に転じるとみられる住宅投資は緩やかな拡大にとどまると見込まれる。このため、住宅価格の上昇ペースは鈍化が続き、個人消費の押し上げ効果は減退しよう。

一方で、企業の効率性の高まりにより深刻な在庫・雇用調整に陥るリスクが小さく雇用の拡大が持続すると予想される。また、足下での低い失業率を背景に賃金の上昇が見込まれ、可処分所得は現在の拡大ペースを維持しよう。加えて、潤沢なキャッシュフローによる自社株買いの増加や、景気の軟着陸等を背景に株価の上昇が予想され消費の下支え、ないしは押し上げ要因となろう。この結果、2007年の実質個人消費は前期比年率+2%台後半の安定的な伸びを維持すると見込まれる。

2007年の設備投資は、前年比で約+8%と2006年と同様に堅調さを維持するとみられる。設備投資に目立った減速が見られないと予想する背景は、①今景気拡大局面では設備投資が抑制されてきたため設備の過剰感がないこと、②景気のソフトランディングが予想され

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。

ていることに加えて、③コスト削減圧力が高まるなかで堅調な企業業績を背景とした情報化投資の拡大、④稼働率の高止まりによる増産投資の増加、⑤空室率の低下による建設投資の拡大等、投資需要の強さが挙げられる。また、資金面でも⑥業績の拡大持続によるキャッシュフローの増加効果の残存、⑦株価の上昇、⑧低い金利、⑨企業の金融資産の増加等、投資を行いやすい環境が続くと予想される。

このように、住宅需要の下げ止まり、個人消費の緩やかな拡大が持続することで、在庫調整も早期に終了するとみられ、2007年半ばには景況感も改善に向かうと予想される。ただし、景況感の改善に伴い長期金利の上昇や、世界的な景気再加速からエネルギー価格の上昇が予想されることから、年後半の成長率は潜在成長率程度の成長が続く公算が大きい。

### **PCEコアデフレーター の加速は回避 される見込み**

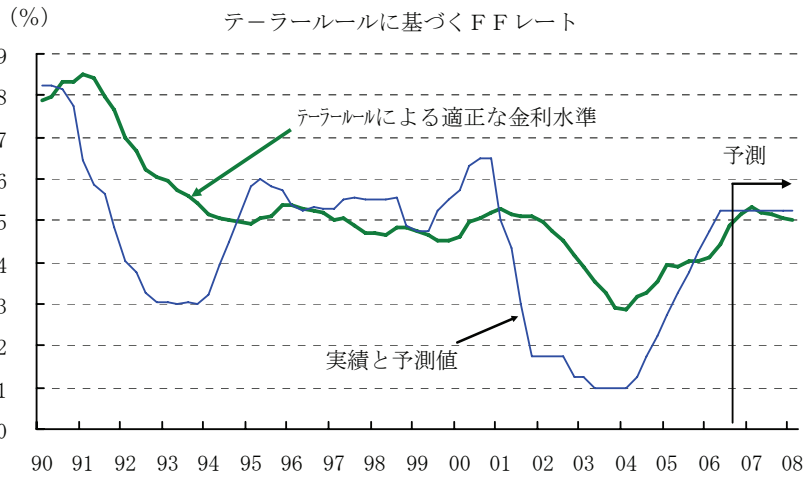
インフレ動向に関しては、コアインフレの一段の加速は回避される公算が大きい。川下である消費者段階では、サービス価格の上昇圧力が強いものの、財価格が低位で安定するなど価格転嫁率の低下した状況に変化はみられない。足下、12月のCPIコア、11月のPCEコアデフレーターはそれぞれ前月比+0.2%、同+0.0%と前月比での加速は回避されている。ただし、前年比ではCPIコアが+2.6%、PCEコアデフレーターが同+2.2%と高い伸びとなっている。

インフレ環境を3つの側面からみしてみる。まず、賃金面ではULCが高い伸びとなるなど、雇用面からのインフレ圧力が懸念されている。しかし、2006年前半のULCの高い伸びは、物価への影響が小さい金融機関でのボーナスが大幅に増加したこと、2006年からストックオプションの費用化が始まったこと、自動車メーカーが大型の人員削減を進めたこと等、一時的な費用の増加によるものであり持続性はない。

輸入面をみても、世界的な価格競争の激化によって為替の変化がエネルギーを除く財の輸入物価に与える影響は小さくなっており、これら輸入物価は前月比でほぼ横ばいとどまっている。今後も、ドル安が進むなか緩やかな上昇にとどまると見込まれる。需給面からも、景気の減速により需給ギャップは拡大が続こう。加えて、価格動向に大きな影響を与える競争環境に関しては、アジア・中南米等からの安価な製品が引き続き流入する状況にある。このような中では、原材料価格や労働コストが上昇しても価格転嫁は難しく、インフレが一段と加速する可能性は小さい。このため、FRBが最も重視しているPCEコアデフレーターは今後も前月比+0.2%以下の上昇にとどまるとみられ、前年比では2007年1～3月期に+2.4%となった後、2007年4～6月期以降+2.2%の上昇が続くと予想される。

### **FRBは2007年中 政策金利を据え置く 公算**

以上のような経済環境のもと、インフレ圧力（低い失業率と高い設備稼働率）が残存するとみられ、FRBは2007年中政策金利を5.25%に据え置く公算が大きい。テーラールールによって算出されるFFレートの適正な水準も政策金利の据え置きと整合的である。



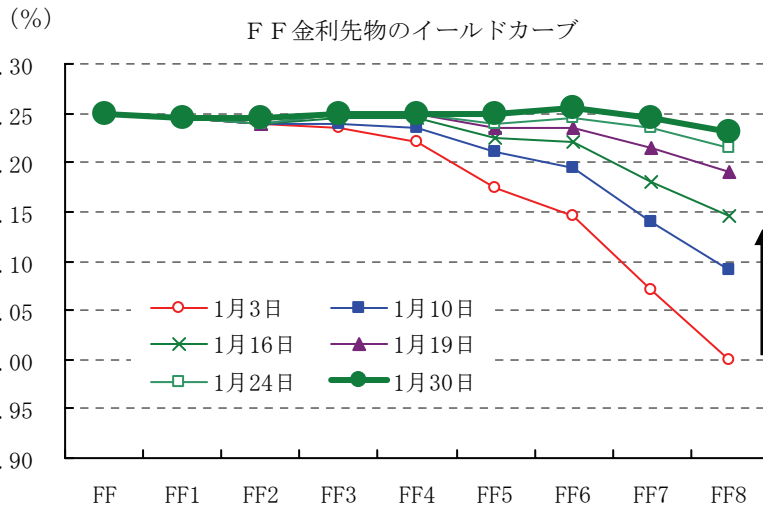
FOMCスケジュール

2007年	1月30-31日
	3月20-21日
	5月9日
	6月27-28日
	8月7日
	9月18日
	10月30-31日
2008年	12月11日
	1月29-30日

(出所) FRB。テーラールールによる算出値、予測値は当社。

**市場は経済指標で利下げの織り込み度合いを大きく変化**

なお、市場の金融政策見通しの変化を示すFF金利先物をみると、市場予想を上回る経済指標が相次いで発表されたことやFOMC関係者がインフレを警戒する発言を行ったことを受け2007年前半の利下げ観測は完全になくなった。



以上

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。見通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。