

米国 インフレを警戒しつつも金融政策は景気・インフレ両睨みに

(3月20、21日 FOMC)

発表日：2007年3月21日（水）

～今後の金融政策は新たに入手される情報次第で柔軟に実施する方針を示した～

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)

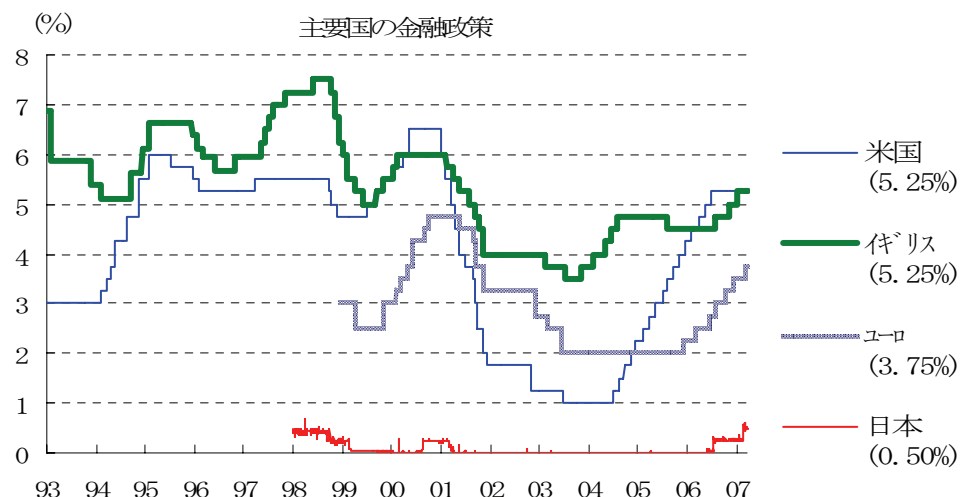
FOMCは6回連続で FFレート誘導目標の 据え置きを決定

2007年3月20、21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。6回連続の据え置き。足下でまちまちの経済指標、住宅部門の調整が続いていることが指摘され、景気が減速していることが示された。一方で、インフレが上昇してきていること、インフレ圧力が残存していることから、全員一致で政策金利は据え置かれた。

声明文では、景気判断が下方修正された一方、物価判断が上方修正された。引き続き先行きインフレが鈍化しないリスクが関心事項としつつも追加の利上げが必要となるかもしれないとの文言が削除されたことから、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。

声明文

- 最近の経済指標はまちまちであり、住宅部門の調整は継続している。しかしながら、経済は今後数四半期緩やかな拡大が続くとみられる。
- 最近数ヶ月コアインフレは僅かに上昇してきている。インフレ圧力は時間とともに落ち着くとみられるが、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。
- 委員会はこうした状況ではインフレが予想通りに鈍化しないリスクが引き続き政策面で最重要の関心事項であるとした。将来の政策調整は、これから明らかになる情報に基づくインフレと経済見通しの変化に依存する。



現在の景気判断は下方修正、物価判断を上方修正

声明文では、現在の景気判断が下方修正された一方、物価判断は前回から上方修正された。先行きの金融政策についてインフレが予想通り鈍化しないリスクを指摘しつつもこれまで使用してきた利上げの可能性を示唆する文言を削除し、将来の政策は今後入手される情報次第で決定されるとした。

●景気について

“最近の経済指標はまちまちであり、住宅部門の調整は継続している。しかしながら、経済は今後数四半期緩やかな拡大が続くとみられる”と2、3月に発表された経済指標（2月ISM製造業景気指数、2月雇用統計、2月住宅着工件数が強かった一方、2月小売売上高、1月耐久財受注、1月住宅着工件数が弱かった）を受けまちまちとした。さらに、サブプライム問題の拡大を受け住宅部門の調整が継続しているとの評価を示すなど、景気判断を下方修正した。ただし、今後は数四半期緩やかな拡大が続くとの見方を維持しており、サブプライム問題の波及は限定的と考えているとみられる。

前回の声明文では「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」と景気判断を上方修正していた。

●物価について

“最近数ヶ月コアインフレは僅かに上昇してきている。インフレ圧力は時間とともに落ち着くとみられるが、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”と最近のコアインフレ統計の上ぶれを受け、現在の物価判断を上方修正した。先行き落ち着くと予想しているが低い失業率、高い稼働率によるインフレ圧力の高まりに対する警戒を維持した。

前回は「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。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」としていた。

●先行きの金融政策について

今回“委員会はこうした状況ではインフレが予想通りに鈍化しないリスクが引き続き政策面で最重要の関心事項であるとした。将来の政策調整は、これから明らかになる情報に基づくインフレと経済見通しの変化に依存する”と、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が、利上げが必要となるかもしれないとの文言を削除した。サブプライム問題に対する懸念によって株式市場が下落しているため、この文言を削除することによって景気の下ぶれに対しても柔軟に対応する姿勢を示すことで金融市場を安定させる意図があったと考えられる。

前回までは「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」と政策は利上げ方向だけが示唆されていた。

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。住宅投資の減少が続いているものの、個人消費は堅調さを維持している。一方、企業部門でもエネルギー価格の上昇によって需要が鈍化している米自動車メーカーや在庫が増加している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82%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2月まで持続している。物価面では、2月のCPIコア、1月のPCEコアデフレーターはそれぞれ前月比+0.2%、同+0.3%と上昇し前年比ではCPIコアが+2.7%、PCEコアデフレーターが同+2.3%と高い伸びとなっている。このような経済環境のもと、FRBは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%台半ば
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%台半ば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、住宅部門では建築業者のマインドを示すNAHB住宅市場指数（50が拡大縮小の分岐点）は、2006年9月の30をボトムに2007年2月にかけて改善していたが、3月に低下した。しかし、需要側をみると住宅販売に約1ヵ月先行する住宅購入ローン申請件数は、雇用・所得の拡大が続くもとで、2月に悪天候等により低下したが3月には増加に転じている。また、銀行の融資基準が1月に引き締められたが既に資金需要が減退していること、1月のアフォーダビリティが上昇しているように住宅の購入環境の改善が続いていることから、住宅販売への影響は軽微なものにとどまるとみられる。このため、今後も住宅販売は緩やかな増加傾向を辿ると予想される。

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。

他方、設備投資は2007年も堅調さを維持するとみられる。設備投資需要を支える要因として①今回の景気拡大局面で設備投資が抑制されてきたため設備に過剰感がないこと、②コスト削減圧力の高まり、などが挙げられる。また、資金面からみても①業績の拡大ペースが2007年に鈍化するものの金融資産の拡大もありキャッシュフローは潤沢な状態が続くこと、②株価の上昇、③低い金利水準等、投資を行いやすい環境が続こう。

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となる公算が大きい。

**サブプライム問題
の波及は限定的な
ものに**

足下でサブプライム（信用度の低い借り手）向けの住宅ローン貸し出しの延滞率、不履行率が上昇している。今後も金融が貸し出し基準を厳格化していることから、サブプライム向け貸し出しの不履行率が上昇すると予想される。しかし、①住宅ローン全体に占める

サブプライムの比率は10%程度と低いこと、②全体の延滞率、不履行率は小幅な上昇にとどまっているようにサブプライム中心の信用の悪化であること、③融資の担保となる住宅価格が低い金利などを背景に上昇を続けると予想されること、④延滞率、不履行率に先行するモーゲージ金利が2006年8月をピークに低下傾向を辿っていることから、住宅ローン全体の延滞率、不履行率は2008年には低下に転じると予想され、金融システム不安に拡大するリスクは小さい。また、サブプライムの所得全体に占める割合も高くないため、個人消費への影響は限定的なものにとどまろう（詳細はU.S. Trendsサブプライム向け住宅ローン問題の行方を参照）。

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。

ここ数年の輸入、賃金、需給面からのインフレ圧力をみると、それぞれ上昇しているものの、価格転嫁率は低下している。賃金面では賃金の上昇のわりにはU L C（単位労働費用）などの雇用コストの伸びは抑制されている。

2006年のU L Cは高い伸びとなったが、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、06年からストックオプションの費用化が始まったこと、加えて自動車メーカーの大型人員削減等、特殊要因も含まれており持続性はない。今後も失業率は低水準を保つと予想されることから、賃金の伸びは高止まりが見込まれるが、情報化投資、アウトソーシングなどによる労働生産性の向上を背景に、U L Cの伸びは抑制される公算が大きい。

輸入面をみても、世界的な価格競争の激化等によって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にとどまっている。今後も競争環境に大きな変化は起こり難いとみられる。需給面からも、景気の減速により当面需給ギャップの拡大が続こう。景気再加速局面においても緩やかな景気拡大が予想されることから、需給ギャップの縮小は限定的なものにとどまろう。

価格動向に大きな影響を与える競争環境は、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。一方で、高齢化による医療サービス価格、賃貸需要の高まりに伴う住宅関連のサービス価格が高い伸びを続けるとみられる。

このため、F R Bが最も重視しているP C Eコアデフレーターは今後も前月比+0.2%程度の上昇を続けると見込まれる。結果、前年比ではP C Eコアデフレーターは2007年1～3月期に+2.3%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。C P Iコア、連鎖C P Iコアも2007年1～3月期に+2.7%程度の伸びとなった後、4～6月期、7～9月期に+2.5%前後まで鈍化すると予想される。

F R Bは 2007 年中 政策金利を据え置く 公算

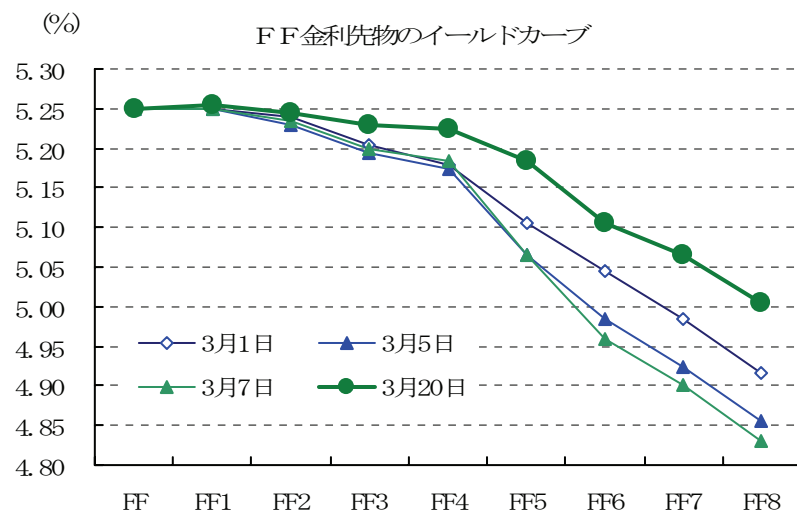
以上のような経済環境のもと、インフレ圧力（低い失業率と高い設備稼働率）が残存するとみられる。さらに、コアインフレは価格競争の激化や生産性の向上を背景に加速傾向を辿るとは見込み難いものの、F R Bが物価の安定と考えるレンジ（前年比+1%～同+2%）を上回って推移すると見込まれる。以上のことから、F R Bは2007年中政策金利を5.25%に据え置く公算が大きい。

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
	12月11日
2008年	1月29-30日

市場での利下げの織り込み度合いが徐々に低下

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、サブプライム問題や一部の市場予想を下回る経済指標を受け早期利下げ観測が高まっていたが、足下で後退している。



以上