

米国 F R Bのインフレ警戒スタンスは前回 F O M Cから変わらず
(5月9日 F O M C)
発表日：2007年5月9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も維持～

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)

政策金利が据え置かれ、 声明文も小幅の変更にとどまった

07年5月9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。7回連続の据え置き。年初の景気減速、住宅部門の調整が続いていることを指摘した一方で、インフレが高止まりしているうえ、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。景気が緩やかに拡大を続けるなかで、コアインフレの緩やかな鈍化ペース、高水準の資源利用が続いていることから、FRBのインフレ警戒スタンスは前回FOMCから変化していないと考えられる。

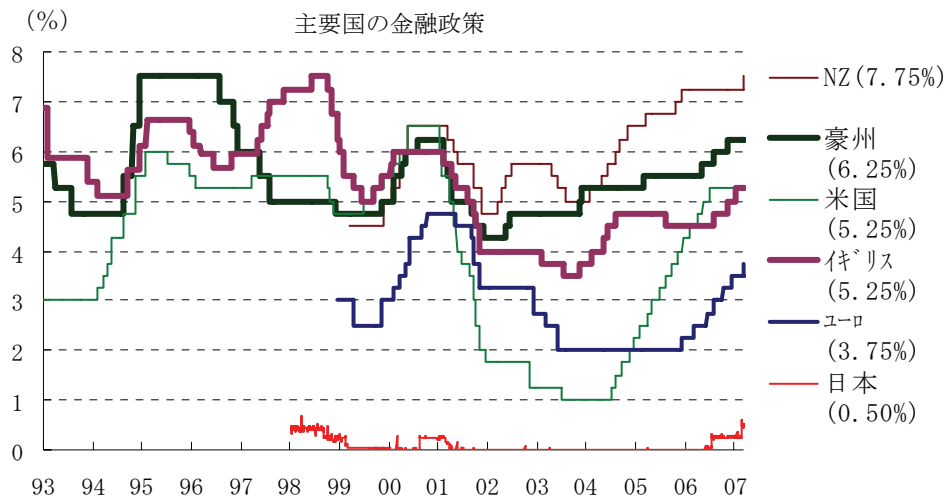
声明文では、景気判断が下方修正された一方、物価判断は変更なしとなった。引き続き先行きインフレが鈍化しないリスクが最大の関心事項としたことから、株式市場では主要株価指数が一旦下落したが業績等への期待から直ぐに上昇に転じた。為替市場ではドルが対円、ユーロで買われた。債券市場では利回りが上昇した。

声明文（5月9日）下線部が前回から変更された箇所を示す

- 今年初めの経済成長は減速し、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に拡大するとみられる。
- コアインフレは僅かに上昇したままである。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。

声明文（3月21日）

- 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、物価判断は変わらず

● 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変わらなかった。先行きの金融政策について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ものの、引き続きインフレが予想通り鈍化しないことが最大のリスクとした。

①景気について

“今年初めの経済成長は減速し、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に拡大するとみられる。”と1～3月期の実質GDPが前期比年率+1.3%に鈍化したことを受け景気判断を下方修正した。さらに、引き続きサブプライム問題の拡大を受けた住宅部門の調整が継続しているとの評価を示した。ただし、今後数四半期緩やかに拡大する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のFRBの見方は変わっていない。

前回の声明文では「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」と景気判断を下方修正した。

②物価について

“コアインフレは僅かに上昇したままである。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3月のコアインフレは前月比で鈍化したが、それよりも前年比でFRBが物価の安定と考えるレンジの上限を上回っていることを重視し、物価判断は前回から変更しなかった。先行きもコアインフレは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」としていた。

③先行きの金融政策について

前回と同様“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、景気の下ぶれに対しても柔軟に対応する姿勢を示した。

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。

米景気は緩やかなペースで拡大中

足下で米国経済は緩やかな拡大を続けている。住宅投資の大幅な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、企業部門では設備投資が10～12月期に前期比で減少に転じ、FRBも先行き懸念を示していたが、1～3月期に前期比年率+2.0%とプラスに転じた。また、今景気減速局面ではISM製造業・非製造業景気指数が拡大縮小の分岐点である50を基本的には上回って推移しており、企業部門は拡大を続けている。非稼働資産の動きをみても、鉱工業稼働率が3月で81.4%と80%を上回って推移、さらに失業率は4月で4.5%とNAIRUと言われる5.2%を依然下回っている。

物価面では、3月のCPIコア、3月のPCEコアデフレーターはそれぞれ前月比+0.1%、同+0.0%、前年比ではCPIコアが+2.5%、PCEコアデフレーターが同+2.1%と前月から鈍化した。依然FRBが物価安定と考えるレンジの上限を上回っている。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。

4～6月期以降徐々に拡大ペースが加速する公算

先行きに関しては、4～6月期に住宅投資の大幅な減少、個人消費の鈍化が見込まれる一方で、設備投資、政府支出の拡大ペース加速、純輸出のプラス寄与が予想され実質GDP成長率は前期比年率+2%台半ばに加速しよう。年後半には、在庫調整の終了など企業活動の活発化を背景に潜在成長率を小幅上回る成長が予想される。

需要別にみると、住宅部門では住宅販売が3月に悪天候の影響もあり大幅に水準を切り下げた。しかし、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、改善傾向を辿っていることから3月の住宅販売の落ち込みは特殊要因によるものと判断される。また、銀行の融資基準が1月に引き締められたが、2006年7月をボトムに3月にかけてアフォード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年前半大幅な減少が続くと予想される。

年後半に在庫率の低下に伴い住宅投資の減少ペースは縮小すると見込まれるが、減少の持続により、年内住宅価格の上昇ペース鈍化が続くとみられ、個人消費の押し上げ効果は縮小傾向を辿ろう。

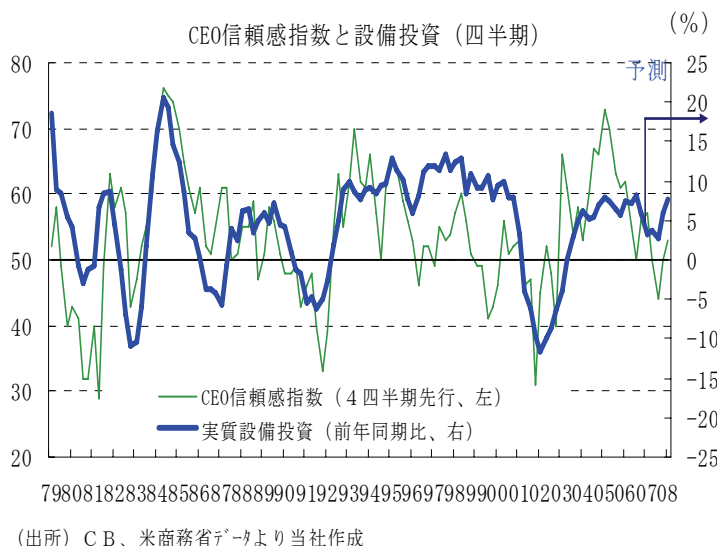
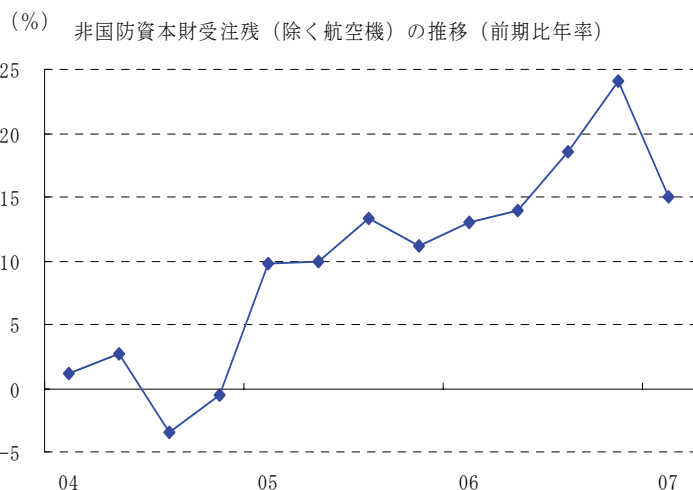
一方、緩やかな最終需要の拡大が続くもと、企業の効率性の高まり等により深刻な在庫・雇用調整に陥るリスクは小さく雇用の拡大が持続すると予想される。また、足下での低い失業率を背景に賃金の上昇が見込まれ、可処分所得は現在の拡大ペースを維持しよう。加えて、潤沢なキャッシュフローによる自社株買いの増加や、景気の軟着陸等を背景に株価の上昇が予想され消費の下支え、ないしは押し上げ要因となろう。以上のことから、実質個人消費は昨年よりも早いイースター休暇や法改正によって今年はサマータイムが早く実施された影響等によって4～6月期に鈍化した後、年後半に前期比年率+2%台後半の安定的な伸びが見込まれる。

他方、設備投資は先行する非国防資本財受注（除く航空機）が1～3月期に前期比年率▲15.3%（10～12月期同▲4.2%）とマイナス幅が拡大しているが、3月に前月比+4.7%（前月同▲2.3%）と増加に転じた。さらに、非国防資本財受注残（除く航空機）は1～

3月期に前期比年率+15.0%（前期同+24.1%）とプラスを維持しており、出荷が出易い状態にある。このような中で、設備投資に先行するCEO信頼感指数が2006年7～9月期をボトムに10～12月期、2007年1～3月期と改善していることから設備投資の拡大ペース加速が示唆されている。また、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く稼働率は3月でも80%を上回って推移している。資金面からも業績の拡大ペースが2007年に鈍化するものの拡大を続けることに加えて、金融資産が拡大していることからキャッシュの潤沢な状態が続いている。さらに、株価の上昇、低い金利水準等を背景に機械・ソフトウェア投資は4～6月期以降拡大ペースが加速すると予想される。

以上のように住宅販売の下げ止まり、個人消費、設備投資の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、在庫投資は2007年半ばには成長率押し上げに転じ、企業の景況感も改善に向かうと予想される。

年後半には、在庫調整の終了、設備投資の拡大ペース加速など企業活動の活発化を背景に成長ペースの加速が見込まれる。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、成長率は潜在成長率を小幅上回る程度の伸び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）。

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。

**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はほぼ横ばいとどまっている。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ると見込まれる。

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月期の+2.2%の後、4～6月期以降+2.1%程度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**

以上のように、4～6月期の緩やかな拡大、その後の拡大ペース加速が見込まれるもと、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%～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

以上