

# Fed Watching

米国 F R B 議長は現状で景氣にかなりの下振れリスクがあると判断

発表日：2008年7月17日（木）

～インフレの上振れリスクも一段と強まっておりFRBは2009年前半にかけて両睨みの姿勢を継続する公算～

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)

**FRB 議長はインフレ上振れ、成長率下振れのリスクが高まったと判断**

バーナンキ F R B 議長は 7 月 15、16 日に上下両院で議会証言を行った。インフレ高進リスクが高まっているとの見方を示した一方で、経済成長見通しにかなりの下振れリスクがあると判断を下方修正した。今回の議会証言でエネルギー価格の上昇持続や金融市場の再混乱によって先行き不透明感が強まるなかで、インフレ警戒だけを強調すれば、金融市場の混乱に拍車をかけるリスクがあったことから早期の判断修正になったと考えられる。6 月 25 日の F O M C 声明では F R B が予想したほど足元の経済情勢が悪化していないこと、金融市場がやや落ち着きを取り戻し始めたことを受け、成長の下振れリスクが「幾分か縮小した」とやや楽観的な見方に変更していた。さらに、今回は健全な経済成長への回復には金融市場が正常に機能する必要があるため、金融市場が一段と正常に機能するように回復を後押しすることが F R B にとって引き続き最優先事項であるとの考えを示した。

現在、景氣は拡大を続けているが緩やかなものにとどまっている。一方、物価上昇率はエネルギー・商品価格の上昇によって高止まりしているものの、F R B 議長は長期的なインフレ加速要因に繋がる可能性がある長期の期待インフレ率は現在安定しているとの見方を示しており、すぐに利上げを実施する必要はないと考えているとみられる。16 日の下院証言において、当日発表された 6 月 C P I の高い伸びに関して質問された時に、F R B 議長は「F O M C の最優先事項はインフレ抑制」と前日よりタカ派的な発言を行った。しかし、前日と同様に成長率見通しにはかなりの下ぶれリスクがあり、引き続き金融市場正常化への支援が F O M C の最優先事項と発言したことから、前日からスタンスは変わっていないと判断される。タカ派的な発言を行ったのは、6 月の C P I が前年同月比 +5.0% まで上昇ペースを速めたなかで、F R B がインフレ加速に無関心とみられれば期待インフレ率が上昇するリスクがあったためと考えられる。

金融市場の混乱が続くなかで現在の異常なエネルギー価格の上昇が続けば、景氣が下振れ、失業率の上昇に繋がり、ローンなどの延滞・差し押さえが増加すると予想される。そして、資産価格の下落幅が拡大するなど金融市場の混乱が拡大するリスクがある。また、インフレを警戒して早期利上げが実施されれば景氣を下ぶれさせるリスクもある。このため景氣を下ぶれさせる要因が解消されまで、長期の期待インフレ率の高まりや賃金の上昇ペース加速の兆しがみられない限り、F R B は利上げを回避すると予想される。

今後、金融機関の赤字幅縮小に伴い住宅ローンの融資基準厳格化に歯止めがかかり住宅販売は 2008 年後半に下げ止まるものの、高い在庫水準等により住宅価格が底打ちするのは 2009 年半ばと予想される。このため住宅ローンの延滞率、差し押さえの上昇が続き、金融機関のバランスシート調整に伴う金融市場でのストレスなどの景氣押し下げ圧力は 2009 年半ばまで残存しよう。このため、総額 1680 億ドルの景氣対策も一時的な成長率の

押し上げに終わり、減税効果の剥落する10～12月期以降に景気は再減速すると見込まれる。本格的な回復は住宅価格が上昇に転じる2009年後半以降になると予想される。

一方、エネルギー、原材料、食品価格の高止まりが続く可能性があるものの、これらのインフレ圧力は消費、投資などの最終需要を抑制する要因となるためコアインフレの加速は回避され、F R Bは2009年前半にかけて政策金利を据え置くと予想される。

### 現状景気は緩やかに 拡大、インフレは高 止まり

現在の経済情勢は「今年前半に経済活動は緩やかに拡大した一方、インフレは上昇したままとなった。金融市場のストレス、住宅価格の下落、雇用者数の減少、石油・食品・その他商品の価格上昇が続くなど経済は困難に直面し続けている」とこれまでは緩やかに景気は拡大したが、引き続き困難が多数存在しているとの見方を示した。

金融問題では「ここ数週間の出来事が示したように、先行きの経済やクレジットの質が引き続き不透明であることなどから、多くの金融市場や金融機関は依然かなりの緊張下にある。数日間では、投資家はG S Eに対して懸念を強めた。健全な経済成長への回復には金融市場が正常に機能する必要がある、金融市場が一段と正常に機能するよう回復を後押しすることが、F R Bにとって引き続き最優先課題となる」と、持続的な成長が可能になるには金融市場の正常化が必要との認識を示した。

### 2008 年は緩やかな成長 にとどまるとの見通し

見通しに関して、下記の予測はF R B理事と地区連銀総裁が6月24、25日のF O M C 会合時に提出したものである。税還付効果によって個人消費が底堅いため2008年の成長率見通しが大きく上方修正されたが、2009年は変更されなかったことから、順調に回復が続くとの見方がメインシナリオのようだ。

2008年下半年期については「住宅市場の弱い状態の持続、エネルギー価格の上昇、信用状況の逼迫によって、経済成長は潜在成長率をかなり大きく下回るペースとなるだろう」と大部分のF O M C 参加者が予想している。要因としては「消費はタイムリーな経済対策によって足元で堅調だが、今後数四半期は抑制されるだろう」、「企業は、投入コストの上昇、信用の逼迫などの経済・金融環境に対する懸念を持ったままのため、年後半の支出には慎重になりそう」と主要な個人消費、設備投資が減速することが挙げられた。また、「予想していた成長の一部は4～6月期に前倒しになった」と減税効果は既に4～6月期にでたとの見方を示し、今後再減速するとの見方が示された。それにもかかわらず、追加の景気対策については、総額1680億ドルの景気対策の効果を見極めている段階としており、インフレを加速させるリスクがある追加の景気対策には現時点では否定的である。

2009年以降の成長率に関して「住宅建設の下げ止まりと緩やかな回復の開始、信用状況の緩やかな改善を背景に徐々に加速すると予想している。しかしながら、これらの経済成長見通しにはかなりの不透明感があり、F O M C 参加者は下振れリスクをみている」と不透明な要因が多く見通しにあまり信頼度がないことが示唆された。

### インフレは 2008 年 上方修正も 2009 年 以降鈍化期待維持

インフレ面では、「総合物価は商品価格の上昇持続によって速いペースで上昇している。石油やその他原材料価格の上昇による非エネルギー、非食品最終財・サービス価格への価格転嫁は限定的なものにとどまっている」と商品価格の上昇の他分野への波及は現在でも限定的との見方を示した。「直近数週間のガソリン、その他の消費者向けエネルギー価格の上昇によってインフレは目先一時的に上振れる」と、6、7月のC P Iの上ブレ

を示唆した。

2008年の見通しについては「企業が投入価格の一段の上昇に直面し価格転嫁を進める可能性がある。さらに、ドルの下落による輸入物価の上昇によって、企業の投入価格、消費者物価が押し上げられている。これらをもとにFOMC参加者の2008年のインフレ見通しが作られた」と、PCEデフレーターはエネルギー・商品・食品価格の上昇を受け大幅に上方修正された。

2009年、2010年のPCEデフレーターは落ち着くとの楽観的な見方を維持した。背景として、世界経済の鈍化による商品市況の落ち着き、資源稼働率の鈍化、長期インフレ期待の落ち着きが挙げられた。しかし、「ここ数四半期の速いペースでの商品価格の上昇を受け、インフレ見通しは商品価格の動向次第」と予測は困難との認識が示された。

そして、「もし現在の高水準の物価上昇が持続すれば、長期期待インフレ率を上昇させる可能性がある。そうなれば、国内賃金、価格決定の過程が組み込まれ、我々が歓迎しない長期的なインフレ押し上げに繋がるかもしれない。政策当局者はこれを防ぐ重要な責任がある」と長期の期待インフレ率が上昇することを回避しなければならないとの姿勢を示した。

#### FOMCの予測値

|             | 2008年   |         |         |         | 2009年   |         |         |         | 2010年   |         |         |         |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|             | 中央予測帯   |         | 予測レンジ   |         | 中央予測帯   |         | 予測レンジ   |         | 中央予測帯   |         | 予測レンジ   |         |
|             | 前回      |         | 前回      |         | 前回      |         | 前回      |         | 前回      |         | 前回      |         |
| 実質GDP       | 1.0~1.6 | 0.3~1.2 | 0.9~1.8 | 0.0~1.5 | 2.0~2.8 | 2.0~2.8 | 1.9~3.0 | 1.8~3.0 | 2.5~3.0 | 2.6~3.1 | 2.0~3.5 | 2.0~3.4 |
| 失業率         | 5.5~5.7 | 5.5~5.7 | 5.5~5.8 | 5.3~6.0 | 5.3~5.8 | 5.2~5.7 | 5.2~6.1 | 5.2~6.3 | 5.0~5.6 | 4.9~5.5 | 5.0~5.8 | 4.8~5.9 |
| PCEデフレーター   | 3.8~4.2 | 3.1~3.4 | 3.4~4.6 | 2.8~3.8 | 2.0~2.3 | 1.9~2.3 | 1.7~3.0 | 1.7~3.0 | 1.8~2.0 | 1.8~2.0 | 1.6~2.1 | 1.5~2.0 |
| PCEコアデフレーター | 2.2~2.4 | 2.2~2.4 | 2.0~2.5 | 1.9~2.5 | 2.0~2.2 | 1.9~2.1 | 1.8~2.3 | 1.7~2.2 | 1.8~2.0 | 1.7~1.9 | 1.5~2.0 | 1.3~2.0 |

(注) 実質GDP、PCEデフレーター、PCEコアデフレーターは10~12月期の前年同期比の伸び率。  
失業率は10~12月期の平均値。

#### リスクは景気の下ぶれとインフレの上ぶれ両方で強まった

リスクに関しては、「経済成長とインフレ見通しへのリスクを正確に評価しリスクを適切に均衡化することが、金融政策担当者にとって大きな課題である」と現状が困難な状況にあることを示唆した。経済成長見通しへのリスクでは「エネルギー価格のさらなる上昇の可能性や、クレジット環境の一段のひっ迫、引き続き低迷している住宅市場のすべてが経済成長見通しに対するかなりの下向きリスクになっている」と景気下ぶれ要因が明確に指摘された。同時に、「インフレ見通しへの上向きリスクも最近強まった」とエネルギー・商品価格の上昇持続によってインフレリスクがさらに高まったとした。

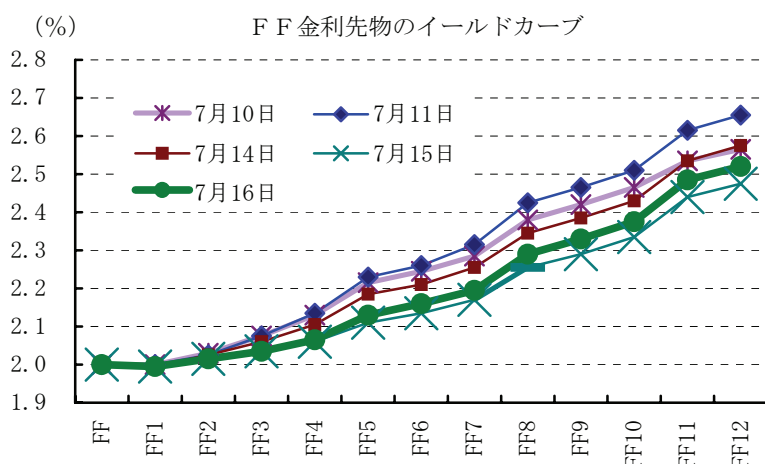
このような中で金融当局は「インフレ、成長の両方の見通しに関する今後の情報を慎重に判断する必要がある」と、現在の金融政策スタンスは中立姿勢になっていることを示した。「インフレの上ぶれリスクの増加について、長期のインフレ期待の悪化など、商品価格に起因したインフレ圧力が国内の賃金や物価の設定に組み込まれる兆候に対し、特に注意深くならなければならない」と商品価格などの上昇が長期期待インフレ率を押し上げなければ、すぐに対応する必要がないことを示唆した。

# FRBは2009年前半にかけて政策金利の据え置きを継続

金融政策の見通しでは、金融市場の混乱が続くなかでの現在の異常なエネルギー価格の上昇が続けば、景気が下振れ、失業率の上昇に繋がり、ローンなどの延滞・差し押さえが増加する。そして、資産価格の下落幅が拡大するなど金融市場の混乱が拡大するリスクがある。このため、景気を下ぶれさせる要因が解消されまで、長期の期待インフレが高まりや賃金の上昇ペースの加速の兆しがみられない限り、FRBは利上げを回避し、景気を下支えすると予想される。

今後、金融機関の赤字幅縮小に伴い住宅ローンの融資基準厳格化に歯止めがかかり住宅販売は2008年後半に下げ止まるものの、高い在庫水準等により住宅価格が底打ちするのは2009年半ばと予想される。このため住宅ローンの延滞率、差し押さえの上昇が続き、金融機関のバランスシート調整に伴う金融市場でのストレスなどの景気押し下げ圧力は2009年半ばまで残存しよう。このため、総額1680億ドルの景気対策も一時的な成長率の押し上げに終わり、減税効果の剥落する10～12月期以降に景気は再減速すると見込まれる。本格的な回復は住宅価格が上昇に転じる2009年後半以降になると予想される。

一方、エネルギー、原材料、食品価格の高止まりが続く可能性があるものの、これらのインフレ圧力は消費、投資などの最終需要を抑制する要因となるためコアインフレの加速は回避され、FRBは2009年前半にかけて政策金利を据え置くと予想される。



FOMCスケジュール

|       |           |
|-------|-----------|
| 2007年 | 9月18日     |
|       | 10月30-31日 |
|       | 12月11日    |
| 2008年 | 1月29-30日  |
|       | 3月18日     |
|       | 4月29-30日  |
|       | 6月24-25日  |
|       | 8月5日      |
|       | 9月16日     |
|       | 10月28-29日 |
|       | 12月16日    |
|       |           |
|       |           |
| 2009年 | 1月27-28日  |

以上