

US Trends

米欧金融政策の二都物語

発表日：2011年4月27日(水)

～利上げに動くECB、利上げを踏み止まるFRB～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 26・27日の米FOMCでは、初の試みとなるバーナンキ議長による会合後の記者会見などで、6月末に予定されるQE2終了後の出口戦略の行方について何らかのヒントが得られないかが注目される。質疑応答での議長の発言がFRBの意図した通りに市場で受け止められるかは未知数。新たな期待誘導ツールを手に入れたことで、従来以上に柔軟な市場対話が可能になることに期待を寄せたい。
- ◇ 消費者段階の物価指標を見る限り、4月初に利上げに踏み切ったユーロ圏と比較して、米国の物価上昇圧力には大差がない。統計作成上の差異やコア概念の相違を調整して米欧のコア物価を比較すると、欧州型で再評価した米国のコア物価は公表数字以上に上昇している。ECB基準に照らせば、米国でもいつ利上げが行なわれてもおかしくない。
- ◇ だが、FRBが利上げを急ぐ気配はない。2つの中央銀行の政策判断の相違は、①FRBが最大雇用と物価安定の双方に責任を有しているのに対し、ECBの主たる政策目標はあくまで物価安定であること、②労働市場が硬直的なユーロ圏では賃金の物価スライド制を採用する国も多く、二次的波及を未然に防ぐためには表面物価の上昇を放置できないことが影響している。

■ QE2後の出口戦略に際して、新たな市場対話ツールを手に入れたFRB

4月26・27日の米FOMCでは超低金利政策の当面の継続と量的緩和第2弾(QE2)を予定通り6月末で打ち切る方針が確認されることが規定路線ながら、今回初の試みとなるバーナンキ議長による会合後の記者会見での発言のトーンや、声明文における細かい表現の変更などを通じて、QE2終了後の出口戦略の行方について何らかのヒントが得られないかに注目が集まっている。FRBはこれまで、FOMCの声明文や議事録、議長の議会証言、理事や地区連銀総裁の講演や寄稿、地区連銀報告(ページブック)などを市場との対話ツールとして利用してきた。これらは何れもFRBサイドからの一方的な情報発信であるのに対し、今後は記者会見での議長の受け答えを通じて双方向のコミュニケーションが図られることになる。声明文の文言変更という誰の目からも明らかな期待誘導と異なり、質疑応答での議長の発言がFRBの意図した通りに市場で受け止められるかは未知数の部分もある。ユーロ圏の金融政策を束ねるECBは政策理事会後に記者会見を行なっているが、質疑応答での総裁の微妙なニュアンスに市場が予想外に反応し、慌てて発言を修正することも珍しくない。ただ、今後、FRBが金融政策を正常化するにあたっては、金融市場に与えるショックを最小限に留める必要があり、新たな期待誘導のツールを手に入れたことが、これまで以上に微に入り細にわたる市場対話が可能になることに期待を寄せたい。

3月の雇用統計の改善や足許のインフレ率の上昇を受け、投票権を持つタカ派寄りの地区連銀総裁の一部からQE2の早期終了や年内利上げを匂わす発言が相次いでいる。だが、FRBが重視するコア物価

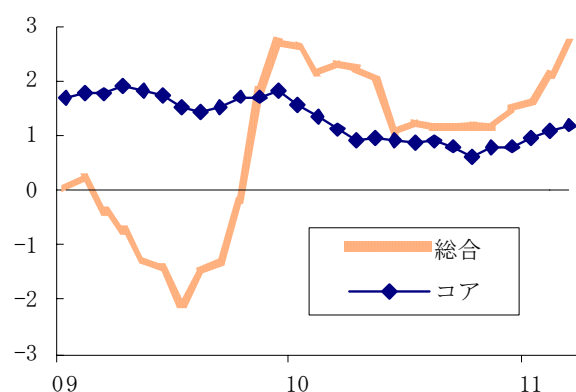
(食料・エネルギーを除く個人消費デフレータ)の安定基調は崩れておらず、バーナンキ議長を始めとした主流派がこうした意見にすぐさま同調することは考えられない。コア個人消費デフレータは昨年12月の前年比+0.7%をボトムに2月に同+0.9%とやや加速。消費者物価の推移から判断すると、29日に発表される3月値は一段の上昇が予想されるものの、FRBが最大雇用と物価安定の二つの責務(デュアル・マંデー)に即した水準とする1.7~2.0%程度を大きく下回っている。4月の地区連銀報告でも「賃上げ圧力は概ね抑制されている」とされ、FRBに利上げを急ぐ理由はない。

■ ECB基準に照らせば、米国でもいつ利上げが行なわれてもおかしくないが・・・

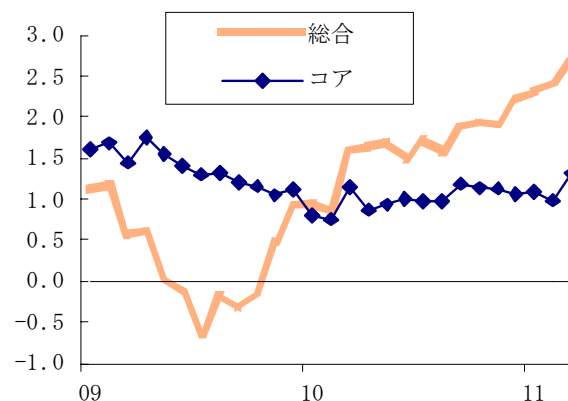
この間、米国同様にエネルギー価格の上昇を理由に物価の上昇圧力が高まっているユーロ圏では、4月7日にECBが金融危機後で初の利上げに踏み切り、その後も追加利上げの可能性が検討されている。米国とユーロ圏の消費者物価を比較すると、ヘッドラインの計数は何れも2%台後半で上昇率が加速傾向にあり、コア物価も僅かながらボトムアウトしている点で大きな差はないように見える(図表1)。

(図表1) 米国およびユーロ圏の消費者物価指数(前年比、%)

【米国：総合・コアCPI】



【ユーロ圏：総合・コアCPI】



出所：US Bureau of Labor Statistics、Eurostat

ちなみに、消費者物価の費目別構成ウェイトに占めるエネルギー価格のシェアは、米国の9.1%に対し、ユーロ圏が10.4%(図表2)。自動車社会である米国をユーロ圏が上回っているのには意外感があるが、これは米国の消費者物価(CPI-U)に帰属家賃(持ち家の所有者が所有者自身に家賃を払っていると看做した場合の家賃)が含まれているのに対し、ユーロ圏の消費者物価(HICP)には含まれていないことが影響している。そこで、米国の消費者物価から帰属家賃を除外して再集計したところ、エネルギー価格のシェアは12.1%とユーロ圏を上回った。つまり、エネルギー価格の変動が物価全体に与える相対的な影響度は、消費者物価指数の公表結果に現れている以上に、ユーロ圏よりも米国の方が大きい。

エネルギー価格が物価指数全体に与える影響の大きさは、FRBが重視する個人消費デフレータでは、一段と小さく現れる。消費者物価の費目別ウェイトが消費支出統計など家計サイドの統計を基にしているのに対し、個人消費デフレータの費目別ウェイトは小売統計など企業サイドの統計に基づき、家計部門の消費支出だけでなく非営利法人による支出が含まれる。一般に家計サイドの統計は統計票の回答者にバイアスがあり、集計対象となる細かい支出費目も両者では異なる。こうした統計作成上の様々な差異の結果、個人消費デフレータでのエネルギー価格の構成ウェイトは、消費者物価での同ウェイトを下回る5.6%にとどまる(図表3)。帰属家賃を除外して再集計した場合でも、6.6%に過ぎない。

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。

(図表 2) 米国とユーロ圏の物価指数の費目別ウェイト (%)

	米国 消費者物価	米国 消費者物価 修正後	ユーロ圏 消費者物価 組み換え後
総合	100.0	100.0	100.0
食料	13.7	18.3	23.0
除く外食	7.8	10.4	15.3
外食	5.9	7.9	7.7
アルコール	1.1	1.4	1.5
タバコ	0.9	1.2	2.5
住宅	41.5	22.0	24.2
帰属家賃	24.9	—	—
家庭用燃料	4.0	5.3	4.7
衣料	3.6	4.8	6.7
輸送	17.3	23.0	15.6
自動車燃料	5.1	6.8	5.6
医療	6.6	8.8	4.2
娯楽	6.3	8.4	9.5
教育	3.1	4.1	1.2
通信	3.3	4.4	3.2
その他	2.6	3.5	8.5
(※) エネルギー	9.1	12.1	10.4

出所：US Bureau of Labor Statistics、Eurostat

(図表 3) 米国の物価指数の費目別ウェイト (%)

	米国 PCEデフレーター	米国 PCEデフレーター 修正後
総合	100.0	100.0
食料	11.9	13.8
除く外食	6.6	7.7
外食	5.3	6.1
アルコール	1.1	1.3
タバコ	0.9	1.1
住宅	23.6	13.8
帰属家賃	11.7	—
家庭用燃料	2.4	2.8
衣料	3.3	3.8
輸送	9.4	11.0
自動車燃料	3.2	3.7
医療	19.4	22.6
娯楽	8.2	9.6
教育	2.3	2.7
通信	2.2	2.5
その他	17.7	17.7
(※) エネルギー	5.6	6.6

出所：US Bureau of Economic Analysis、Eurostat

なお、米国と欧州では一般的に用いられるコア物価の定義も若干異なる。米国のコア物価は、総合指数から変動の大きい食料とエネルギーを除いたもので、ここで除外する食料には外食も含まれる。一方、ユーロ圏のコア物価は、食料とエネルギーだけでなく、アルコール飲料とタバコも除外するが、ここで除外する食料に外食は含まれない。つまり、ユーロ圏のコア物価は、大雑把に言えば、米国型のコア物価から、帰属家賃、アルコール飲料、タバコを除外し、外食を加えたものである。

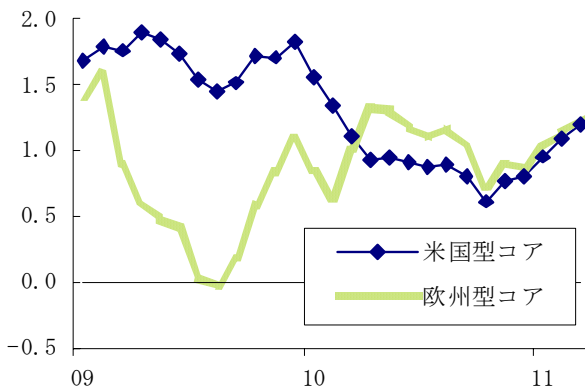
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

こうした指数作成上の差異を調整するため、米国の消費者物価から帰属家賃を除外したうえで、欧州型のコア消費者物価を計算したところ、公表されている米国型のコア計数よりも足許の物価上昇率が僅かに高いことが分かった（図表4・上段左）。個人消費デフレータでも同様の結果が得られた（図表4・下段右）。一方、ユーロ圏についても、米国型のコア消費者物価を計算したところ、公表されている欧州型のコア計数よりも足許の物価上昇率が若干低くなる（図表4・上段右）。

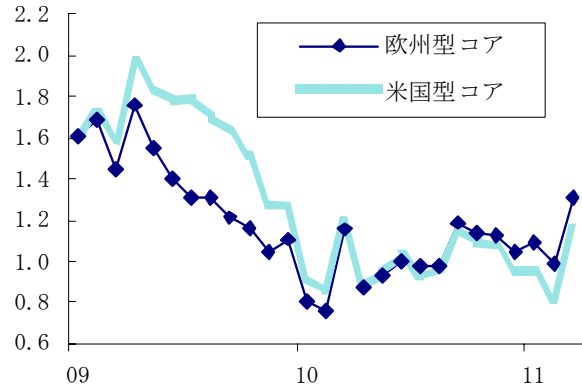
今一度議論を整理すると、公表値で見ても米国と欧州のコア物価の上昇傾向に大きな差はない（前掲図表1）。さらに、統計作成上の差異やコア概念の相違を調整し、欧州型で再評価した米国のコア物価は、公表数値以上に上昇していることが確認された。勿論、再集計後の米国のコア物価がFRBの利上げを正当化する訳ではないが、純粋に物価動向のみに着目すれば、ECB基準に照らして米国の利上げの必要性は一段と増すことになる。

（図表4）米国およびユーロ圏の消費者物価指数と個人消費デフレータ（前年比、%）

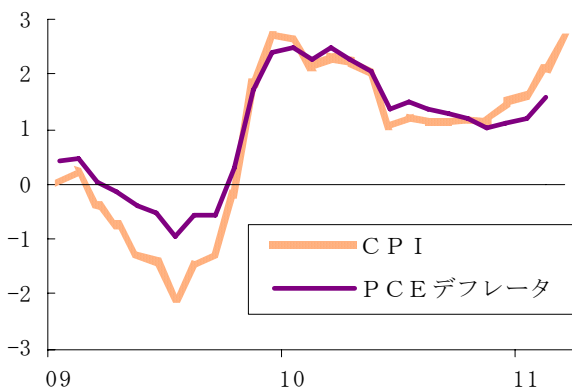
【米国：コアCPI】



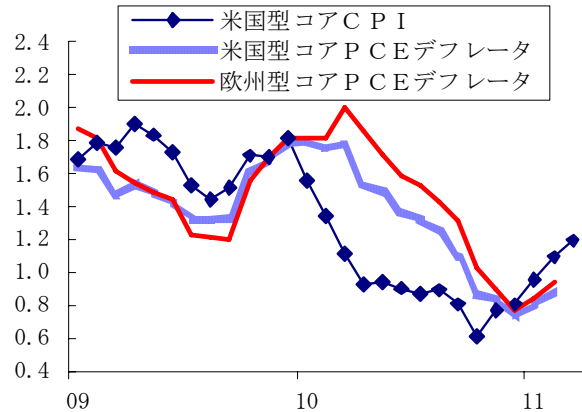
【ユーロ圏：コアCPI】



【米国：総合CPI・PCEデフレータ】



【米国：コアCPI・PCEデフレータ】



出所：US Bureau of Labor Statistics、US Bureau of Economic Analysis、Eurostat

■ 表面物価の上昇を放置できないECBと比べて、FRBには利上げを踏み止まる理由がある

それでも、FRBが早期利上げに踏み切る前傾姿勢は今のところ窺えない一方、ECBはインフレの影に怯えるかの如く利上げに踏み切った。2つの中央銀行の政策判断の相違は、FRBがトレードオフの関係にある最大雇用と低インフレの双方に責任を有しているのに対し、ECBの主たる政策目標があくまで物価安定である点に求めることも出来よう。だが、より本質的には、両経済における賃上げや価格決定メ

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。

カニズムの相違が大きい。労働市場が硬直的なユーロ圏では賃金の物価スライド制を採用する国も多く、コスト高に呼応した企業の価格転嫁が行われやすい。こうした経済では、財・労働需給がそれほど逼迫していない状況下でも、エネルギー価格の上昇に起因した表面物価の上昇がその他の物価に波及する恐れがある。いわゆるECBが懸念する二次的影響を未然に防ぐためには、表面物価の上昇を放置することは出来ないのだ。

一方、米国では原油高のような外生的要因による表面物価の上昇よりも、財・労働需給がどれだけ逼迫しているかの方が、企業の価格転嫁や労働者の賃上げ行動にとって重要な決定要素となる。こうした物価の波及メカニズムの相違こそ、FRBがエネルギーを除くコア物価を政策目標に、ECBがエネルギーを含む総合物価を政策目標とするが所以である。足許で雇用環境は改善基調にあるが、失業率の水準はようやく9%を下回った段階で、インフレを加速しない失業率（NAIRU）とされる5～6%台には程遠い。しかも、原油の純輸入国である米国においては、原油価格の上昇は産油国に対する所得移転となり、景気の下押し要因となる。そして、一国全体での対外支払いの増加は、企業の価格転嫁を通じて一部が家計の負担増となり、残りを企業が収益悪化を通じて吸収する。原油高が景気を下押しする構図はユーロ圏も同様であるが、景気を多少犠牲にしても物価抑制を重視するECBと、雇用拡大と物価安定の両立を目指すFRBの行動原理は異なる。つまり、FRBは、エネルギー価格の上昇が物価上昇圧力であると同時に、景気抑制要因である点にも目配りが必要な訳だ。

以上