

Market Watching

市場レポート

テーマ：世界同時利上げで06年は混迷の年に②～米国
～景気減速の兆候出るまで利上げ継続の公算～

発表日：2006年3月16日（木）
(No. MW-57)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

少なくとも前半は潜在成長上回る拡大持続

F R Bは、2004年6月のF O M CでF F金利をそれまでの1.00%から1.25%へ引き上げた後、F O M C毎に+25bpの利上げを実施している。足元でのF F金利は4.50%となっており、ボトムからは+350bpの引き上げが行われたことになる。

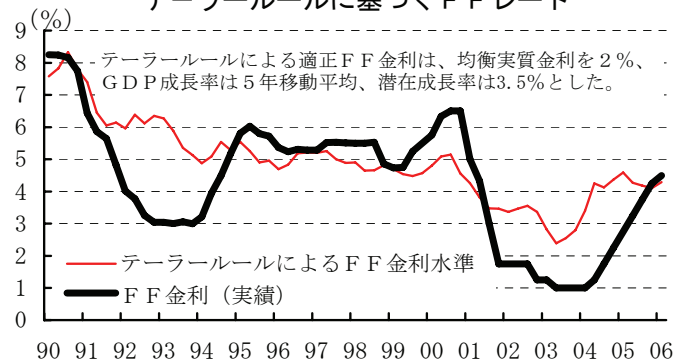
実質F F金利は、利上げ開始当初はゼロを下回る“マイナス金利”であったが、足元では+2.4%（消費者物価コアでデフレート）と、経験則的には景気に対してほぼ中立的と見なされる水準まで上昇している。加えて、テーラールールで見たF F金利の適正水準も足元で4.50%程度となっており、景気に対して過度に刺激的な水準からの脱却という意味では、グリーンズパン議長が始めた今回のF R Bのミッションは、ほぼ完了したと言って差し支えない。

バーナンキ新議長が先導する今後のF R Bの金融政策は、名実ともに新しい段階へ移行する。すなわち、今後のF R Bの金融政策は、足元の景気実態を見極めながらのものとなる。そこで、足元の米景気動向を確認すると、04年から05年にかけて続いた製造業部門での鈍化には歯止めがかかり、製造業と非製造業の両輪が前進している。製造業生産は、05年10月から直近の06年1月まで4ヶ月連続で前月比+0.5%を上回る極めて高い伸びを持続している。この4ヶ月間の伸び率を年率に直すと+11.5%という記録的なものとなる。生産活動の先行指標となるI S M新規受注判断D Iの動向からは、生産の伸び率拡大傾向は少なくとも前半は持続する可能性が大きいことを示唆している。これに伴い、製造業の就業者数も増加基調に転じている（2月の製造業就業者数は減少に転じたが、前月差▲1千人と僅かであり、生産に先行する指標からは生産活動の変調を示唆するものではないと考えられる）。これまで雇用拡大の足を引っ張ってきた製造業部門での就業者増は、雇用者数の押し上げに寄与するばかりでなく、賃金水準が高いことから平均賃金の押し上げにも繋がる。消費を取り巻く環境を見ると、金利上昇などから住宅部門に変調が見られるものの、雇用面からの所得押し上げ効果が住宅部門からの消費抑制要因を相当程度減殺すると見込まれる。

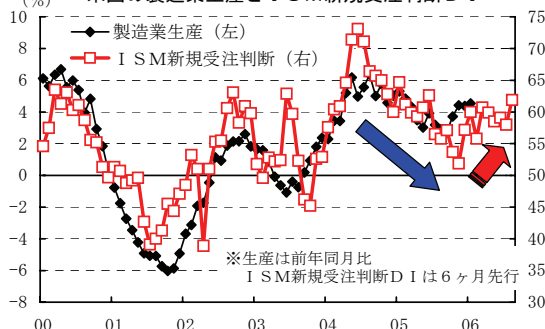
以上のように、米国経済は住宅部門で金利上昇の影響から陰りが見えつつあるものの、生産活動の加速がこれを補う格好で、

少なくとも前半は潜在成長並みかそれ以上のペースでの拡大が続くと予想される。これにより、G D Pギャップ率はプラス領域、すなわち需

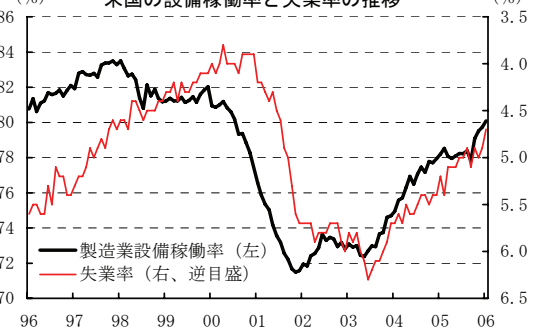
テーラールールに基づくF Fレート



米国の製造業生産とI S M新規受注判断D I



米国の設備稼働率と失業率の推移



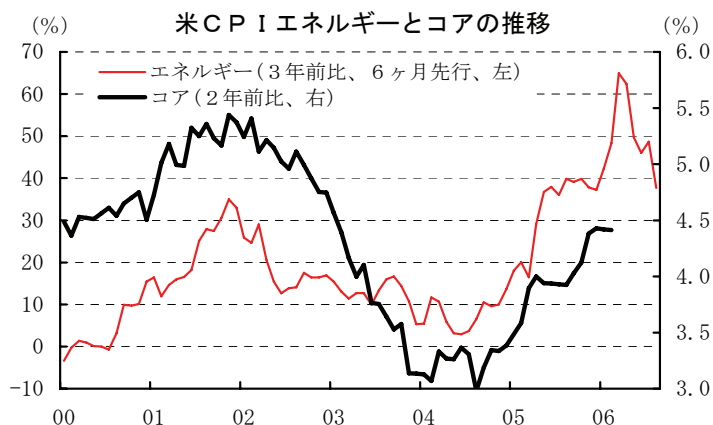
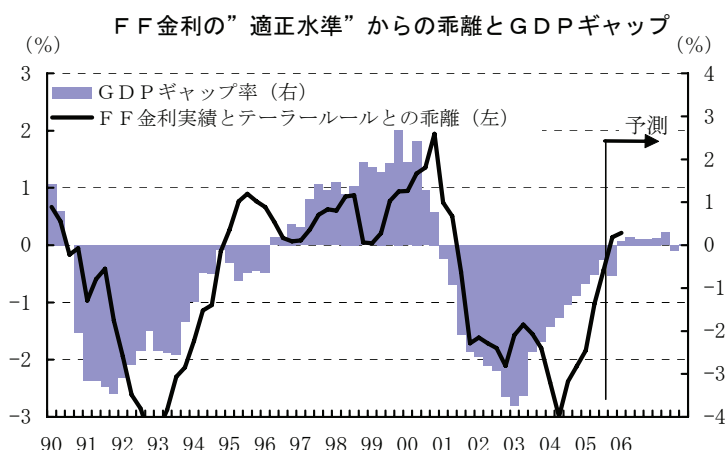
要超過の状況がさらに強まると見込まれる。製品需給を示す製造業設備稼働率は、インフレ圧力の目安となる80%を上回った。また、雇用拡大を背景に失業率の低下傾向が続くなど労働需給も引き締まりの方向に向かっている。要するに、米国のインフレを取り巻く環境は、物価上昇圧力を高める傾向が続いている。

FRBは利上げせざるを得ない

こうしたマクロ環境下、FRBが取ることができる行動は唯一利上げである。GDPギャップ率とFRBの金融政策スタンスとの関係は、ギャップ率がプラス(=需要超過)にあればテーラールールで求められる適正水準よりもFF金利を高く誘導し、逆にギャップ率がマイナス(供給超過)にあれば適正水準よりもFF金利を低く誘導する傾向がある。前述したように、足元でのFF金利はほぼ適正水準にある一方、しばらくは米景気は潜在成長率以上のペースで拡大すると予想されることから、GDPギャップ率はプラス幅を拡大していくものと予想される。こうした状況下で、これまでFRBがグリーンスパン時代を含めて伝統的に取ってきた手法は、金利を景気抑制的な水準にまで引き上げることである。当然のことながら、新任のバーナンキ新議長は新たな手法を取り入れるよりも、伝統に則って金融政策がビハインドザカーブに陥ることを防ぐことを選択するだろう。

以上のことから、FRBは3月、5月に続き、6月末のFOMCでも利上げを余儀なくされ、FF金利は5.25%まで引き上げられる公算は極めて大きい。利上げのペースに関しては、インフレ率が急加速する可能性は小さいこと、住宅投資に変調が見られること——などから、これまで通り+25bpずつとなろう。なお、6月FOMC時点で先行き景気減速を示唆する経済指標が入手できていない可能性もある。この場合、6月FOMC声明文でも利上げ打ち止めを示唆することが困難になろう。つまり、6月FOMCを受けてもなお、利上げ継続観測が根強く残るリスクは十分にある。

ところで、インフレ率が急加速するとは見込み難いものの、まったく落ち着いているとも言い難い。“インフレが落ち着いている”と見なされているのは、エネルギー価格やその他国際商品市況がかつてないような水準まで上昇しているため、消費者物価全体の上昇率はここ数年で見れば高い水準にある一方で、エネルギーや食料品を除いたコアベースの物価上昇率がほとんど加速していないからだ。つまり、原材料価格の上昇が川下である消費者段階に至る間に、生産性の向上などで吸収され、転嫁されにくい構造になったとされている。少なくとも、CPIエネルギー物価とコア物価とを比較すると、かつては密接に繋がっていた両者の関係は、徐々に薄らぎ、足元ではほとんど相関していないように見える。しかし、ノーマルに考えれば、原材料価格の高騰ないしは高止まりが長期化し、一方で需要がそこそこついてくるのであれば、製品価格への転嫁は少しずつ進む可能性が大きい。そこで、長期的・累積的な物価上昇動向を見るために、CPIエネルギー価格の3年前比上昇率と、CPIコアの2年前比上昇率を比較すると、エネルギー価格が半年程度先行する形で両者は平行に推移していることが分かる。つまり、過去に



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。

比べて転嫁率は比較にならないほど小さくなったとは言え、両者の相関が全くなくなったわけではない。足元ではエネルギー価格の騰勢が一服しているが、今後再び上昇ペースを速めていけば、コアベースの物価上昇率もジリジリと上がって公算が大きいことには注意が必要だ。

FF金利に尻を突かれて浮揚する10年債利回り

米国債利回りを見ると、2年債から30年債までがわずかに10bpの範囲に収まる“超フラットニング”状態となっている。一時は、2年債利回りと10年債利回り、30年債利回りが逆転していたものの、最近の強めの景気指標を受けて、ほぼ横一線に並んだ。

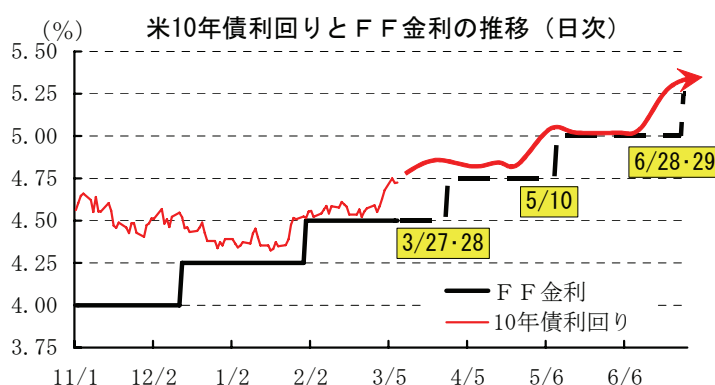
利上げを繰り返しているにもかかわらず、また景気減速感が強まっていないにもかかわらず、長期金利の上昇が限定的なものにとどまった現象を、グリーンスパン前FRB議長は『謎』と表現した。長期金利が低水準にとどまった背景には、アジアを中心とした中央銀行によるドル資産（米国債）保有などの需給要因や、インフレ懸念が高まらなかったことなどが挙げられる。しかし、短期債と長期債の利回りが逆転しても、長期債利回りと政策金利の逆転は起こっていない。

FF金利と10年債利回りを比較すると、両者が逆転したのは80年代半ば以降で3回しかない。うち2回は景気後退の1年から1年半前に示現した。唯一景気後退に繋がらなかったのは98年だが、このときは前年のアジア危機に続き、ロシアのデフォルト、LTCMショックと、金融市場に一触即発の緊張が走った時期だ。10年債利回りとFF金利とのスプレッドと、景気先行指数（前年比）とを比較すると、両者は同時、ないしはスプレッドが景気先行指数にやや先行してほぼ平行に推移している。長期金利と政策金利とのスプレッドは、景気動向そのものを示すと考えられる。

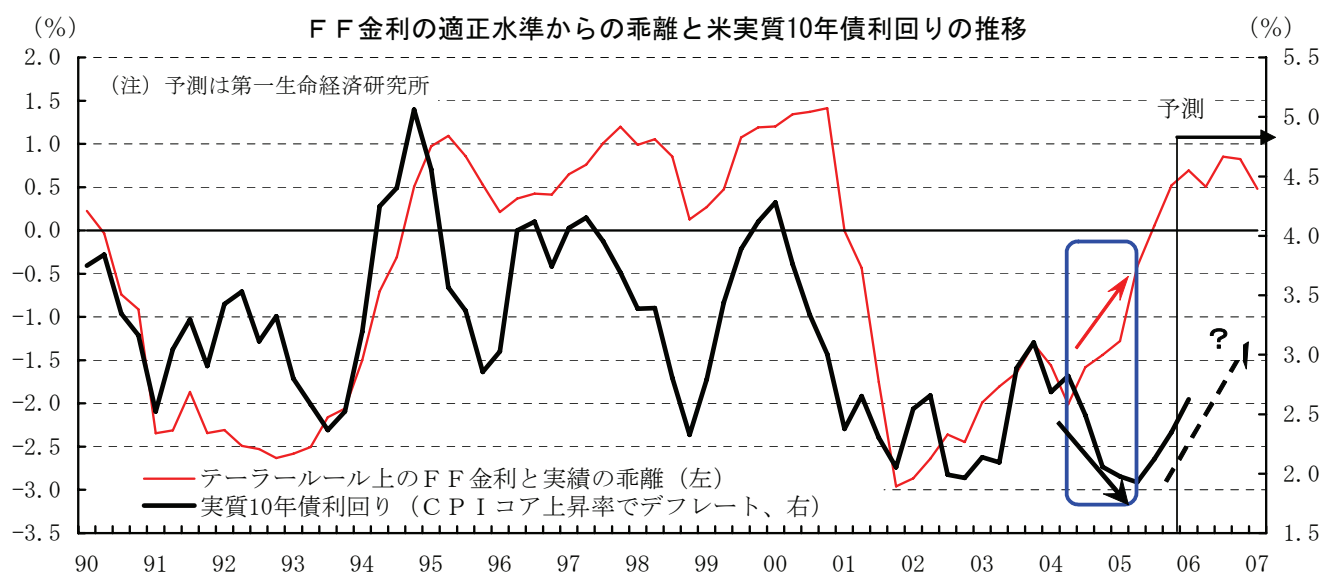
そこで、再び米景気を確認すれば、足元では生産活動の加速局面にあり、少なくとも年央まではこうした状況が続くと見られる。景気先行指数の伸びも、05年9月の前年同月比+0.4%をボトムに、拡大傾向を辿り始めている。このような状況では、経験則的には10年債利回りがFF金利を下回るとは見込み難い。

実際、今年に入ってからの10年債利回りの推移を見ると、利上げが確実視されていた1月末のFOMCが近づくに連れて上昇基調を強め、FOMC開催の3営業日前には予想される利上げ後のFF金利水準（4.50%）を上回った。その後も、3月発表の経済指標が予想を上回る強さを示したことを受けて、3月のみならず5月のFOMCでも利上げが確実視されるようになると、10年債利回りは4.75%近辺にまで上昇、3月に利上げされた場合に想定される利上げ後のFF金利水準（4.75%）を上回る勢いだ。

今後も、景気減速の兆候が見えてくるまでは、10年債利回りはFF金利と密接に絡むような形での上昇が続く可能性が高い。この場合、5月FOMC前には10年債利回りは5%超へ、そして6月FOMCでも利上げされるとすれば、その1～2週間前までには10年債利回りは5.25%超の水準へ上昇していこう。こうした動きは、実質ベースで見た10年債利回りが、FF金利とテーラールールで求



めたFF金利の適正水準との乖離幅とほぼ相関していることも整合的である(04年に逆相関の動きが見られたが、前述した需給要因のほか、原油価格高騰による景気減速期待が強かったことなどが要因になったと判断



される)。

長期金利が上昇するにつれ、実体経済へのマイナスの影響が懸念される。FRBが利上げを繰り返しながらも、景気に減速感が出てこなかった背景には、長期金利の上昇が抑えられていたことが挙げられる。前述したように、長期金利は今後も政策金利にへばりつくような形で上昇していくと考えられる。このため、FRBは景気にブレーキをかけてインフレ圧力を緩和させようとするれば、長期金利が景気を抑制する水準まで政策金利を引き上げていく必要がある。そこで、実質10年債利回りを見ると、IT革命などによって生産性が向上し、インフレ率が比較的低位にとどまった90年代後半以降の平均値は3.01% (CPIコアでデフレート) となる。無論、実質10年債利回りが3%を越えると景気に対してブレーキがかかる、というわけでは必ずしもない。経験則的には、実質10年債利回りが3.0~3.5%程度を越えると、景気にブレーキがかかる傾向がある。現在、CPIコアの上昇率は前年比+2.1%であることから、インフレ率が大きく変わらないとすれば、名目ベースで見た10年債利回りが5.0~5.5%を越えると、徐々に景気減速期待が高まってくるものと考えられる。言い換えれば、3月、5月に続き、6月末のFOMCでも利上げが実施され、10年債利回りが5.25%を越えてくると、市場では景気減速を織り込みに行く展開へ舵を切り始める可能性が大きい。逆に、この点からもFRBは6月のFOMCまでは利上げを続ける公算が大きいということだ。

