

テーマ：変貌するグローバルマーケット①

発表日：2007年6月6日（水）

～米国経済再加速とともにFRBの『利上げ』を警戒する展開へ～

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

米国経済再加速が漸く明確化

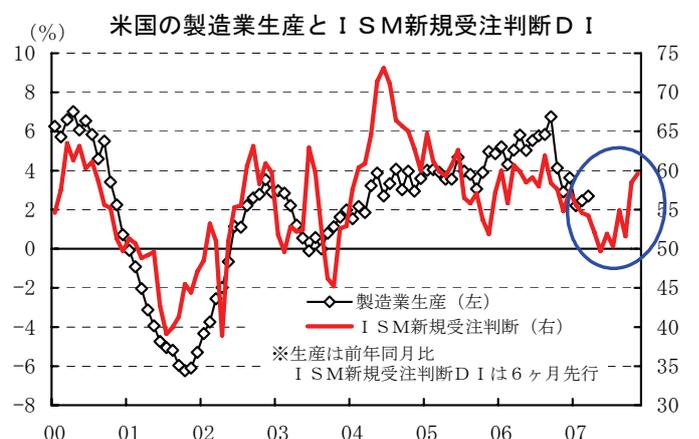
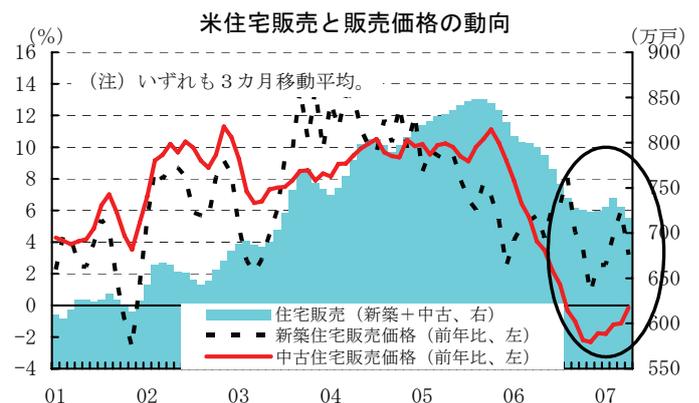
一部住宅ローンの焦げ付き問題や、自動車などを中心とした生産調整、設備投資の減速など、米国経済の減速傾向が続いていたが、年初から見え始めた景気ボトムアウトの兆候に続き、5月に入ってからようやく再加速のシグナルを送り始めた。

06年4～6月期以降、米国の実質GDP成長率（前期比年率）は潜在成長率（+2.8%程度）を下回り続け、景気の停滞が続いていた。この間、引き続き個人消費が冴えない日本は米国同様に景気は緩やかに減速したが、中国やユーロ圏などの景気は好調さを保った。これは、中国や欧州固有の好材料があったことに加え、堅調な個人消費が下支える形で米経済の減速が緩やかなものにとどまっていたため、米国への輸出の減速も比較的軽微にとどまっていることなどによると考えられる。

言い換えれば、冒頭に述べた米国経済の減速を主導していた分野が回復し始めれば、米国経済の浮揚感は一気に高まるだけでなく、世界経済の成長ペースは更に加速する可能性が大きいということだ。そこで、特に米国で減速している分野について足元の動向を見ると、着実に回復の兆候が強まっている。

住宅分野を見ると、昨夏からの長期金利低下を受けて住宅モーゲージローン金利も低下した。これに呼応する格好で、昨年末からは購入用のモーゲージローン申請件数の減少に歯止めがかかり、足元まで増加傾向が続いている。通常であれば、ローン申請の増加は販売の増加に結びつくが、実際に住宅販売戸数は底入れ感が強まっている。新築と中古とに分けてみると、新築住宅に比べ中古住宅販売戸数の伸び悩みが目立つ格好となっている。これは、サブプライムローン問題に象徴されるように、比較的所得水準が低い（ないしは安定していない）層による住宅購入が相対的に安価な中古住宅に偏っている可能性が大きいと、その影響が示現しているものと考えられる。また、住宅販売も小売販売と同様、天候の影響を受けることから、4月前半の悪天候の影響が直近数値を押し下げている可能性もある。趨勢としては、購入用のローン申請件数の回復に沿う形で、住宅販売は回復傾向を辿る可能性が大きい。すなわち、住宅販売価格が底打ちから上昇に転じ始めていることに加え、今後は雇用・所得環境も改善傾向をより明確化する可能性が大きく、ローンの申請が何らかの事情によってキャンセルされる割合は低いと考えられるためだ。

次に、生産動向を見ると、製造業生産に半年程度先行する傾向が強いISM新規受注判断DIが昨年11月をボトムに上昇基調に転じた。それ以降、DIは判断基準の分かれ目となる50を小幅ながらも上回る水準で推移した後、4月には58.5ポイントと1年2ヶ月ぶりの高水準にまで上昇、翌5月は59.6ポイ



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。

ントと更に上伸した。過去のパターンを踏襲するならば、米国の製造業生産は年末に向けて加速的に拡大していく公算が極めて大きい。在庫循環の観点から見れば、米国は未だ在庫調整局面にある。しかし、内外需が比較的堅調さを保っていることを勘案すれば、在庫調整は軽微なものにとどまる公算が大きい。雇用や所得の減少により出荷が一段と落ち込む一方で在庫調整が遅れる——といったような本格的な在庫調整は避けられよう。生産活動が回復してくれば、設備稼働率は上昇し始める。目下、製造業の設備稼働率は80%前後でほぼ横ばいとなっているが、今後は生産活動の加速とともに稼働率も上昇基調を辿り、企業の設備投資意欲も高まってくるものと予想される。

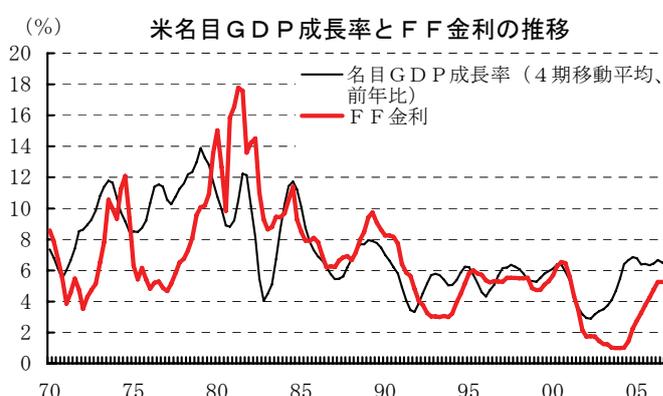
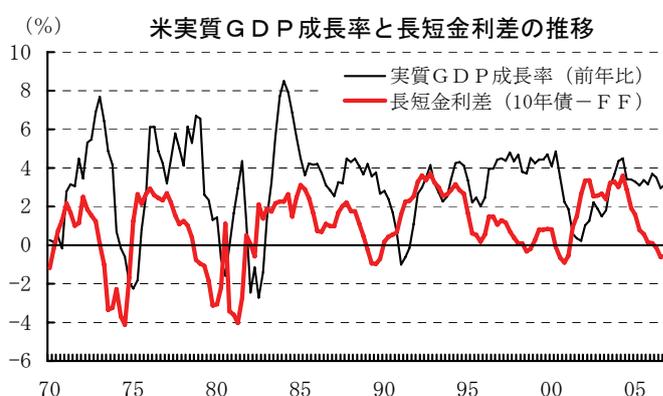
このように、これまで米国経済の減速を主導してきた分野（建設・製造）において回復が顕著となれば、雇用の拡大も進む。就業者の増減動向を業種別に見ると、製造業が昨年7～9月期以降減少基調が続いているほか、建設業も月毎の振れはあるものの冴えない展開が続いている。今後、製造業や住宅販売が持ち直してくるにつれ、これら業種での就業者は減少から増加へと転じるものと見込まれる。非農業就業者数は、1～3月期でも前月比ペースで+12万人程度のペースで増加しているが、年後半は+20万人ペースへと近づいていく可能性がある。

10年債利回りは5%は通過点、景気加速度合いによっては順イールドも

景気が良くなれば、金利は上昇するのが基本だ。実際、米10年債利回りは、住宅市場に対する懸念（サブプライムローン問題）が高まったほか、世界連鎖株安に見舞われた直後の3月前半の水準から+40bp以上も上昇した。ISMなどで示された生産の回復、すなわち米経済再加速の可能性が高まったことに漸く反応し始めた格好だ。

ただし、それでもなお国債の利回りは短期金利水準を下回っている。政策金利でもあるFF金利の誘導目標水準が5.25%であるのに対し、最も長い金利となる30年債利回りですえ5%を僅かに上回る水準にとどまっている。通常、利上げの過程では長短金利の спреッドは縮小傾向を辿っていくことが多い。代表的な長期金利である10年債利回り とFF金利との спреッドを見ると、04年にFedが利上げを始めからはほぼ一貫して縮小傾向を辿っている。これは、利上げが景気にブレーキをかける役目を果たすため、利上げが進むにつれて先行き景気減速期待が高まる一方、インフレ圧力の鎮静期待が高まるため、長期金利が短期金利ほど上昇しないことによって生じる。要するに、長短金利の спреッドは、単純に中央銀行の金融政策によって変化するのではなく、金融政策によって変化する景況感に応じて動くのである。実際、実質GDP成長率と長短金利スプレッドの推移を見ると、スプレッドが成長率に先行する形でほぼ平行に推移する傾向があることが確認される。

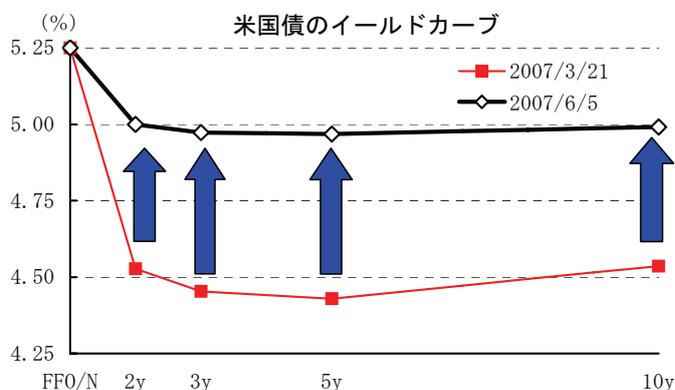
注意しなければいけないのは、政策金利が景気にどのような影響を与えるのかということだ。長短金



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。

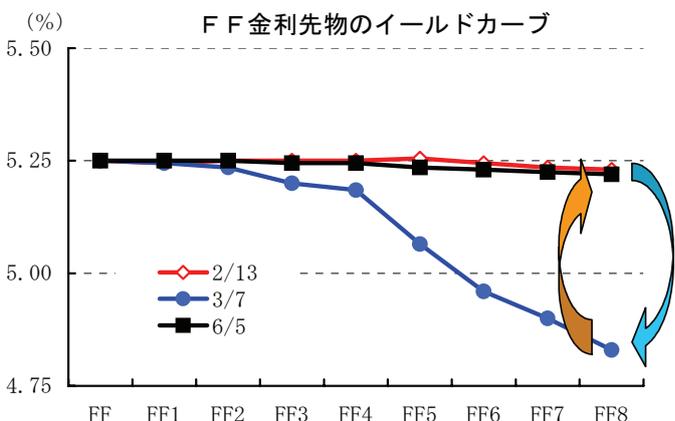
利が逆転するのは、景気減速によってやがて中央銀行は利下げを迫られることを織り込むから——と言える。しかしそのためには、金利が景気を冷やすほど上昇することが前提だ。この点について足元の動向を見ると、実質金利水準やテーラールールなどの観点から、FF金利は景気に対してほぼ中立的な水準に達したと考えられるものの、成長を抑制するのに十分なほど引き上げられたとは言い切れない。実際、名目GDP成長率とFF金利の水準を比較すると、名目GDP成長率がFF金利を上回った状態が続いている。したがって、足元のFF金利水準では、長短金利の逆転が正当化されるほど、政策金利が高い水準にあるとは言い難い。

前述したように、米国景気についてはすでに停滞局面から脱し、年後半は加速感が増す公算が高まってきた。実質GDP成長率についても、成長率は高まり、潜在成長率を上回る局面に至る公算が大きい。通常であれば、こうした成長ペースの高まりに合わせて長短スプレッドは拡大の方向へと向かうことになる。したがって、10年債利回りは今後も上昇基調を辿る公算が大きく、5.00%は通過点に過ぎないと考えられる。さらに、今後景気の加速感が増し、失業率の低下や設備稼働率の上昇など、月次統計から需給ギャップの引き締まりが示唆されるような状況となれば、イールドカーブは再び順イールドに戻る可能性が高い。

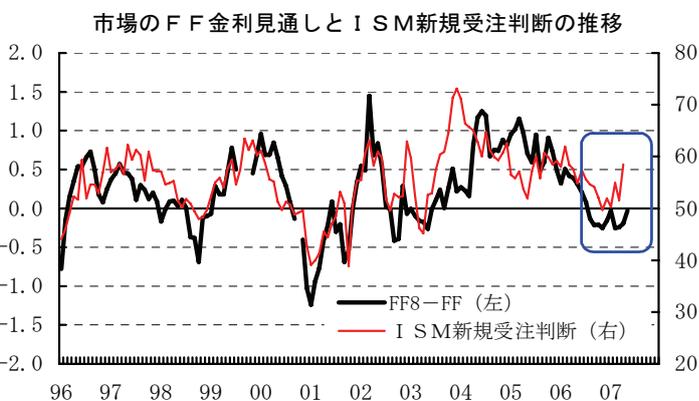


短期市場は再び利上げを織り込みに行かざるを得なくなる

米景気の加速期待が高まることで、短期市場では利下げ期待がほぼ払拭してきた。FF金利先物市場の動向を見ると、8ヶ月先（08年1月）のFF金利先物利回りは5.22%と、実際の誘導目標水準を僅か▲3bp下回る水準にまで上昇してきた。期近物から8ヶ月物までのカーブはほぼフラットになっているが、これは連鎖株安前の2月中旬以来の状況である。連鎖株安後の3月上旬には、年内に2回の利下げ（計▲50bp）を80%強の確率で織り込む時期もあり、ここ3ヶ月で状況は大きく変わってきた。



FF金利先物（8ヶ月先）と誘導目標水準との乖離の推移を見ると、景気の動きに若干先行しながら平行に推移していることが分かる。ここでは、米生産活動に半年程度先行するISM新規受注判断DIの動きと比較しているが、両者の連動性は極めて強い。また、同DIが判断基準の分かれ目となる50を上回っていればFF金利先物市場では利上げを織り込む格好（順イールド）、逆に50を下回っていれば利下げを織り込む格好（逆イールド）になっている傾向が確認される。06年以降は、同DIが低下傾向を辿ったものの、水準としては判断基準の分かれ目となる50を上回っていたことから、FF金利先物が利下げを織り込むような形になっていたのは“市場の行き過ぎ”という言い方が出来よう。



先行きについては、ISM新規受注判断DIが50ポイントを大きく上回って加速的に上昇してき

※市場のFF金利見通しは、FF金利先物（8ヶ月先）利回りと誘導目標水準との格差で算出。

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。

ていることから、F F金利先物（8ヶ月先）は【利上げ】を織り込みにいく展開が想定される。そうなれば、06年8月29日以来の中期的な利上げ見通し局面ということになる¹。利上げは、長いところから徐々に織り込まれていくものと考えられる。すなわち、F F金利先物（8ヶ月先）→同（7ヶ月先）→…同（1ヶ月先）という順で、誘導目標水準を上回ってこよう。

ただし、住宅ローン問題の払拭には時間がかかると見られ、F e dもそうした認識を持っていることが明らかとなっていること²などを勘案すれば、比較的近い将来の利上げを織り込むには時間がかかると考えられる。それでも、当社では年後半の米国経済は潜在成長率（年率+2.8%程度）を上回るペースでの拡大が続くと予測しており、08年早々にもF e dは利上げを迫られる公算が大きいとみている。これは、①前述したように足元のF F金利の誘導目標水準が、経済の成長ペースに比してやや低いと考えられること、②01年末から続く長期にわたる景気拡大の持続により、すでに相当程度需給ギャップは縮小しており、インフレ圧力の高まりが警戒すべき水準にあること³——などからも、F e dの次の一手が利上げとなる蓋然性は高いと考えられる。無論、膨大な経常赤字と財政赤字を抱える米国にとって、インフレ圧力の高まりを放置することによって期待インフレ率を押し上げる、あるいは実際にインフレ率の加速を許してしまうようなことは、どうしても避けなければならない問題である。需給ギャップがタイトな中で景気が加速していく状況では、F e dは自然とインフレ抑制的なスタンスを強調せざるを得ない立場にあることを、市場はやがて織り込むこととなろう。

¹ F F金利先物（2ヶ月先）でみると、06年9月20日まで、誘導目標水準を上回っていた。中期的には景気減速が明確化し、利下げ期待が出ている中ではあったものの、短期的にはF e dが追加利上げをするリスクをある程度織り込んでいたと解釈される。

² 5月9日に開催されたF O M Cの議事録で、“住宅市場の調整はほぼ今年中、経済活動の重荷になる可能性が高い”と言及。

³ 例えば、80%を超える設備稼働率や、4.5%程度の失業率などは、経験則的にみて十分にインフレ加速リスクのある水準と考えられる。