

海外経済金融・米国

原油価格動向の影響を受ける米国景気回復力と金融政策

今後の最終需要の強さは依然不確実

4月17日の議会証言でFRBグリーンズパン議長は、「在庫調整の反動による生産増加に支えられて経済は拡大に転じたが、最終需要（在庫投資を除いた総需要）の強さは今後数四半期にわたり不確実である」と述べた。

この趣旨としては、次の四つのポイントがあげられる。最終需要がやや強くなっている兆候は認められるものの、特に家計需要は去年の景気後退時においてさほど大きくは調整されなかったため、以前の景気回復局面と比較して、今後の回復力は限定的なものとなりそうである。

家計の財務状況が悪化しており、所得階層によっては債務返済に支障をきたしている事例もみられる。また高所得者層においては、過去2年にわたる株価下落の影響による消費支出抑制がみられたが、この影響はまだ出尽くしておらず、今後も消費性向を抑制する方向に作用する。

昨年後半に家計消費を支えたエネルギー価格低下も、今後は順風としての力を弱める。設備投資の調整は企業収益・株価の下落と関連している。今回景気後退局面においては、市場のグローバル化と規制緩和に伴う競争激化により、企業が価格支配力を弱めたことが一因で収益が減少したことが特徴的である。従っ

て今後企業収益の回復という道筋がみえてくれば、設備投資の増加はもう少し明らかなものとなる。

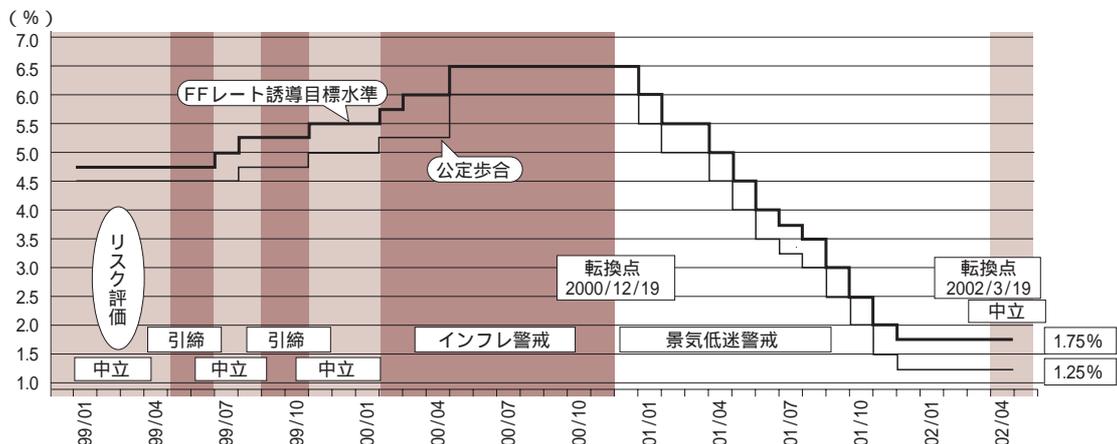
一方同証言では、「現在の物価上昇率や将来のインフレ期待が低いため、FRBとしては、持続的で堅固な景気拡大が視野に入ってからインフレ抑制のための政策調整をとるという余裕を持っている」、また「これまで経済拡大を抑制してきた諸要因は消えつつあるが、世界的な原油価格の上昇という新たな試練に直面していることもあり、今後の最終需要の動向を綿密にモニターしていく必要がある」という表現もあった。

原油価格動向と金融政策

FRBは3月19日のFOMCミーティングで、政策スタンスを「景気配慮」から「中立」へと変更した（図1）。この「中立」の意味は、FRBが持続的な経済成長と長期的な物価安定の双方のリスクに留意していくということである。これに伴いFRBがいつ利上げに踏み切ることが次の焦点となったが、最近の原油価格上昇が金融政策にとっての波乱要因になっている。

中東情勢の緊迫化、イラクの原油輸出停止、ベネズエラの政変等を背景に、原油価格が上昇

図1 米国政策金利の推移



資料 FRB
 (注) リスク評価は、物価の安定と景気拡大の維持という長期的な二つの政策目標を波及していくうえで現存する「リスク」に対する連邦公開市場委員会（FOMC）の見方を示したものの

力を強め、昨年11月に一時18ドル/バーレルを割り込んだWTI相場は、現在26ドル前後の推移となっている。しかし1980年（第二次石油ショック）や1990年（湾岸危機）にはそれぞれ40ドル近くまで、また2000年（直近米国景気のピーク）には35ドル近くまで上昇したことと比較すれば、今回価格上昇は今のところ穏やかなものに止まっている。また3月の生産者物価・消費者物価統計をみると、エネルギー価格の顕著な上昇の反面、それ以外の品目の物価上昇率は落ち着いており、原油価格上昇の他物価への波及は今のところ限定的である。

しかし仮に今後原油価格が一段と上昇した場合の経済への影響を、見定めておく必要がある。原油価格が上昇すると、消費国における交易条件の悪化、言い換えれば消費国から産油国への所得移転がなされ、消費国全体としての購買力が縮小する（但し米国は産油国でもあるので、この影響は石油会社の利益増加により一部相殺される）。これを具体的に説明すると、冒頭の議長証言の通り、多くの企業が価格支配力を弱めており、原油価格上昇に伴うコスト増を製品価格に転嫁させることが困難であるため、企業収益が減少する。これに伴って株価が下落する。さらに原油価格上昇は家計の購買力を削ぐこととなり、個人消費が抑制される。こうなると、景気回復が頓挫する可能性がある。

ここで注目されるのが、FRBの金融政策の方向性である。原油価格高騰に直面した際の中央銀行が目指す方向は、景気の局面によって異なる。仮に経済活動が比較的強い拡大をしている局面であれば、原油価格上昇が他の物価や賃金に容易に波及するため、中央銀行がインフレ抑制のため金融引締め策を採用することが一般的である。前述の1980年、1990年、2000年のいずれのケースもこれに該当した。逆に経済の拡大力が比較的弱く物価が落ち着いている局面では、購買力縮小による景気悪化のリスクが高まるため、中央銀行による、景気下支えのための金融緩和がありうる。

景気の現局面を評価すると、既に回復過程にあるとはいえ、やはり後者のケースに近い。FRBは、既に政策スタンスを「景気配慮」から「中立」へと変更しているため、これ以上の金融緩和に踏み切ることはないと思われる。しかし、FFレート誘導水準と消費者物価（CPI）上昇率がほぼ並ぶという歴史的にも稀な低金利を暫く継続して(図2参照)、様子見を続ける可能性はある。言い換えれば、景気回復の腰折れを回避するために、原油価格動向の帰趨を見極めつつ、最終需要の回復傾向がより明確になってから利上げに踏み切るという見方も成立しうる。

（永井 敏彦）

