情勢判断

海外経済金融

FRBの利上げ速度に影響する物価動向

永井　敏彦

要旨

・ ＦＲＢの利上げがほぼ確実な情勢となり、現在議論の焦点は、今後の利上げの速度がどのくらいになるかに移っている。これまでの原油等原材料を中心とした物価上昇が今後他品目にどれだけ浸透するかが、今後のFRBの金融政策に影響を及ぼすとみられる。

・ 現状把握できる経済指標をみる限り、物価上昇圧力は明らかに高まっているが、その度合いと拡がりは必ずしも顕著なものではない。今後のＦＲＢの利上げは、景気拡大を腰折れさせない配慮をしながらの、緩やかかつ段階的なものとなる可能性が高い。

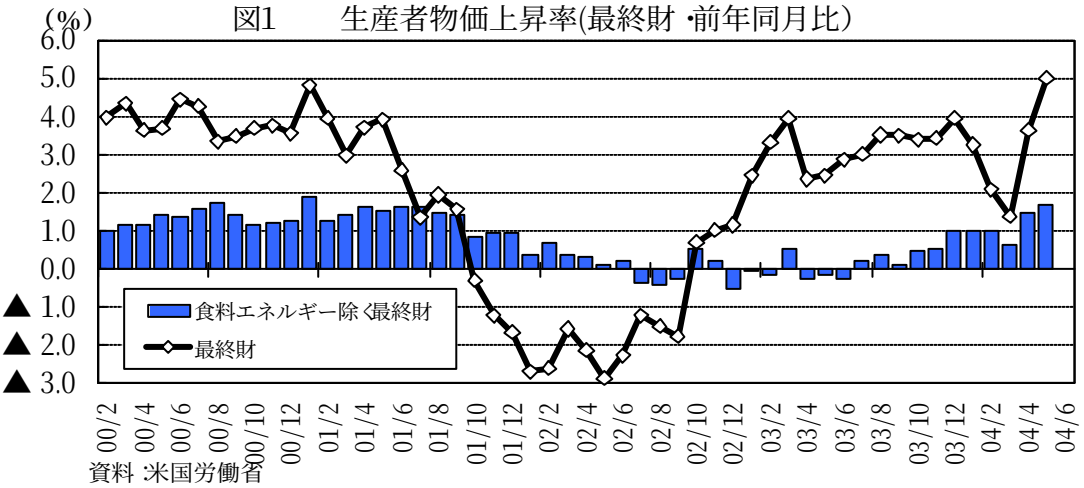
現時点での利上げシナリオに関する大方の見方

FRBは5月4日に発表したFOMC声明文で、今後の金融政策の方向性について、「緩和的な金融政策が慎重なペースで解除に向かうことは可能である」と表現した。その後順調な雇用拡大（5月の非農業雇用者数は対前月で24万8千人増加）と物価上昇率の高まり（5月の生産者物価最終財の前年同月比上昇率は5.0%、消費者物価前年同月比上昇率は3.1%、図1、2を参照）を示す経済指標の発表を受けて、FRBが6月29/30日のFOMCでFレート誘導水準を引き上げることが、ほぼ確実視されている。

グリーンスパン議長は6月15日の議会証言で、緩やかで段階的な利上げがメインシナリオであると強調したため、年内に四回、合計1%の利上げが実施されるとの見方が強まった。但し議長は、物価動向も勘案しつつ利上げペースを速めるサブシナリオについても言及した。従って、それぞれのシナリオがどのくらいの確率になるかは、今後の物価動向次第である。

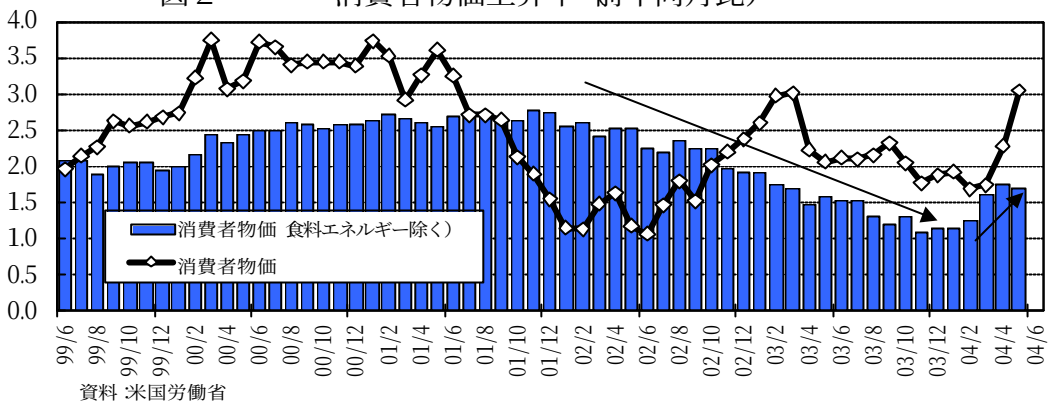
これまでの原油価格上昇と金融政策

図1　　生産者物価上昇率(最終財・前年同月比)



資料：米国労働省

図２　　消費者物価上昇率（前年同月比）



資料：米国労働省

足下の生産者物価・消費者物価を押し上げている最大の要因はエネルギー価格高騰である。その根本となる原油価格（WTI）は現在38ドル／バレル前後で推移しており、前回景気拡大ピークであった00年の水準を上回っている。

原油価格が高騰した際に、FRBはインフレ圧力の抑制と景気後退回避を両立させるという難題を突きつけられる。73～74年の第一次石油危機後には、景気後退回避のために拡張的な財政政策と金融緩和が実施された。ＦＦレート誘導水準は74年中旬に11%であったが、76年初頭には4.75%まで引き下げられた。この景気刺激策はインフレという火に油を注ぐことになった。この教訓からFRBは、79年の第二次石油危機後に大幅な金融引締めを行い、FFレート誘導水準は81年中旬には19%にまで達した。そして、これが深刻な景気後退を導いた。

これら過去の事例は、エネルギー価格高騰時の金融政策には、景気・物価の両にらみが必要であることを示している。現在の原油価格高騰の特徴は、イラクの原油輸出再開が遅れている、そしてサウジアラビアなど有力産油国も含めテロ再発の可能性が否定できないという、供給制約要因が織り込まれていることである。価格高騰の主要因が米国内の需要過熱でないとすれば（中国など外国での需要増加は顕著だが）、金利引上げの先走りや行き過ぎは景気拡大を腰折れさせるリスクを高める。それを回避するために、FRBは物価上昇の性格、具体的には原油やその他原材料の価格高騰が他品目にどの程度浸透するかを、入念にみていくであろう。

現状の物価上昇圧力は必ずしも全面的な展開をみせていない

直近の生産者物価・消費者物価統計から確認できる最近の物価上昇の特徴は、次の三点である。

第一に、価格上昇が著しい品目とそうでない品目が比較的明確に分かれていることである。価格上昇率を前年同月比でみると、前者は燃料（ガソリン・灯油・輸送機器用燃料等）、金属（鉄・銅・アルミ等、スクラップも含む）、木材（丸太・合板等）、畜産物（BSEの影響を受けた肉類・乳製品等）、穀物（大豆・トウモロコシ・小麦等）である。それ以外の品目の価格上昇率はさほど高いものではなく、コンピュータ・中古車・野菜・皮革・通信サービスの価格は逆に、引き続き下落している。

第二に、食料・エネルギーを除いたコア物価指数上昇率が若干高まったことの説明となるが、従来価格下落の代表格であった新車の前年同月比マイナス幅が縮小し、衣料品が前

年同月比でプラスに転じたことである。これは、ドル安に伴う輸入競合品の価格上昇と関連しているとみられる。

第三に、原材料価格上昇の最終財への転嫁の進捗はまちまち、ということである。FRBが6月16日に発表したBeige Book（地区連銀景況報告）によれば、全米12地区中ちょうど半分の6地区から、企業が原材料価格上昇を最終財価格に転嫁できているとの報告があった。また特に運輸関連企業は、燃料費や職員の健康保険コストの増加分を、サービス価格値上げによってカバーできているということであった。

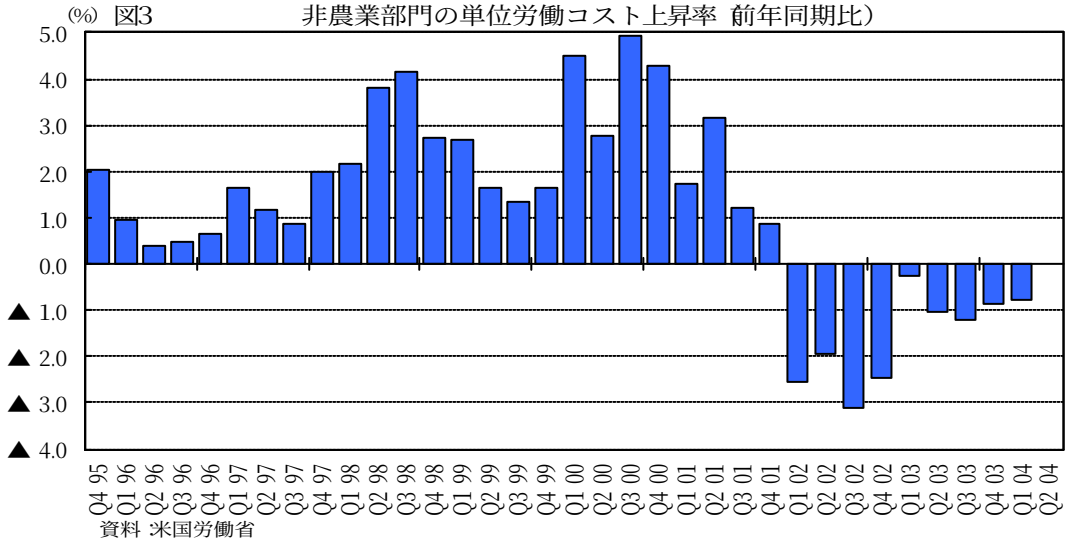
以上を整理すると、物価上昇力は明らかに高まっているが、経済が物価上昇を全面的に受け入れる地合いになっていない。輸入物価を押し上げるドル安も一方的に進行しているわけではない。しかも、前年同月比で高い上昇率を示した品目でも、最近上昇力を弱めているものが少なくない。5月の生産者物価統計によれば、金属スクラップ（鉄・銅・アルミ）、木材・穀物（トウモロコシ）等一部原材料の価格が対前月で下落に転じている（季節調整前の数字なので、対前月での比較は厳密には不正確であるが）。CRB穀物価格指数をみると、今年4月をピークとした下落傾向が明確である。こうした原材料価格の下落は、ある程度のタイムラグを経た後に、最終財価格にも及ぶと考えられる。

限定的かつ業種による跛行性がみられる賃金上昇圧力

5月の時間当り賃金上昇率は前年同月比で2.2%となり、ボトムの04年2月（1.6%）よりは上向いたが、この水準は依然として87年4月以来17年ぶりの低さである。失業率は昨年12月以降半年にわたり5.6%か5.7%でほぼ横ばいを続けている。雇用者数が増加しているのに失業率が下がらないのは、雇用悪化時にあきらめた求職活動を再開した人々が多いためである。つまり、労働市場では供給余力が十分にあり、需給が逼迫していないのである。

それでも賃金上昇率が底入れしたのは、受注が大幅に増加して労働力が不足気味の運輸・倉庫など一部サービス業の賃金上昇率が高まったためである。しかし業種による跛行性がみられ、ビジネス・サービス（主に雇用派遣）や娯楽サービス（主に飲食サービス）では、雇用者数が大幅に増加しているものの、賃金上昇率が低迷している。つまり求職者数が多いため、買い手としての企業に有利な状況が続いている。

図3　非農業部門の単位労働コスト上昇率（前年同期比）



資料：米国労働省

一方製造業をみると、賃金上昇率が比較的高まった業種は電気機械・飲料タバコ・石油くらいで、製造業全体での賃金上昇率が高まったかどうかは、必ずしも明確ではない。

もともと製造業においては、設備稼動率が低かったため、稼働率を上げることで生産を増加させる余地が残されていた。その意味で、雇用者数をさほど増加させずに生産を拡大するという形で労働生産性が上昇している。

そして非農業部門全体でみても、労働生産性上昇率が高く、時間当り報酬上昇率を上回っている。このため単位労働コストは 2002 年以降継続して前年比マイナスで、今のところ物価上昇圧力にはなっていない（図3）。

今後の金融政策には景気拡大腰折れ回避のための目配りも必要

以上の物価動向を勘案すれば、利上げペースを速めるシナリオの可能性が高まることは、なかなか考えにくい。

今後の金融政策を見通すにあたり、もう一つ留意点がある。それは家計の負債残高が過去最高水準にあり、家計のバランスシートが金利上昇に対して非常に脆弱なことである。この脆弱さがこれまで表面化しなかった理由は、住宅価格上昇による資産効果と金利低下局面での住宅ローン借換に伴う余剰資金が生じていたことであった。しかし金利低下局面の終焉により、状況は大きく変わった。

米国抵当金融協会によれば、住宅ローン借入に占める変動金利型のシェアが今年になり30％を超え、過去最高水準となった。今後金利上昇が見込まれる現局面で変動金利型が選好されることは意外であるが、この理由は、現在の変動金利型の当初適用金利が固定金利型より 2%ほど低いことである。多くの住宅ローン借入人は、将来の金利上昇リスクよりも、当面の金利負担軽減に高い関心をもっている（注）。しかし、金利上昇局面での変動金利型住宅ローンの延滞急増は、歴史が示しているものである。

また調査会社カードウェブ・ドットコムによると、米国でカード利用の請求を毎月全額払う人は 39%だけである。一方家計のカード債務残高は平均 9,205 ドル（約 100 万円）であり、多くの人は一部だけ返済し、残りを金利がかかる借金にして消費を繰り返している（注）。

ＦＲＢが急速で大幅な利上げに踏み切れば、このような借入金に依存してきた住宅投資や個人消費を冷え込ませることになる。これもまた、緩やかで段階的な利上げシナリオをサポートする材料である。

なお参考までに、金融政策を取り巻く環境について、英国と米国を比較してみたい。英国では政策金利（レポレート）は 03 年 11 月以降 4 回累計 1%引き上げられ、現在 4.5%である。イングランド銀行はインフレ目標政策を採用しており、足下の消費者物価上昇率は 1%台とインフレ目標値(2.0%)を下回っている。それでも度重なる利上げを実施した理由は、不動産市況の過熱であった。5 月の住宅価格上昇率は前年同月比 20%であり、勢いが衰える気配は今のところみえない。これに対して米国の 04 年 1-3 月期住宅価格上昇率は前年同期比 7.7%と、03 年 10-12 月期の 8.1%よりも鈍化しており、英国よりもはるかに落ち着いた動きを示している。ＦＲＢは今後、経済全体に大きな影響を及ぼす住宅価格下落を回避するため、緩やかな利上げによる住宅市況のソフトランディングを目指すであろう。

（注）日本経済新聞（04 年 6 月 16 日）「安定成長探る米景気（下）」から抜粋している。