

拡大の持続力が試される米国景気

永井 敏彦

要旨

- ・ 6月の経済指標には、消費関連指標を中心に弱い内容のものが多かった。主な理由は、天候不順とガソリン価格上昇である。
- ・ グリーンスパン議長は議会証言で、超金融緩和政策がますます不要になってきており、これを慎重に解除するのであれば経済にそれほど大きな影響を及ぼさないと明言した。足下での低調な経済指標は一時的である、との見方が示された。
- ・ こうした景気楽観論に対する懐疑的な見方もある。
- ・ 緩やかな金利上昇という環境のもと、景気がどこまで拡大力を持続するか注意深く見守る必要がある。

比較的弱い経済指標が相次いだ6月

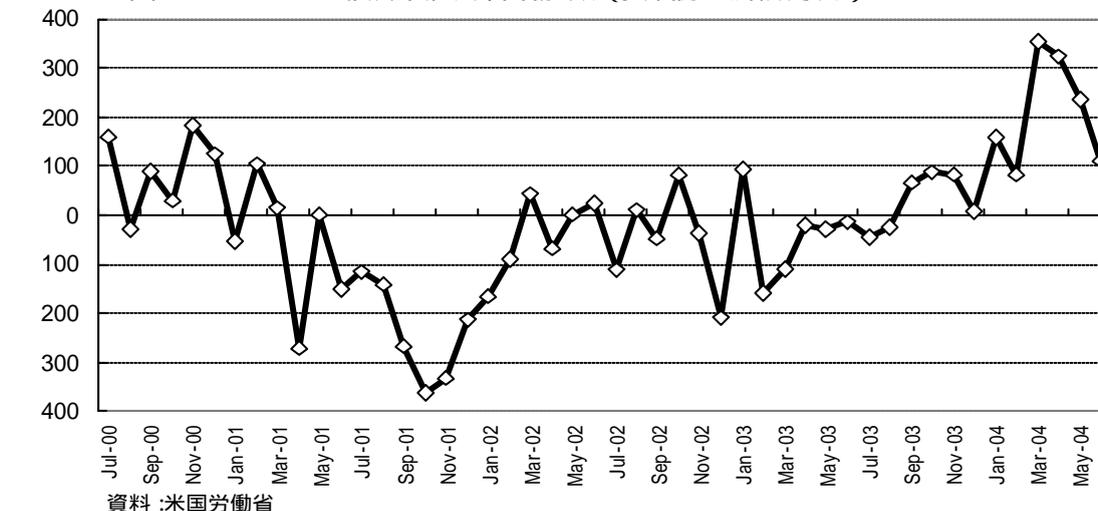
7月に発表となった6月の経済指標には、景気拡大力が弱まったかのような内容のものが多かった。6月の雇用統計によれば、非農業雇用者増加数は季調済前月比で11万2千人となり、3~5月の増加数と比較して明らかに少なくなった(図1)。6月の自動車販売台数(年率換算値)は1,540万台と低迷した。6月の小売売上高は、季調済前月比で1.1%と減少した。また6月の鉱工業生産指数は、季調済前月比で1.1%と低下した。

消費関連の指標が低調であった理由は主に次の二点である。第一に、天候不順である。特に6月後半に気温が低く、エアコン等季節商品の販売状況がかなり悪かった模様である。第二にガソリン価格高騰である。その他、減税効果が剥落しつつある可能性も考えられる。

金利上昇に対する抵抗力の強さを強調するグリーンスパン議長証言

7月20日にFRBのグリーンスパン議長は議会証言を行った。証言内容によれば、議長は2001年以降の超金融緩和政策はますます

図1 非農業雇用者増加数(季節調整済前月比)



不要になってきている」と明言していた。また証言の最後のところで「短期的には様々な要因がインフレに影響しうるが、忘れてはならないのは、長期的にインフレは金融現象だということである。」、また「物価安定があつてこそ、家計も企業も長期的経済成長を促進するための最適な意思決定ができる。」と中央銀行としての金融政策の原則論ともいえる考え方をあえて示していた。つまり議長は、6月30日のFOMCで示された、「慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除していく。そして物価を取り巻く状況の不透明さに鑑み、情勢変化に対して適切な対応をとる」という考え方を踏襲しつつ、コアインフレ率上昇の足取りにより注目し、超金融緩和政策の解除に対する意欲を表明した。

そして、緩和的な金融政策解除に伴う市場金利の上昇が、経済にそれほど大きな影響を及ぼさない理由をいくつかあげていた。第一に、銀行貸出が上向くなど経済の拡大が自律的なものになっており、雇用拡大から所得増加という連鎖が起きている。第二に、前述した6月の弱い経済指標や、エネルギー価格上昇による可処分所得伸び悩みは一時的な現象であり、その後好転するとみている。第三に、企業も家計も債務を低利の長期固定金利物に切り替えているため、市場金利の上昇が即座に企業や家計に対して直接的な影響を及ぼさない。

この議長証言を受けて、8月の0.25%利上げはほぼ確実、年内に合計で0.75~1.00%の利上げが実施されるとの見方が強まった。

先行き楽観論に懐疑的な見方も

しかし、この議長証言の内容は景気見通し楽観派に属しているものであり、この楽観論に対する懐疑的な見方も少なくない。

7月に入り下落傾向にある株価は、議長証言後も下げ止まっていなかった。原油価格の再上昇に加え、主要企業の4-6月期決算において、収益が予想を下回ったものが多かったためである。

ハイテク企業の中には、直近の決算内容が好調でも、今後の生産に関する弱気見通しを示したところがあった。個人消費に鈍化の兆しがみられ、受注を見込んでいた顧客との契約が実現しなかったケースが相次いだためである。

家計債務残高の大きさが消費に及ぼす影響を懸念する向きもある。04年3月末時点での家計負債元利金返済額の可処分所得に対する比率は13.0%とほぼ過去最高水準にあるが、利上げによりクレジットカード金利や変動金利住宅ローンの金利等が上昇すれば、この比率はさらに高まるかもしれない。

注視する必要がある金利上昇が経済に及ぼす影響

前述の議長証言は、金利上昇に対する経済の抵抗力の強さを主張する一方で、金利上昇が経済にマイナスの影響を及ぼす可能性についても、次のとおり触れていた。「政策スタンスをより中立的な位置に戻す過程で、少なくとも過去数年にわたる金利低下局面での借入金リファイナンスに伴うキャピタルゲイン享受という動きが逆行することは、不可避である。」

「家計や企業の債務の相当部分に低水準の長期固定金利が適用されているが、最近の市場金利上昇は程なく家計や企業の所得により大きな負担をかけることになる。確かに、ここ数年の間に比較的長期低利の証券を購入した金融機関は、金利上昇に伴うキャピタルロスに被るであろう。」

この指摘のとおり、実際に大手銀行の中に

は既に、長期金利上昇に伴う債券の価値目減りをにらんで、保有債券の入れ替えを実施し、債券売却で損失を被ったところもある。

長期金利上昇のマクロ経済への影響は既に現われている。6月の住宅着工件数は季調済前月比で8.5%の180万2千件と大幅に減少した。モーゲージレート(住宅ローン金利)と住宅着工件数の逆相関関係は比較的明瞭であり、最近の金利上昇は明らかに住宅着工件数を落ち込ませている(図2)。

FRBの利上げが緩やかなペースであれば、それが直ちに景気拡大にブレーキをかけることはないであろうが、利上げの影響がボディーブローのように効いてくることは考えられる。

過去数年間に金利低下、減税措置がいかに経済を支えてきたかを思い起こす必要がある。今後財政面での追加的措置が期待しがたく、金利が緩やかとはいえ上昇する環境のもとで、景気がどこまで拡大力を持続するか、注意深く見守る必要がある。

