

### まだら模様の米国景気拡大と利上げを進める FRB

永井 敏彦

#### 要旨

- ・ 米国経済は今年春から夏にかけての一時的な落ち込みからは幾分立ち直ったものの、依然として力強さを欠いている。また原油価格の高止まりにもかかわらず、物価は比較的落ち着いた動きを続けている。
- ・ FRB は9月21日にFFレート誘導水準を0.25%引き上げ1.75%とした。その背景には、「経済は一時的な減速から抜け出しつつある」という判断がある。
- ・ 経済情勢の大きな変化がない限り、小幅な利上げはもう少し続きそうである。

#### 景気はまだら模様の緩やかな拡大

最近の米国経済は、6月の冷夏等の影響による一時の落ち込みからは幾分立ち直ったものの、依然として力強さを欠いた展開を続けている。

8月の雇用統計によれば、非農業雇用者は対前月(季調済、以下同じ)で144千人増加し、6、7月の増加数(それぞれ96千人、73千人増加)と比較すると多少勢いを取り戻した。しかし企業の景況感を示すISM指数は、8月に製造業が59.0(対前月 3.0)、非製造業が58.2(対前月 6.6)と、いずれも景況感の分岐点である50.0を上回っているものの低下した。コンピュータ産業の受注減少が、その背景にあるとみられる。個人消費動向をみると、小売売上高が8月に対前月で0.3%と減少するなど、伸びに陰りがみられる。自動車販売台数は6月の落ち込みから7月には回復に転じたが、8月には伸び悩んだ(年率換算値で6月:1,577万台 7月:1,764万台 8月:1,660万台)。また鉱工業生産指数も8月に前月比+0.1%と小幅の上昇にとどまった。

一方、企業在庫が以前と比べるとかなり積み増されており、これが景気拡大を支える役割を果たしている。製造・流通・小売全てを含んだ全企業の在庫高増加率(前年同月比)は

7月に+6.4%となったが、この水準は前回景気のピークであった2000年後半並の高さである。この在庫増加はおおむね売上増加に見合ったペースであり、在庫率(月末在庫高/月商)も1.32と低水準を維持している。

一方物価は、原油価格の高止まりにもかかわらず比較的落ち着いた動きを続けている。8月の物価指数をみると、生産者物価(最終財)は前月比で0.1%と低下し、消費者物価は前月比+0.1%と僅かな上昇にとどまった。

FRBが9月8日に発表したBeige Book(地区連銀景況報告)によれば、7月下旬から8月にかけての経済は全体としては拡大を示したが、拡大ペースが弱い地区(セントルイス)から強い地区(サンフランシスコ)まで地域ごとにばらつきがあることが示された。同報告によれば、家計支出は小売売上や住宅販売の不振を反映して、全米の多くの地域で弱まった。他方製造業の活動では、特に資本財・耐久財生産部門が全米にわたり一層の拡大をした。そして、この製造業の好調が運輸サービス業の需要を押し上げた。一方それ以外のサービス需要はまちまちであった。サンフランシスコでヘルスケアや広告サービスへの需要が高まったが、これに対してボストンでは、ソフトウェアとITサービスへの需要が減速した。なお住宅

建設は引き続き高い水準にあるが、いくつかの地域で若干の減速がみられた。

### 三度目の利上げを実施したFRBの経済情勢判断

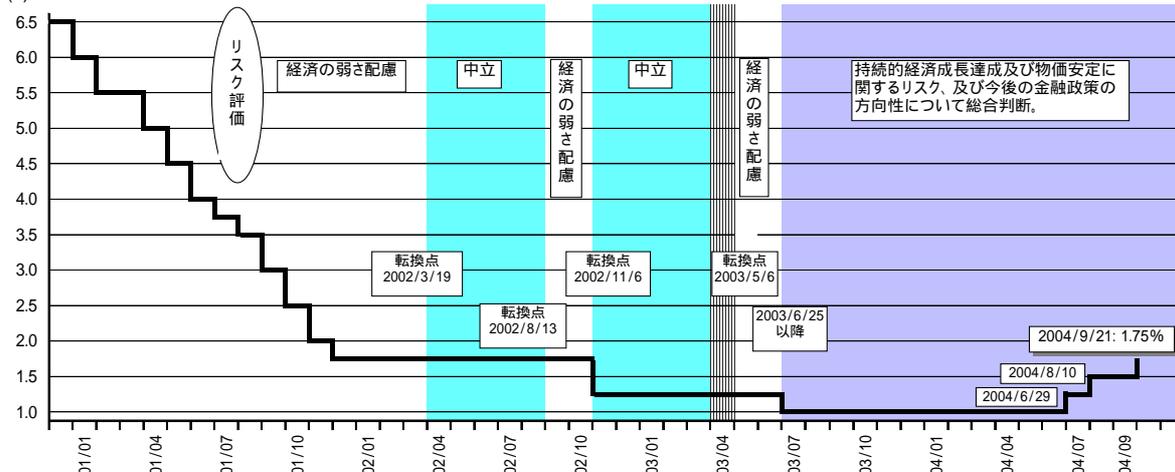
FRBは9月21日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、FFレート誘導水準を0.25%引き上げ1.75%とすることを決定した。6月29日、8月10日に続く三度目の利上げである(図1)。

FOMC声明文の内容は、前回8月10日とほぼ同様であった。FRBは「今回利上げ後も金融政策のスタンスは引き続き緩和的である」とみており、「慎重に状況をみながら緩和的な政策を解除することは可能である」、という表現も残された。そして経済全般に関する情勢判

断は、「相当なエネルギー価格上昇の影響もあり、今年前半に景気は減速したが、生産は回復力を取り戻し、雇用も緩やかに改善した。エネルギー価格の上昇にもかかわらず、ここ数ヶ月の間にインフレとインフレ期待は弱まった。」というものであった(表1)。この情勢判断は、前回8月10日のFOMC声明文での「エネルギー価格の大幅な上昇を原因として、生産の増加が緩やかとなり、雇用市場の改善が減速した」という表現と比較して、経済が一時的な減速から抜け出しつつあるとの認識をより鮮明に打ち出したものである。

こうした経済情勢の見方は、9月8日に行われたグリーンズパン議長の議会証言の内容にほぼ沿っている(表2)。議長は7月の小売売

図1 米国FFレート誘導目標水準・FRBのリスク評価の推移(%)



資料：FRB Press Release より農中総研作成 (注) 縦線は地政学上の不透明さを背景に評価を留保した時期

表1 FOMC声明文の内容

	2004年6月30日	2004年8月10日	2004年9月21日
<b>FFレート誘導水準</b>	0.25%引き上げ1.25%	0.25%引き上げ1.50%	0.25%引き上げ1.75%
<b>情勢判断</b>	生産は堅調な速度で拡大している。雇用市場の状況も改善している。直近の物価上昇率はやや高くなっているが、最近数ヶ月にみられた物価上昇の一部は、一過性の要因によるものとみられる。	生産の増加は緩やかになり、雇用市場の状況の改善が減速した。改善が緩やかになったことは相当程度、エネルギー価格の大幅な上昇が原因になっているようだ。しかしながら、経済は今後強い拡大を取り戻すとみられる。物価上昇率が今年やや上向いたが、上昇分は一過性の要因を反映しているとみられる。	相当なエネルギー価格の上昇への反応もあり、今年前半に景気は減速したが、生産は回復力を取り戻し、雇用市場も緩やかに改善した。エネルギー価格の上昇にもかかわらず、ここ数ヶ月の間にインフレとインフレ期待は弱まった。
<b>リスク判断</b>	持続的経済成長達成に関するリスク(今後数四半期)	上振れリスク 下振れリスク	同左
	物価安定に関するリスク	インフレ率が高まる可能性 インフレ率が低下する可能性	同左
<b>今後の金融政策に関する表現</b>	慎重に状況をみながら緩和的な政策を解除することは可能である。それにもかかわらず、経済見通しの変化があれば、物価安定維持という目標達成に必要な範囲内で、それに沿った対応をとる。	同左 (この政策決定後も、金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、力強い生産性の上昇とともに、経済活動を支えるであろう。)	同左

資料：FRB Press Releaseより農中総研作成

上高、住宅着工件数、資本財受注の増加、製造業生産の増加(在庫投資増加が寄与)、及び8月の非農業雇用者増加数の回復を根拠に、「最近のデータは概して、景気拡大が力を取り戻したことを示している」という見解を示した。また物価動向に関しては、原油価格の先行き不透明さや労働コスト上昇要因が現われたことを認めつつも、「ここ数ヶ月の間、インフレまたはインフレ期待は弱まった」という見方を既にこの時点で示していた。そしてその根拠として、石油以外の資材の輸入価格上昇が一服し、企業の仕入価格上昇・利鞘圧迫に伴う製品販売価格上昇圧力が最近弱まってきたことをあげた。

### FRB が利上げを継続する背景

以上が FRB の直近の情勢判断であるが、FRB がこれまでの FOMC で3回連続の利上げを実施したうえに、それでも現行の金融政策は緩和的であると表明した背景については、もう一歩踏み込んでみる必要がある。景気が

一時の弱さから立ち直ったものの、冒頭説明したとおり8月の経済指標は総じて力強さを欠き、原油価格の先行き不透明感が残りつつもインフレ期待が弱まっているという状況下で、何故利上げが必要かという疑問を持つ人は少なくないと思う。

FRB が利上げを進める理由としては、これまで述べてきた情勢判断以外に、いくつかの指摘がある。まず11月2日の大統領選挙を目前に、FRB が「景気が予想以上に悪化している」という印象が広がるのを回避するための配慮をみせた、という見方がある。次に、政府が年間4,000億ドルを超える財政赤字を抱え、追加的な財政刺激策を打ち出す余裕がないなか、経済の舵取りはFRBの金融政策に大きく依存しており、次の景気後退に備えて政策金利の引き下げ余地を確保する必要があり、利上げが可能な今のタイミングを失ってはならないという判断があった、という見方がある。

この他、BusinessWeek(04/09/20)はグリーンズパン議長証言の内容をもとに、「最近の労

表2 グリーンスパン証言(04/09/08)で示された経済の現状に対する認識

景気	項目	比較的強い要因を示す表現	比較的弱い要因を示す表現
	全般		最近のデータは、概して、景気拡大が力を取り戻したことを示している。
個人消費・住宅投資		6月には弱かったが、7月には改善を示した。	8月前半の小売上の状況はまちまち。
設備投資		堅調な上昇トレンドにある。	-
製造業生産		ここ数ヶ月の間増加を続けているが、この理由の一つは、在庫投資の増加を反映したものとみられる。	-
雇用		8月には、非農業雇用者数が回復した。	今年春頃よりは、弱い。
物価	項目	上昇圧力の高まりを示す表現	上昇圧力の落ち着きを示す表現
	全般	-	8月中旬にかけての原油価格高騰にもかかわらず、ここ数ヶ月の間、インフレまたはインフレ期待は弱まった。
	労働コスト	今年4-6月期には、労働生産性の上昇力が過去2年間の異常なテンポから鈍化したため、単位労働コストが上昇した。時間当たり雇用者報酬も上昇トレンドにある。	-
	エネルギー価格	原油価格の先行きには、不透明感も残る。	-
	輸入物価	-	非石油商品の輸入価格上昇率が鈍化した。
	企業の販売価格上昇圧力	-	仕入れ価格上昇に伴う利鞘圧迫は、最近弱まってきた。
総合判断	経済活動の弱さは大部分、今年の急激なエネルギー価格の上昇によるものだ。		

資料: "Testimony of Chairman Alan Greenspan" FRB September 8, 2004より、農中総研作成

働生産性上昇率の鈍化に伴い、福利厚生も含めたトータルの雇用コスト上昇が一段と物価に反映されやすくなっており、現状の超低金利のもとでは FRB は僅かなインフレの兆しにも敏感にならざるを得ない」と指摘している。

もう一つ注意しておきたいのは、住宅価格動向である。4-6 月期の住宅価格上昇率は前年同期比で 9.4% となり、この水準は 79 年 10-12 月期以来 25 年ぶりの高さであった。超低金利時代の終焉により住宅需要が駆け込み的に盛り上がっているとみられるが、問題は、住宅価格が賃貸料の上昇テンポ(消費者物価統計で示されている最近の賃貸料上昇率は前年比で 2.7~2.8%)を大幅に上回っていることである。英国やオーストラリアは米国よりも半年以上早く利上げに踏み切っていたが、両国とも利上げ判断の背景の一つとして、住宅価格上昇の過熱防止を明確に掲げていた。そして、利上げ効果が現われるにはかなりの時間がかかったが、最近では住宅価格が下落に転じている。

米国の FRB は、利上げ判断の背景として住宅価格については全く触れていないが、緩やかかつ継続的な利上げは、高騰した住宅価格をソフトランディングさせるための最適な方法ではないか、と考えられる。

以上示してきた FRB の利上げの背景を考慮すれば、経済情勢の大きな変化がない限り、小幅な利上げはもう少し続きそうである。現時点では、今年残された二回の FOMC のうち 11 月 10 日に 0.25% の利上げが行われ、12 月 14 日には利上げが据え置かれ、年末の FF レート誘導水準は 2.00% になる、との見方が多い。但しこれは、「経済情勢の大きな変化がない限り」という条件付きであり、仮に足下での原油価格再高騰が続き、それが経済の立ち直り

にとって逆風となれば、利上げが困難になる可能性もある。今後の原油価格情勢も含め、景気の先行きには注視が必要である。