

今後の米国金融情勢を読む視点

永井 敏彦

要旨

- ・ 現時点で入手できる最新のFOMC議事録は 6/29-30 開催のものであるが、それによれば、物価の現状や今後の物価安定維持に関して、インフレ圧力、インフレ波及力、長期的インフレ期待、実際の統計から確認できるインフレ率の四点を軸とした議論がなされていた。
- ・ 先々のFFレート誘導水準を見通すことは、流動的な経済情勢のもとでは難しいが、随時発表となる景気・物価指標を丹念にみて、上記四つの視点がそれぞれどういう状態にあるか、それらを総合的にみて物価の先行きをどう見通すかを整理する必要がある。

FOMCで交わされた議論

F R Bは05年8月9日のF O M Cで、F F レート誘導水準を0.25%引き上げ3.50%とした。04年6月以来合計10回、累計2.50%の利上げが実施されたが、今後利上げがどこまで続くのかについての関心が高まっている。現時点では、F F レート誘導水準が05年末には4.00%程度、05年には4.25~4.75%になるという見方が多くなっている。今後も利上げが積極的に進められるとみる人の論拠は以下のとおりである。「エネルギー価格や賃金の上昇率が高まっており、インフレ圧力が強い。F O M Cの声明文では、『金融緩和政策を慎重なペースで解除することが可能である』と記されている。しかし、この点については、F O M Cのメンバーがどのような議論をしていたのかを、振り返ってみる必要がある。

F O M Cの議事録は開催後数週間してから公表されるので、現在入手できる最新のものは、05年6月29日/30日時点のものである。そこで議論された内容の結論は、次のとおりであった。「メンバーは追加利上げの必要性を認めているものの、先々どの程度の利上げが必要かについては意見の一

致がみられず、これについては経済情勢次第であり、結論を急いで出す必要はない。今回示した金融政策の方向性（金融緩和政策を慎重なペースで解除することが可能である）は、今後の金融政策の自由度を束縛するものではない。つまり今後どの程度の利上げが必要かについては、実際に金融政策に携わるF O M Cメンバーでも明言できない以上、外部の人がこれを予測すること自体、極めて困難だという認識が必要である。

複眼的視点が必要なインフレの現状認識

但しこの議事録には、金融政策の目標の一つである物価安定維持実現のために留意すべき視点が、明確に示されていた。インフレ圧力（原油等一次産品の価格や賃金等の上昇度合い）、インフレ波及力（企業がどれだけ販売価格に転嫁できるか）、長期的インフレ期待、実際の統計から確認できるインフレ率、の四点である。F O M Cメンバーの見方は、は高まっているが、は地域や産業セクターによってまちまち、は抑制されており、は上昇率鈍

化がみられる、という点で概ね一致していた。従って、今後の利上げの度合いに関するメンバー間の意見が必ずしも一致しなかったことは、～のどの点を重視しているかの違いによるものである。

このように、インフレの現状認識については複眼的視点が必要である。原油価格高騰はインフレ圧力を高めるものであり、インフレ期待が強ければ長期金利上昇をもたらすと考えられる。しかし、原油価格が最高値圏で高止まる一方で、10年国債利回りは、FOMC前日の8月8日(4.42%)をピークに低下傾向にある。現状の経済の地合いでは、ガソリン等エネルギーの価格高騰が消費者の購買力を弱めてしまい、物価全般を押し上げるようなインフレ波及力が強いとはいえず、かえって景気減速を引き起こすとの連想から、長期金利が低下したと考えられる。つまりインフレ圧力が高まって、インフレ波及力や長期的インフレ期待が弱ければ、実際のインフレは顕在化しにくくなる。

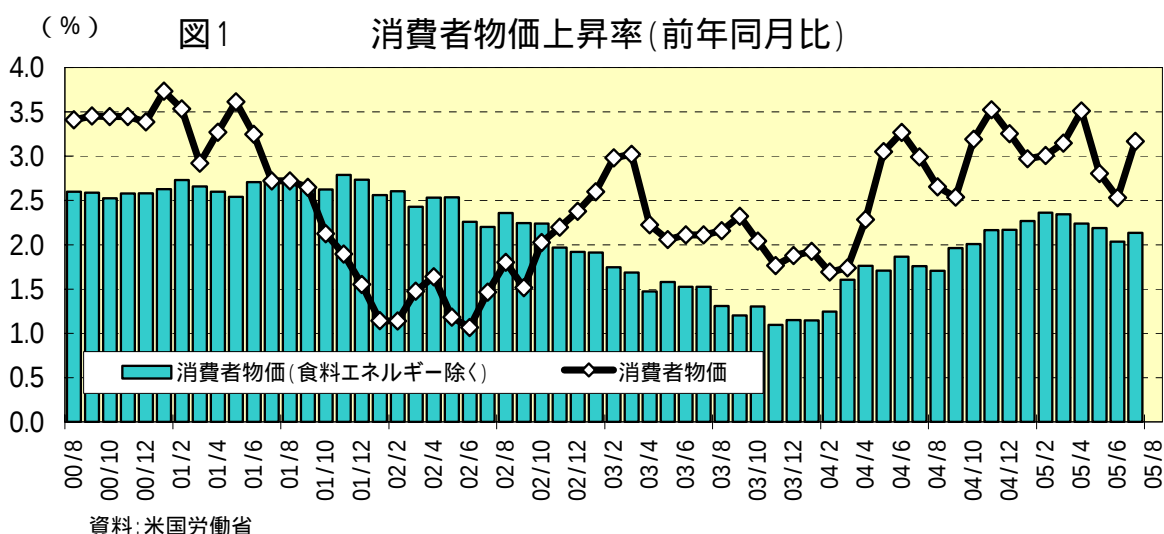
直近の物価統計をみると、7月のコアインフレ率は前年同月比+2.1%と、6月(+

2.0%)よりは若干高まったが、直近ピークの05年2月(+2.4%)以降、緩やかな鈍化傾向にある(図1)。

低水準の実質金利

こうした物価情勢から、今後の大幅な利上げは考えにくい。現状の金利水準、特に物価上昇率を差し引いた実質金利の水準は依然として低い。短期の実質金利(Fフレート誘導水準-コアインフレ率)は+1.4%と、過去の平均的水準と比較すれば低いが、最近の度重なる利上げにより幾分上昇してきた。これに対して長期の実質金利(10年国債利回り-コアインフレ率)は、01年以降+2.0~3.0%の範囲で推移しているが、現在はほぼ+2.0%前後と低い水準で推移している。

米国経済は金利の影響を受けやすい体質であるが、短期金利よりも長期金利のほうがはるかに強い影響力をもっている。これは、住宅ローン金利の多くが10年国債金利に連動する固定金利だからである。従って、長期実質金利が低水準であるということは、金融引き締めが実質的にはあまり効いてい



ないことを意味する。

昨年 6 月末以降の累計 2.50% の利上げにもかかわらず、この間長期金利は上昇・低下を繰り返しながらも、トータルで見るとほとんど上昇していない(図 2)。この現象について、グリーンスパン議長は「謎」であるとしたが、05 年 7 月 21 日の議長証言では、この謎について以下の通りの解釈を示した。「中国・インド等新興国経済が国際市場に入ったことから、世界経済における各種商品の供給力が高まったため、世界のインフレ期待が低下した。また産油国への所得移転でこれらの国々の余剰資金が投資に向かう一方で、先進国をはじめとする世界の設備投資需要は比較的弱く、資金需給の緩和により世界的に長期金利が低位安定した」。

景気押し上げ要因はあるが逆風も

米国景気は春先の低迷から脱却し、順調に拡大しているが、景気を押し上げている要因は、大まかに次の二つである。

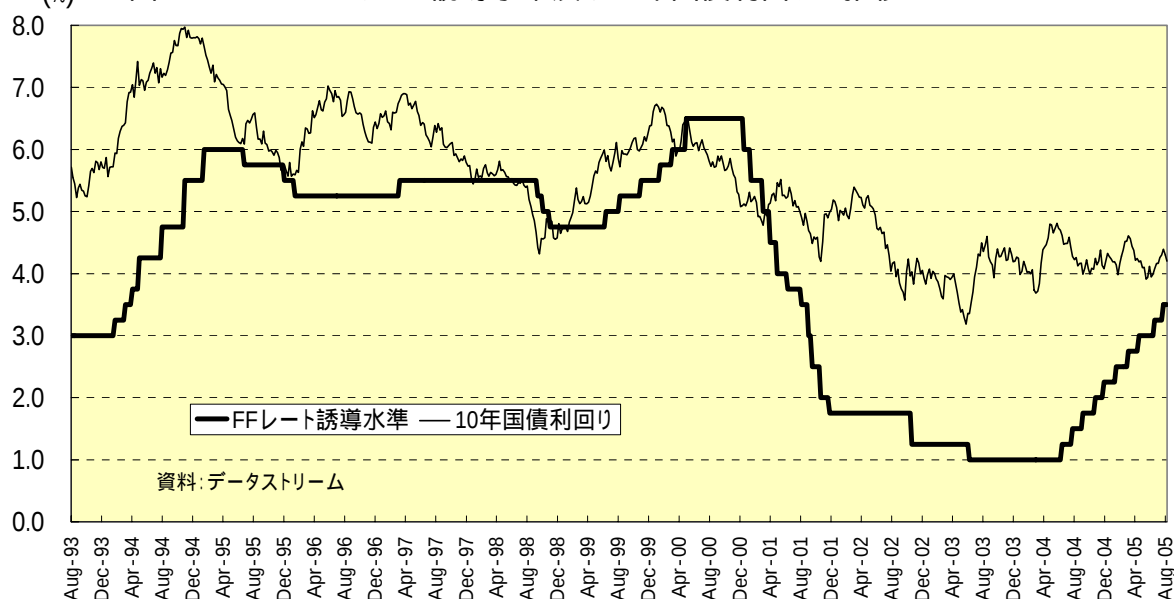
第一に、これまで説明してきた低水準の実

質金利を背景に、住宅投資が活発であり、住宅価格上昇率が引き続き高いことである。これに伴い、住宅担保の資金用途自由なホームエクイティローンの残高も増加しており、借入金の相当部分が消費に回っているとみられる。但し、最近の住宅関連指標は強弱まちまちである。05 年 7 月の新築住宅販売戸数は季調済前月比で +6.5% と力強い増加であったが、中古住宅販売件数は▲2.3% と減少した。

第二に、販売不振で高水準の在庫を抱えた大手自動車メーカーが、6 月から期間限定で、従業員割引を全顧客に適用する販売促進策(2 割弱程度の割引)を適用したことにより、自動車販売台数が大幅に伸びたことである。特に 7 月の販売台数は、年率換算値で 2,086 万台と高水準であった。しかし、この販促が適用されるのは 9 月初頭までであり、需要の先食いという側面も否定できない。

一方、エネルギー価格の高騰により、家計や企業を取り巻く環境が厳しくなっている。家計の購買力は弱まっており、旅行や外食

(%) 図 2 FFRレート誘導水準及び10年国債利回りの推移



への支出が切り詰められる可能性も指摘されている。また多くの企業が、原油価格高が業績に悪影響を及ぼすとみている。

また先ほど、米国経済の拡大力は短期金利よりも長期金利から強い影響を受けると説明したが、F R Bの利上げにより、クレジットカード利用額の未払分にかかる金利が上昇している。このように短期金利上昇の影響も無視できなくなっている。巨額の借入金残高と金利上昇が、家計の元利金返済負担を高めている。

利上げはどこまで進むか

このように景気の現状は流動的であり、F R Bが景気拡大を阻害せずに政策金利の引き上げを進めることは、難しい舵取りと言わざるをえない。

従って、先々のF F レート誘導水準を見通す場合には、随時発表となる景気・物価指標を丹念にみて、前述の物価安定維持のために留意すべき四つの視点が、それぞれどのような状態にあるか、それらを総合的にみて物価の先行きをどう見通すかを整理して見る必要がある。また、8月9日のF O M C議事録が後日発表されるので、メンバーがこれらの点についてどのような議論をしていたか確認することも、重要であると思われる。

なお当農中総研は、現時点では、F R BがF F レート誘導水準を9月20日及び11月1日のF O M Cで0.25%ずつ引き上げ4.00%とした後、しばらく様子見を続ける、とみている。これは冒頭紹介した大方の見方よりは低い水準である。その理由は、本誌掲載の「2005年度・2006年度改訂経済見通し」で示しているとおり、米国経済が05

年秋以降緩やかな減速に向かい、インフレ率も徐々に鈍化するとみているからである。