

緩和的金融政策後の段階に移行したFRB

永井 敏彦

要旨

- ・ FRBは12月13日のFOMCで、FFレート誘導水準を0.25%引き上げ4.25%とした。今回FOMCの声明文で資源需給の逼迫が指摘されたことから、利上げがしばらく続くという見方がある。一方で、前回まで使われていた「緩和的金融政策」という言葉が削除されたことから、金融政策は利上げの着地点を探る新たな段階に入ったという見方もある。
- ・ コアインフレ率が高まる兆しをみせるなど、インフレに対する楽観ができる状態ではないが、既に利上げ効果も一部現れているとみられ、FRBは景気・物価動向を勘案しつつ、徐々に利上げ着地点のイメージを形成していくとみられる。

様変わりしたFOMC声明文

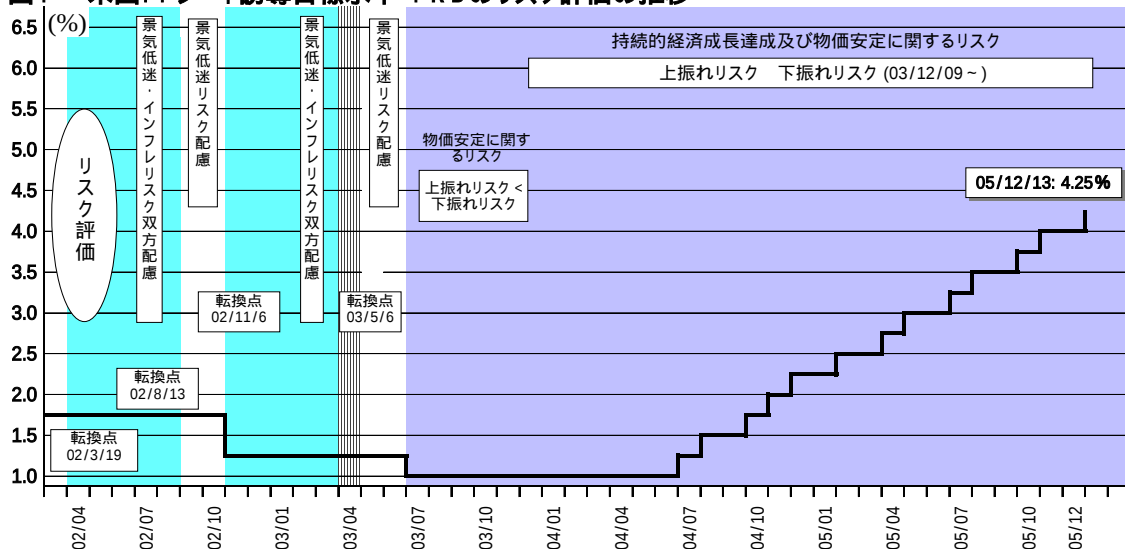
FRBは、12月13日のFOMCでFFレートの誘導目標水準を0.25%引き上げ4.25%とすることを決定した(図1)。04年6月30日以降、累計3.25%の利上げが実施された。

今回FOMC声明文の特徴は、今後の金融政策の方向性に関する表現が様変わったことである。利上げが開始となった04年6月30日から前回(05年11月1日)までは、持続的経済成長及び物価安定に関する上振れ・下振れリスクがほぼ等しいとしたうえで、「慎重に状況をみながら緩和的な金

融政策を解除することは可能である」という方向性が示されていた。今回はリスク・バランスがほぼ等しいという従来の見方を変更せずに、「今後利上げを続行する必要があるだろう」という表現を新たに採用した。

声明文中の経済情勢判断に関する表現は、以下のとおりである。「エネルギー価格高騰とハリケーン関連の混乱にもかかわらず、経済活動は底堅く拡大している。ここ数ヶ月の間にコアインフレ率は比較的低位で推移しており、長期的インフレ期待も引き続き抑制されている。しかしながら、資源(労働力・設備)利用度の上昇、さらにはエネ

図1 米国FFレート誘導目標水準・FRBのリスク評価の推移



ルギー価格の高騰がインフレ圧力を高める可能性がある」。

この文面をみる限り、あとどのくらいの追加利上げが実施されるかの見通しは必ずしも明らかではなく、マーケットの見方も分かれている。利上げの打ち止めが近いとみている人は、「緩和的な金融政策」という言葉が削除されたことから、F R B が金融政策の現状を「中立」と判断するようになったという見方をしている。これに対して、今後しばらく利上げが続くとみている人は、「資源利用度の上昇」という言葉が新たに加わったことに着目し、需給逼迫によるインフレ圧力の高まりの可能性について言及している。

ところで、これまでのF O M C 声明文・議事録、あるいは地区連銀経済報告の記述をみると、F R B はインフレ率について、

インフレ圧力（エネルギー・原材料価格や賃金の上昇度合い）、インフレ圧力の波及力（企業が原材料投入価格上昇分を製品・サービス価格に転嫁できる度合い）、長期的インフレ期待の三つの要因に分解し、現状では が高まっているものの、 が全面的に強いわけではなく、 が抑制されている、と分析している。

これらの点についてやや詳細に立ち入ってみたい。 については、原油価格は緩やかに低下してきたとはいえ、寒波の影響もあり高止まった状態であり、非鉄金属・建築資材価格の高騰もみられることから、足下では比較的強い圧力をもたらしている。

については、運輸会社が燃料価格高騰分をサービス価格に転嫁している事例がしばしば指摘されているが、全般的には、価格転嫁力は地域や産業セクターによってまち

まちである。また については、05 年 11 月 1 日のF O M C 議事録によれば、「金融市場が、F R B が追加利上げを続けるであろうと予測しているため、長期的インフレ期待が抑制されている」ということであった。このことは、05 年 9 月から 10 月にかけてF R B 要人によるインフレ警戒・利上げ継続示唆発言が相次いだことと整合的である。

現状のコアインフレ率は、このようなバランスのうえで安定した状態を維持しているわけであり、現時点での比較的低い上昇率が今後の物価安定を保证するわけではない。その意味で、今回F O M C 声明文の表現については、先々の金融政策の自由度を狭めないような配慮がなされているのであろう。

ハリケーンの影響から脱却した景気・物価指標

05 年 8 月にメキシコ湾岸を襲ったハリケーン「カトリーナ」は、甚大な被害をもたらしたうえにエネルギー価格高騰を加速させたことから、景気が腰折れするのではないかという懸念が生じた。実際に、一時的な生産の落ち込み、失業保険申請件数の増加、消費者心理の悪化がみられた。

しかし最近発表されている経済指標をみると、経済がハリケーンの影響からの立ち直りつつあることを示唆する内容のものが多い。

11 月の非農業雇用者数は季調済前月比で 21 万 5 千人増加した。一方で、10 月のデータは速報段階よりも 1 万 2,000 人下方修正されて +4 万 4,000 人増加となったが、当初前月比減少と発表された 9 月のデータは、上方修正により +1 万 7,000 人増加となった。ハリケーンは雇用に打撃を与えたものの、

結局雇用者数が減少した月はなかったことになる。

鉱工業生産指数は、9月に鉱業や石油産業の生産の落ち込みが大きく、季調済前月比で▲1.6%の低下となった。しかし10月に+1.3%、11月に+0.7%と順調な回復をみせた。

また一時大幅な落ち込みをみせた消費者心理も、エネルギー価格の低下を背景に回復に転じた。ミシガン大学調査の消費者センチメント指数は、9月に76.9、10月に74.2と、同時多発テロがあった01年9月の水準さえも下回った。しかし同指数は、11月に81.6、12月に88.7と上昇した。

一方で物価に目を転じると、11月の消費者物価はエネルギー価格下落を受けて季調済前月比▲0.6%の低下となった。ハリケーンの影響で一時的に低下した石油生産・精製活動が、持ち直したことを受けたものである。

一方でコアインフレ率は10月、11月ともに+0.2%の上昇となり、05年3月以来の上昇率を記録した。これは、最近の賃金上昇率が高まっていることを重ねてみると、やや気になる動きである。ここ1年ほどの間2%台後半でほぼ横ばいであった時間当たり賃金上昇率は、10

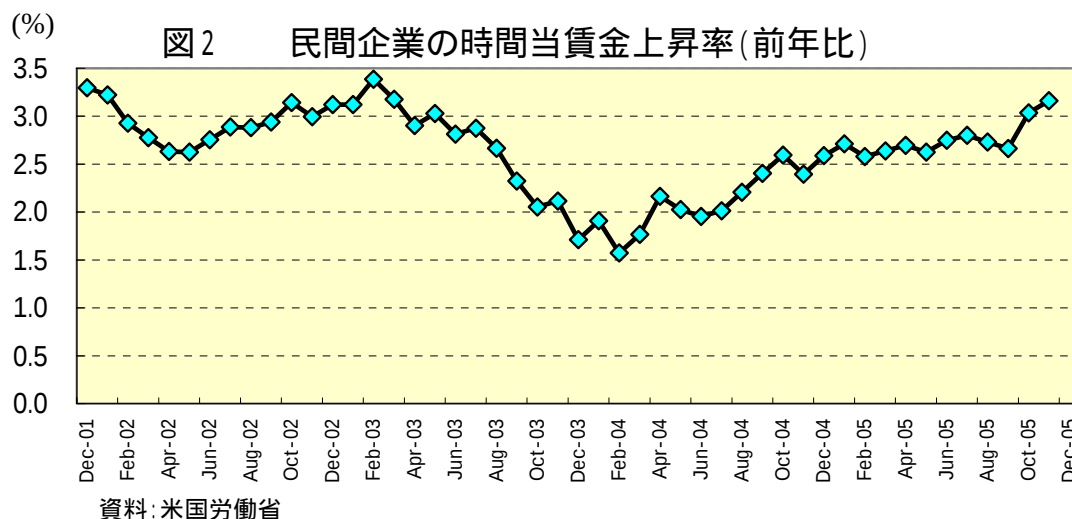
月以降3%を越え、高まる気配をみせている(図2)。

賃金上昇率は、幅広い産業で一様に高まっているわけではない。地区連銀経済報告でもしばしば指摘されているが、特定産業の熟練労働者の賃金上昇が目立っている。時間当たり賃金上昇率を業種別にみると、鉱業・通信・公益・金融の上昇率が特に高くなっている。12月13日のFOMC声明文に登場した「資源利用度の上昇」という言葉の意味には、こうした一部職種での労働需給逼迫も含まれているのではないかと思われる。

ハリケーンの被害に伴うインフレ圧力の高まりは一段落したが、ここ数ヶ月の統計は、物価動向に対して引き続き留意していく必要性を示唆している。また前述のとおり、足下で経済の好転を示す指標が増えているので、こうした状況はFRBの利上げ継続方針をサポートするであろう。

徐々に現れている金利上昇効果

しかし一方で、利上げ開始からほぼ1年半を経過して、金利上昇効果が経済に波及し始めたことも見逃せない。05年前半には、FRBの利上げにもかかわらず長期金利が



あまり上昇せず、グリーンスパン議長もこのことを「謎」と表現していた。住宅ローンは長期固定金利が主体であったため、長期金利が上昇しなければ経済へのインパクトは小さいといわれてきた。

しかし05年6月に一時4%割れした10年国債利回りは、05年9月から10月にかけてのFRB要人によるインフレ警戒・利上げ継続示唆発言を契機に底上げされ、現在は4.5%前後で推移している。そして、30年固定の住宅ローン金利も6%を超えて上昇している。

こうした金利上昇が影響している可能性があるが、最近住宅市場にやや変動がみられる。10月の住宅着工件数は季調済前月比で▲5.6%減少の201万4千戸(年率換算値)となった。ハリケーン後の復興需要が発生している南部地域以外は全て、大幅な減少となった。一方05年7-9月期の住宅価格上昇率は、前年同期比+12.0%となり、同年4-6月期の+14.0%より若干勢いを緩めた(図3)。11月30日の地区連銀経済報告でも、「住宅建設・販売については、多くの地域で活動が緩やかに減速した。一部地域では在庫増加がみられた」という表現があ

った。なお通貨監督庁(OCC)等金融当局は、全米の金融機関に対して、住宅ローンの与信厳格化を求める通達を出す予定である。元本返済を先送りするなど、貸倒れリスクが高い融資を対象とし、住宅投資の加熱を防止することが狙いであるが、これも住宅ブームの沈静化を促すであろう。

加えて注目したいのは、消費者信用残高がここ数ヶ月伸びを鈍化させ、05年10月に季調済前月比で▲4.0%と減少に転じたことである。自動車ファイナンスカンパニーの新車ローン平均金利は03年平均で3.40%であったが、05年10月には6.13%まで上昇しており、こうしたローン金利上昇も一部影響しているのではないかと考えられる。

景気に中立的な政策金利の水準がどの程度かは必ずしも明らかではないが、このように金利上昇効果も一部現れているとみられる。従ってFRBは、持続的経済成長維持という政策目標実現のためにも、どのような条件を満たせば利上げが休止となるかの着地点のイメージを徐々に形成し、それを今後のFOMC声明文や議事録に表現していくであろう。(2005.12.19現在)

