

バーナンキ議長にバトンタッチされた米国金融政策

永井 敏彦

要旨

- ・ 米国景気は堅調な拡大を続けているが、その原動力は雇用と設備投資である。
- ・ 反面住宅投資は、ハリケーン復興需要による増加もあるが、その要因を除けば住宅ローン金利上昇の影響で伸び悩んでいる。
- ・ エネルギー価格高騰や資源利用度の上昇が潜在的インフレ圧力となっているが、現状ではコアインフレ率が落ち着いている。
- ・ 1月31日のFOMCでの議論によれば、「政策金利の先行き・方向性は、その時々を経済情勢次第であり、前もって判断することは不可能」、ということである。

雇用と設備投資が景気を下支え

米国景気は堅調な拡大を続けているが、その原動力は雇用と設備投資の強さである。

06年1月の非農業雇用者数は季調済前月比で+19万3千人となり、05年11月の+35万4千人、12月の+14万人に続き、高い増加テンポを維持している。図1のとおり、失業保険新規受給申請者数も低位で安定している。

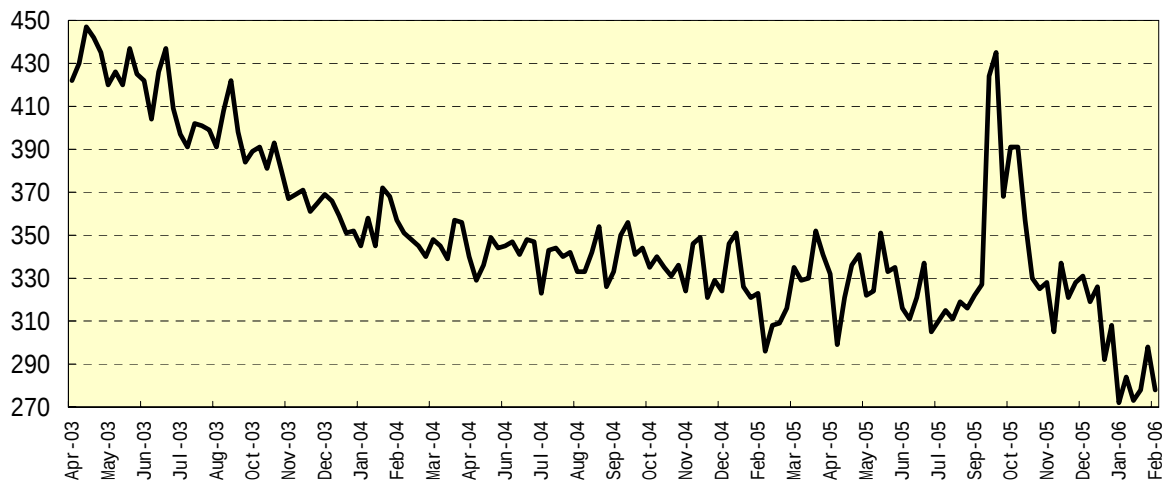
1月の失業率は4.7%と、一段と低下した。一般に求人・求職のミスマッチ等により失業者がある程度存在することは避けられず、この部分の労働力人口に対する比率が自然失業率である。失業率が自然失業率を下回

ると労働需給が引き締まり、賃金上昇率が高まりやすくなる。米議会予算局が試算する自然失業率は5.2%であるが、05年3月以降、失業率は一貫してこの水準を下回っている。民間企業の時間当たり賃金上昇率は、これと平仄を合わせるように緩やかに高まり、06年1月には前年同月比+3.3%となった。

この雇用増加・賃金上昇によりもたらされた名目所得増加が、景気を牽引している。

雇用の強さは、好調な企業収益と関係がある。主要500社の05年10-12月期決算によれば、純利益が前年同期比13.8%増加と10四半期連続で二桁増益を記録した。米国企

(千人) 図1 失業保険新規受給申請者数



資料: 米国労働省

業は全般的に、前回景気低迷期（01年）以降、IT活用も含めた生産性の向上、コスト全般の削減に努めており、売上増加によって利益が出やすい体質になっている。

好調な収益を追い風に、企業は雇用だけではなく、設備投資にも前向きに取り組むようになった。設備投資の先行指標である非国防資本財（除く航空機）の受注は、持続的かつ安定的な増加を示している。

企業は01～03年にかけて、設備投資を極力キャッシュフローの範囲内に抑制し、借入金を圧縮してきた。これに対して04年頃からは、コスト削減と売上拡大を程よくバランスさせるスタンスで、加速度償却制度という税制面での優遇を活用しながら、より積極的な設備投資へと舵を切った。そして最近では、借入を増やしながら生産能力を増強する投資（新工場建設等）も目立つようになっている。

住宅市況の陰りと個人消費への影響

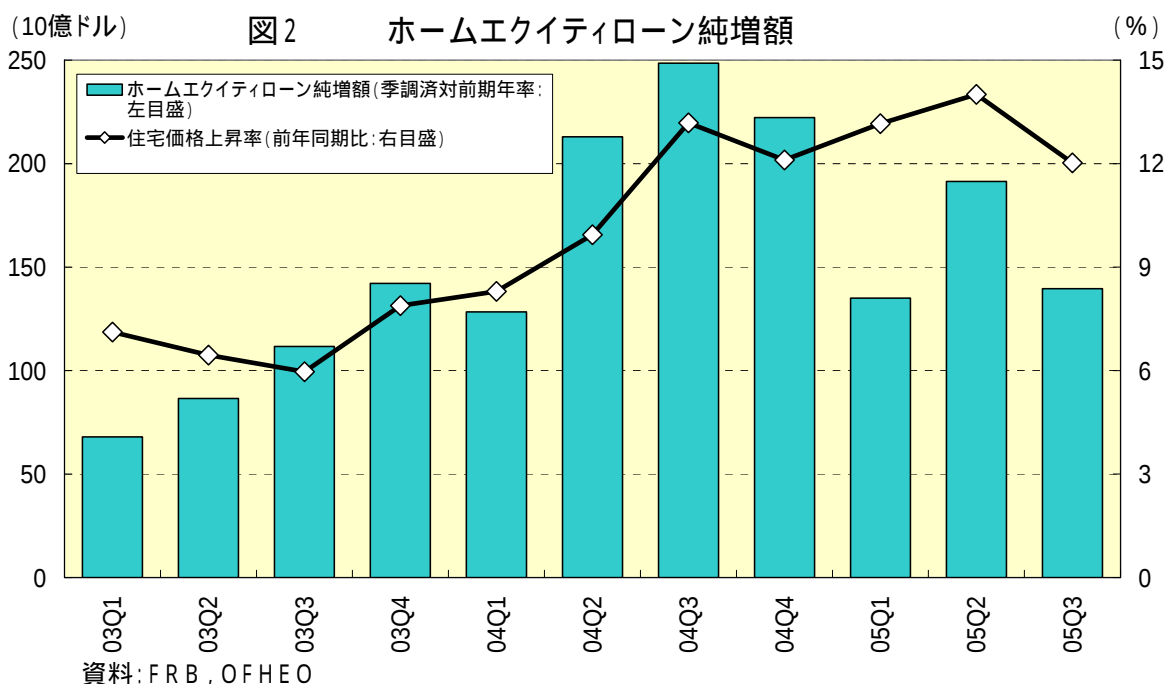
06年1月の住宅着工件数（季調済）は年率換算値で227万6千戸となり、前月比+

14.5%の大幅な増加となった。但し1月は平均気温が観測史上最も高かったため、着工件数が一時的に押し上げられた面がある。

最近の着工件数については、地域による違いが見落とせない。全米を北部・中西部・南部・西部の四地区に分け、過去1年ほどの着工件数の足取りをみると、南部が増加しているが、それ以外の地区は05年初頭をピークに減少している。南部がハリケーン被害を受けた地域を含んでいること、同地区の着工件数の増加が05年9月以降顕著であることから、ハリケーン被害に伴う住宅復旧が最近の着工件数を下支えている可能性がある。

住宅着工件数が、数ヶ月のタイムラグを置いて住宅ローン金利（例えば30年固定金利）と逆連動する傾向は、比較的明瞭である。最近住宅ローン金利は徐々に上昇しているため、今後着工件数が伸び悩むことが考えられる。

住宅投資に関連してもう一つ指摘しておきたいのは、05年12月に通貨監督庁（OCC）等金融当局が、全米の金融機関に住



宅ローンの与信審査厳格化やリスク管理体制強化を求める通達を出したことである。対象となるのは、借入当初元本部分の返済を数年間先送りするなど、数年後に返済負担が急激に増加するタイプのローン商品である。ここ数年このタイプの商品が増えており、本来であれば融資対象とはなりにくい層が借入することで、住宅投資が押し上げられた面もある。

この通達以前に、05 年 5 月にはホームエクイティローン（住宅担保の資金用途自由の融資）の与信審査厳格化の通達が出されていた。同ローンの残高は 05 年 9 月末現在 1 兆ドルであり、03 年以降毎年 1,000～2,000 億ドルの純増を記録している。こうして得られた資金の相当部分が個人消費に向かっているようである。しかし図 2 によれば、最近純増額が小さくなっており、通達の効果が現れている可能性がある。

住宅ローン、ホームエクイティローンともに、大幅な住宅価格上昇（05 年 7-9 月期は前年同期比 +12.0%）に支えられて増加してきた。住宅価格上昇力にどの程度の持続力があるのか、3 月初頭に発表となる 05 年 10-12 月期の住宅価格統計で確認しておく必要がある。

この点に関連して、1 月 31 日の F O M C 議事録では、次のような表現があった。「いくつかの地域では、住宅価格上昇率が顕著に鈍化し、住宅担保借入需要が減少するリスクが浮き彫りになってきた。住宅担保借入に伴う消費増加が貯蓄率にどの程度影響を与えたかは明らかではないが、何人かのメンバーは相当な規模かもしれない、と述べた」。参考までに米国の貯蓄率は、80 年代前半に 10%程度であったが、その後下落を

続け、05 年は▲0.5%と大恐慌（1932～33 年）以来のマイナスに転じた。

エネルギー価格動向と需給の引き締まりが物価に及ぼす影響

物価情勢をみると、イランの核開発問題やナイジェリアの反政府武装勢力に関する情勢を受けて、05 年 12 月から 06 年 1 月にかけて原油価格が高騰した。そして 1 月の消費者物価は、エネルギー価格高騰が主因となり、前年比 +4.0%と上昇率を高めた。

また 05 年 12 月 13 日の F O M C 以降、F R B は「資源利用度」の上昇に着目している。資源とは具体的には、労働力や設備のことを指しているとみられる。つまり冒頭で説明したように、労働需給の引き締まりにより賃金上昇率が緩やかな上昇をもたらしている可能性がある。また設備稼働率の上昇は、製品需給が引き締まりつつあることを示唆している。

但し、最近になって物価上昇率が顕著に高まっているわけではない。コアインフレ率（前年同月比）は 05 年 2 月に +2.4%と高まったが、その後上昇率を鈍化させ、6 月以降は +2.0～2.2%のレンジでほぼ横ばいとなっている。06 年 1 月のコアインフレ率も +2.1%であった。

エネルギー価格高騰や資源利用度上昇といった潜在的インフレ圧力にもかかわらずコアインフレ率が落ち着いているのは、投入価格上昇分の製品価格への転嫁力が、産業部門によってまちまちだからである。消費者物価統計によれば、衣料と新車の価格は前年比マイナスに転じている。

一方 1 月 31 日の F O M C 議事録には、F R B が現状のインフレ期待をどう評価して

いるかが記されている。一部のメンバーが、「コアインフレ率とインフレ期待が長期的視点では望ましい水準よりやや高く、追加利上げが必要である」という発言をしたようである。しかし、「インフレ期待は低下している、あるいは落ち着いている」というのが全体としての評価であった。

それでもFRBは、潜在的なインフレ圧力が顕在化しないかどうか、警戒を緩めていない。現時点での比較的安定した上昇率が、今後の物価安定を保証するわけではないからである。

バーナンキ議長の着任と今後の金融政策

1月31日のFOMCの特徴は、利上げ継続を示唆する表現に変化がみられたことである。具体的には、以下の二点である。第一に、前回12月13日のFOMCでの表現「今後慎重な利上げが必要になるだろう(is likely to be needed)」が、「今後利上げが必要になるかもしれない(may be needed)」と変更になったことである。第二に、「慎重な(measured)」という言葉が削除されたことである。「慎重な」という言葉には「小幅なものを継続的に」という意味が込められていると考えられるため、この言葉の削除により、次回FOMCで、これまでの経緯にとらわれない政策判断が可能になったといえる。

FOMC議事録は、次のように締めくくられていた。「FFレート誘導水準の先行きには、その時々を経済情勢にますます依存するようになっており、前もって判断することが不可能になった」。2月1日に着任したバーナンキ新議長にフリーハンドが与えら

れた、と解釈してもよいであろう。

2月15日のバーナンキ証言の内容は、1月31日のFOMCの決定に同意すると表明することで政策の継続性をアピールする一方で、バーナンキ議長の個性がよく現れたものであった。例えば、経済の先行きに関するリスクとして、エネルギー価格動向やインフレ圧力だけでなく、住宅価格があげられると明言した。グリーンSPAN前議長の住宅価格に対する認識は、全米的なバブルではなく局地的なフロス（小さな泡）というものであった。

また、バーナンキ議長の持論であるインフレ目標に関しては、具体論は示されなかったものの、その効果としてのインフレ期待の安定が経済の持続的成長に寄与することについて、丁寧な説明があった。

インフレ目標は簡単に言えば、中央銀行がめざすインフレ率の範囲を明示し、その範囲内に実際のインフレ率を収めるよう、金利調整や債券売買オペレーションで運営する手法である。そのメリットは、人々のインフレ期待を安定させることで、期待の変動に起因するインフレやデフレのスパイラルを回避すること、また金融政策の基本的考え方がより透明になることである。デメリットとしては、硬直的な運用をした場合に、景気にマイナスの影響を与える可能性が指摘されている。

バーナンキ議長がインフレ目標の導入を検討するとしても、実施までには1~2年かかるという見方がある。当面は、グリーンSPAN前議長の手法に沿った政策運営が続けられるであろう。

(2006.2.24 現在)