

情勢判断

海外経済金融

拡大続くが原油価格高騰と住宅市場減速に直面する米国経済

永井 敏彦

要旨

- ・ 原油・金・非鉄金属等、国際商品市況が高騰している。これに加え世界景気が堅調に拡大していることもあり、米国・欧州等の長期金利が上昇傾向にある。
- ・ 但し米国のコアインフレ率は総じて落ち着いた状態にあり、原材料価格上昇分の小売価格への転嫁は限定的である。
- ・ 米国景気は雇用・生産を中心に底堅い拡大を維持している。しかし、住宅市場の冷え込みが目立つようになった。IMFも住宅市場を米国経済の不安要素とみている。
- ・ 3月27-28日のFOMCの議事録は、金融引締めが最終局面に近づきつつあることを示し、利上げ継続長期化観測の熱を冷ました。

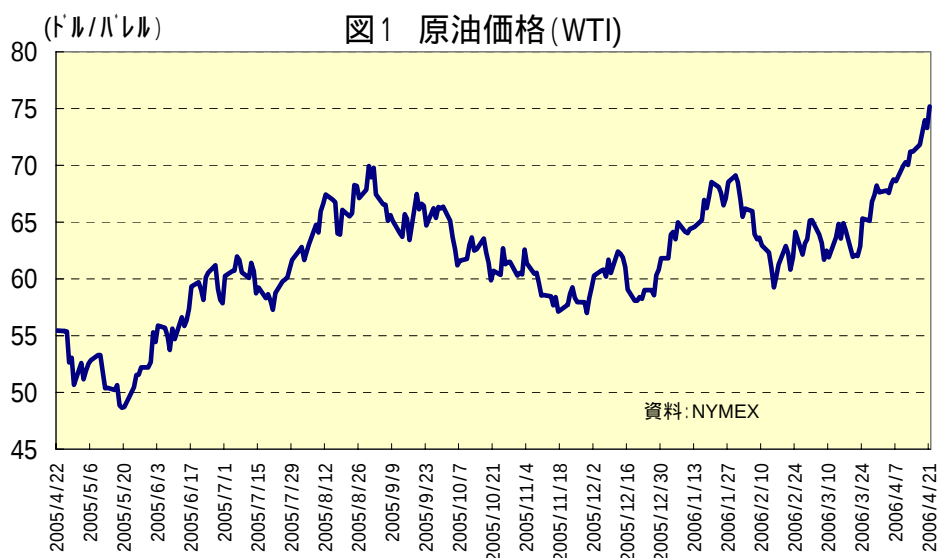
原油等商品価格の高騰にもかかわらず コアインフレ率は比較的落着き

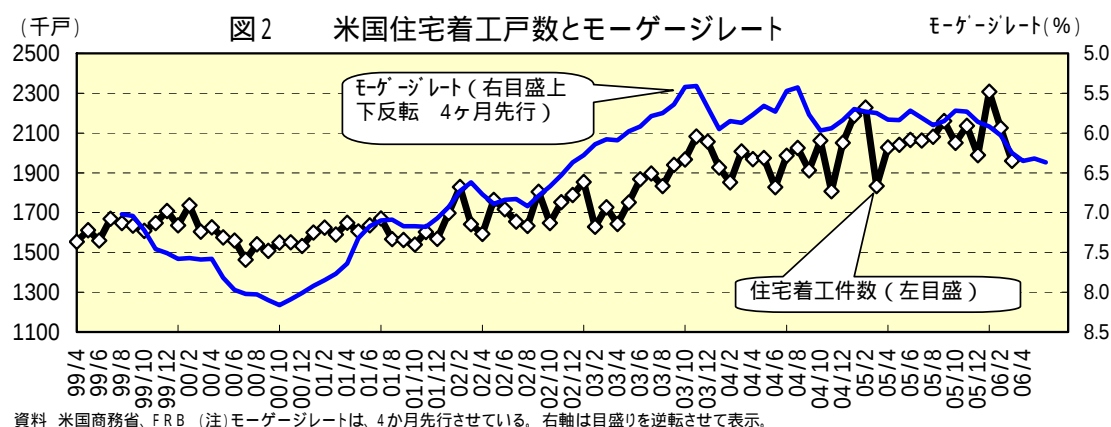
ニューヨーク原油先物価格(WTI期近の5月物)は4月21日に75.35ドル/バレルと、過去最高値を記録した(図1)。イランの核開発問題やナイジェリアでの武装勢力による石油精製施設への攻撃など、供給面での不安観測が根強い。

イラン核開発問題については、3月29日に国連安保理がイランにウラン濃縮などの核関連活動の全面停止を要求する議長声明を採択した。しかし4月12日に、イランが濃縮ウラン製造に成功したと公表した。これを受けて、

国際原子力機関(IAEA)の事務局長が現地入りし濃縮活動停止を要請したが、イランはこれを拒否した。その後、事態打開の目処が立たない状況が続いている。一方米国は、国連安保理がイランに対して「強い措置」を取る必要があるとして、今後制裁を視野に入れた新たな措置を求める考えを示している。

米国のエネルギー需給状況を見ると、夏場の需要ピーク時にガソリン需給が逼迫するとの





見方がある。原油生産から精製・輸送にいたるまで、設備稼働率が高水準であることに加え、昨年大型ハリケーンが原油生産・精製施設を直撃した直後に原油価格が高騰したように、火災や自然災害などの突発的な事態で供給が途絶する不安が常にある。

一方米国だけでなく、高成長を続ける中国・インドなどの新興国でも、原油需要が急速に拡大している。

また、イランの核開発問題による国際情勢の緊張は、金価格の高騰にもつながっている。さらに銅など非鉄金属の価格も高騰を続けている。中国の急速な経済成長や世界景気の拡大を受けて、電線・自動車・電化製品用の需要が顕著に伸びている。これに対して、インドネシアやペルーなどの鉱山での事故やストライキの頻発するなど、供給面での不安要素がある。

最近の国際商品市況高騰には、欧米の年金基金の資金流入で加速している面がある。株式や債券市場で運用されていた年金資金が、原油等エネルギーだけでなく、金・非鉄金属・農産物など幅広い商品の市場に流入している。

こうした国際商品市況の高騰が一因になっているが、米国・欧州・日本の長期金利が上昇傾向にある。世界景気が堅調に拡大している

ことに加え、インフレ圧力の高まりが見込まれ、各国の政策金利が引き上げに向かう、との見方が強まったためである。

但し米国においては、コアインフレ率が引き続き落ち着いた状態を維持している。3月のコア消費者物価上昇率は前年同月比+2.1%であったが、最近一年ほどの間+2.0~2.2%の落ち着いた水準の上昇率が続いている。この現象の解釈について、3月27-28日のFOMC議事録は、以下のとおりまとめている。

最近のコア消費者物価統計は、企業がエネルギー等商品の価格高騰分を販売価格にそれほど転嫁していないことを示している。労働生産性の上昇、緩やかな雇用者報酬の上昇、落ち着いたインフレ期待、そして商品販売を巡る国際競争が単位労働コストと価格上昇圧力を抑制している。

景気は雇用を中心に底堅いが住宅市場と経常収支赤字に不安要素

米国景気は底堅い拡大を続けているが、その原動力になっているのは雇用である。3月の非農業雇用者数(季調済)は前月比+211千人と、2月の+225千人に続き高水準の増加を記録した。また3月の鉱工業生産指数(季調済)は、前月比+0.6%と2月の+0.5%と同様に比較的高い上昇を示した。

しかし、これとは対照的に住宅市場の不振が目立つようになってきた。3月の住宅着工件数(季調済)は前月比▲7.8%となり、2月の▲7.8%に続き減少した(図2)。金利上昇効果が住宅投資の分野に徐々に及んでいるものと思われる。

ところで、4月19日に発表となった“World Economic Outlook”によれば、IMFは以下のとおり、米国経済の強弱要因を列挙している。

企業の収益力は強く財務状態も良好であるため、設備投資や雇用が予想以上に増加するかもしれない。さらに世界景気の拡大により、輸出増加が成長に寄与している。当面は、ハリケーン被害に伴う政府支出の大幅な増加が期待できる。

これに対して、今年の個人消費は減速すると見込まれる。住宅市況の冷え込みとエネルギー価格高騰の影響が、可処分所得増加のプラス効果を上回るからである。

そして先々のリスクを評価すると、景気下方リスクのほうにやや傾斜がかかっている。特に経常収支赤字が05年には名目GDP比6.4%にまで達するほど巨額になったため、米国経済はその赤字を補完する外国投資家の投資動向の影響を受けやすくなった。その結果、ドル安圧力や長期金利上昇が生じる可能性が出てきた。

さらに重要なのは、住宅価格の下落が消費需要減退の引き金になりかねない、ということである。これまでのところ、住宅価格上昇に伴う資産効果は大きく、05年1～9月の間に住宅担保借入額は、家計可処分所得額の7.5%に相当した。

このように、住宅市場の先行きは今後の米国経済の最大の不安要素になっている。個人の住宅取得能力は低下しており、住宅を購入す

るためにインタレスト・オンリーやネガティブ・アモチゼーション(注)が組み込まれているローンへの依存がみられるようになった。こうした非伝統的住宅ローン商品は、2005年時点で全住宅ローンの40%を占めた。

足下では住宅ローン申請件数が減少し、住宅建築業者の景況感も悪化している。住宅建設業界はこれまで雇用創出に相当貢献してきたが、住宅販売の減少が続けば、雇用にも悪影響が及ぶであろう。

以上がIMFの米国景気に対する評価であるが、これは前回05年9月時点の評価を基本的に受け継いでいるものの、住宅市場が直面しつつあるリスクについて、より多くの紙幅を割いている。但しIMFは、実質GDP成長率を06年に3.4%(+0.2%上方修正)、07年に3.3%(▲0.3%下方修正)と見通しており、それほど足早な景気減速を想定しているわけではない。

(注)いずれも借入人の元利金返済負担を一時的に軽減している住宅ローン商品である。インタレスト・オンリーは、借入後しばらくの期間利子支払のみで元金返済を先送りする商品である。ネガティブ・アモチゼーションは変動金利ローンに組み込まれた仕組みであり、金利上昇局面において利払い増加額に上限を設け、不足利払い分を元金に加算するものである。

利上げ継続長期化観測の熱を冷ましたFOMC議事録

3月27-28日に開催されたFOMCの議事録が4月18日に公表となったが、その内容の注目点は次の四点である。

第一に、大半の委員が、金融引締めが最終局面に近づいていると考えていたことである。そして何人かの委員が、利上げ効果が経済に波及するまでにタイムラグがあることから、行き

過ぎた利上げの危険性について懸念を表明したことである。

第二に、特に金融引締め最終局面に差し掛かる時点においては、金融政策上の決定が、逐次発表となる経済指標次第であることを、マーケット参加者が十分に認識していないことについて、何人かの委員が懸念を表明したことである。

第三に、「今後利上げが必要になるかもしれない」(some further policy firming may be needed)という表現について、結果的には声明文上には残されたものの、FOMCがさらに何回かの金融引締めが必要であると考えているかのような誤解を与える可能性がある、何人かの委員が懸念したことである。

第四に、「持続的経済成長及び物価の安定」という政策目標を実現するにあたっての、景気及び物価の上振れリスクと下振れリスクがほぼ等しい」としたリスク認識に関する表現は、前回までのFOMCと同様であったが、この点について、表現の変更が必要かどうかの議論がなされたことである。

3月28日公表のFOMCの声明文においては、リスク判断と今後の金融政策の方向性に関する表現が、基本的に前回1月31日のFOMC声明文を踏襲した内容となっていた。しかし、その声明文作成に至るまでの議論を記した議事録は、4月18日に公表された後、それまでのマーケットにおける利上げ継続長期化観測の熱を冷ますこととなった。

振り返ってみると、1月31日のFOMC以降、局面がそれ以前から変わったとも考えられる。即ち05年12月13日のFOMCまでは、先々の金融政策の方向性について、「今後慎重な利上げが必要になるだろう」(some further measured policy firming is likely to be needed)

という表現が用いられた。ところがこの表現は、1月31日のFOMC以降、前述のとおり「今後利上げが必要になるかもしれない」に変更された。つまり、金融緩和状態である故にほぼ自動的に利上げする局面は終わり、景気・物価情勢によって利上げがあるかもしれないし、ないかもしれないという段階に移行したのである。このことは、今回FOMC議事録に記された、「金融政策上の決定が、逐次発表となる経済指標次第である」という表現と整合的である。

では、FFレート誘導水準の着地点はどのくらいの水準になるのだろうか。今回FOMC議事録の発表を受けて、次回5月10日のFOMCでFFレート誘導水準が5.00%となり(+0.25%引き上げ)、そこで利上げは打ち止めになる、との見方が多くなっているが、筆者も大体その辺ではないかと考えている。

雇用・生産が順調に拡大しているうえに、エネルギー価格高騰や資源利用度の上昇によるインフレ圧力には警戒が怠れない。しかし、最近の住宅着工件数・販売戸数の減少は予想外に足早である。利上げ効果が経済に波及するまでには時間的ズレがあり、これまでの利上げの累積効果にも目を向けなければならない。こう考えると、あと一回利上げをして、その後は様子を見ながら、これまでの利上げ効果を見極める、ということになるのではないか。

但し、FOMCの議事録が公表された4月18日以降も、長期金利がほとんど低下していない。その理由としては、主要先進国での過剰流動性の縮小と、イールドカーブのフラットニング修正の動きが考えられる。原油価格が最高値を更新しており、先行きインフレ圧力のリスクも高まっており、その意味で米国長期金利に上昇圧力がかかっているということであろう。

(2006.4.24 現在)