

# 情勢判断

## 海外経済金融

### 利上げ効果の波及度合いが注目される米国経済

永井 敏彦

#### 要旨

- ・ 製造業の投資財生産をはじめ順調に拡大している部門が少ないが、住宅着工件数が大幅に減少しており、景気の拡大ペースはやや緩やかなものになっている。
- ・ これまでエネルギー価格高騰の物価全体への影響は限定的で、コアインフレ率は落ち着いた水準を維持してきた。しかし直近データによれば、コアインフレ率が若干高まった。
- ・ FRBの利上げが最終局面に近づいていることについて異論は少ないが、今後どの程度、どういうタイミングで利上げが実施されるかについては、関係者の見方が分かれている。

#### 景気は順調に拡大しているがペースはやや緩やかに

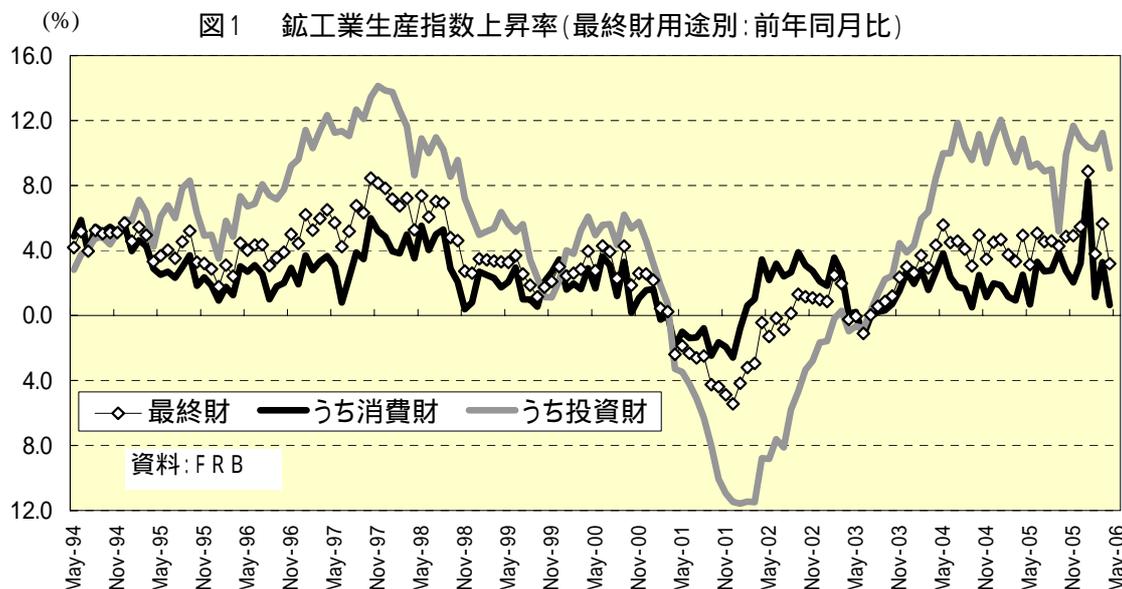
米国景気はおおむね順調な拡大を続けているが、住宅着工件数が大幅に減少するなど、一部陰りがみえている。

06年1-3月期の実質GDP成長率改定値(季節調整済み前期比年率、以下同じ)は、5.3%と前期(05年10-12月)の1.7%を大幅に上回る水準となった。個人消費が5.2%、企業設備投資が13.1%、輸出が14.7%と成長の牽引役になった。但しこの比較的高い成長率は、前期に自動車販売や企業設備投資が落ち込んだ反動という特殊要因によるものである。過去一年ほどの動きを均してみると、3%台半ばと

ほぼ潜在成長率並の成長となっている。

また企業収益の状況は良好であり、主要企業は06年1-3月期に二桁の増益を確保したようである。製造業についてみると、世界経済の堅調な拡大を背景に、アジア等海外事業(輸出や現地生産)が好調であることに加え、国内においても投資財の生産増加率が高水準である(図1)。企業は生産能力増強投資には引き続き慎重である、との見方もあるが、設備稼働率が4月に81.9%と高水準になっており、投資財生産を巡る環境は悪くない。

鉱工業全体を見渡してみると、生産指数は3月に0.8%(季節調整済み前月比)上昇し、対前月での上昇は3ヶ月連続となった。情報処



農林中金総合研究所

理機器の生産が力強い増勢を維持している。

一方好調な企業収益を背景に、雇用も堅調に伸びているが、そのペースはやや緩やかなものになっている。4月の非農業雇用者数(季節調整済み)は、対前月で13万8千人の増加であったが、これは市場参加者の予想をやや下回る水準であった。失業保険新規需給申請者数(週次統計)も、今年1月19日公表分の28万1千人を底に緩やかに上昇しており、5月18日公表分では36万7千人となった(米自治領であるプエルトリコ政府部門の閉鎖という特殊要因が含まれていることには要注意)。

また小売売上高は、4月に0.5%(季節調整済み前月比、以下同じ)増加した。これは価格が高騰しているガソリンの売上増加(4.6%)によるもので、この要因を除くと売上の伸びはほぼゼロであった。自動車や建築資材については、売上高が減少した。エネルギー価格高騰が消費者心理に陰を落としており、ミシガン大の消費者センチメント指数は5月に79.0と、4月の87.4から大幅に低下した。

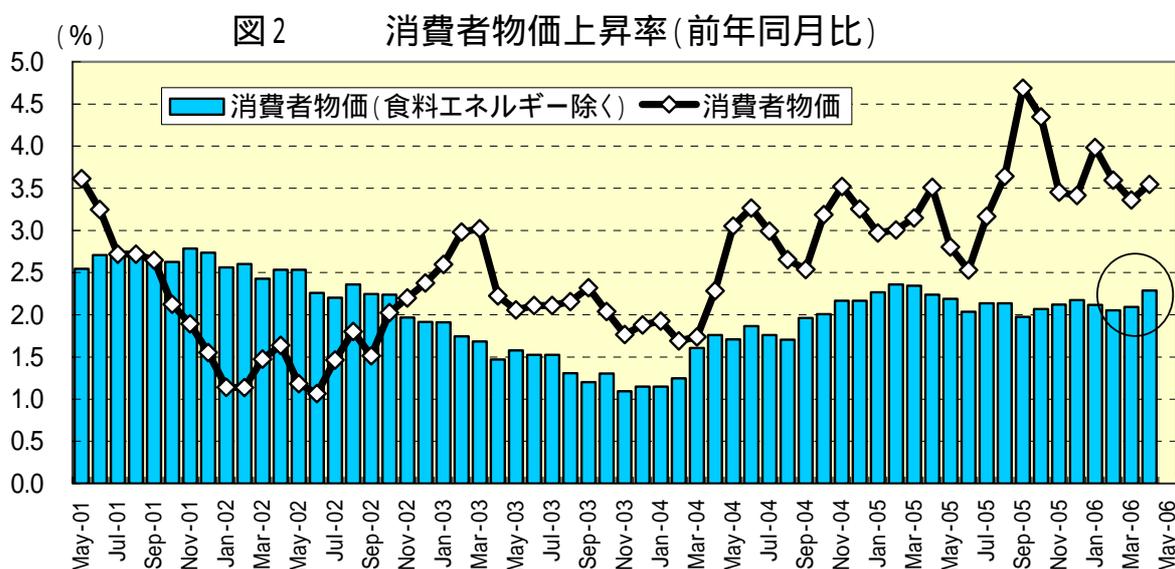
このように景気全般は緩やかに拡大しているが、現在不安材料となっているのは、住宅市場の動向である。住宅着工件数増加率(季節調整済み前月比)は、2月に5.9%、3月に

6.4%、4月に7.4%と3ヶ月連続で減少となった。その背景としては、金利上昇効果があげられる。これまでFRBの利上げ継続にもかかわらず長期金利が上昇しにくい時期が続いたが、3月頃から長期金利、そして住宅ローン金利の上昇傾向が明確になった。

## やや高まったコアインフレ率

昨年8月末に大型ハリケーンがメキシコ湾岸の石油生産・精製施設に被害をもたらし、エネルギー価格が高騰したが、それ以降もコアインフレ率(前年同月比)は2.0~2.1%と、落ち着いた水準を維持していた。それは、多くの企業がエネルギーなど原材料仕入れ価格上昇分をそのまま販売価格値上げという形で転嫁せず、自らの収益力のなかで飲み込んだためである。このような現象が続いた理由は、製品販売が国内外の激しい競争にさらされ値上げが容易ではなかったこと、また企業収益が好調でコスト上昇分を負担する体力があったことである。

但し、インフレ圧力はエネルギー価格高騰だけではない。FRBは05年12月13日のFOMC以降、「資源利用度」という言葉を用いるようになった。FRBはこの言葉の明確な定義を示



農林中金総合研究所

しているわけではないが、資源とは具体的には、設備や労働力のことを指しているとみられる。設備稼働率は4月に81.9%まで上昇し、非農業部門の時間当たり賃金上昇率は4月に4.7%まで上昇しており、いずれも02年から始まった今回景気拡大局面で最も高まった。もちろん賃金上昇が直接企業の労働コストに跳ね返るわけではなく、労働生産性上昇がコスト上昇分を一部吸収している。しかし、製品や労働の需給逼迫がインフレ圧力につながらないかどうか、留意する必要がある局面にさしかかっている。

コアインフレ率の低位安定が維持できるかどうかの議論に一石を投じたのは、4月の消費者物価統計であった。コアインフレ率(前年同月比)は、前述の2.0~2.1%の水準から上離れし2.3%となった(図2)。その要因を個別品目の観点からみると、下落を続けてきた衣料品価格が下げ止まった影響があげられる。

### 難しい局面に入った金融政策

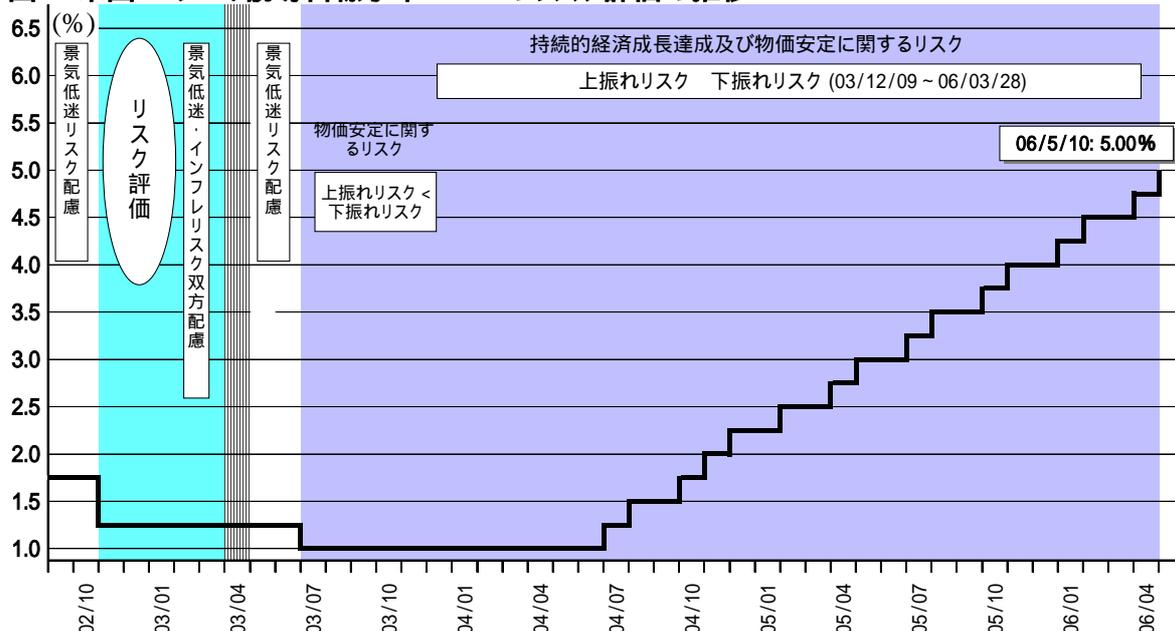
04年6月末より始まったFRBの利上げが最終局面に近づいていることについて、異論は

少ない。このような見方が広まった契機は、4月18日に公表された3月28日のFOMC議事録である。その内容によれば、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、また何人かの委員が、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が、明らかとなった。

次に注目されるのは、4月27日のバーナンキ議長証言の中で、次のような表現があったことである。「FOMCは、経済成長とインフレ双方の先行き見通しを評価するために、逐次発表となる経済指標を精査し続ける。将来のある時点で、仮に持続的経済成長と物価安定という二つの目標を達成するにあたってのリスクが完全にバランスしていなかったとしても、FOMCは経済の先行きを見通すにあたり必要な情報を得る時間を確保するために、一回ないしは数回利上げを休止することを決定するかもしれない。もちろん利上げの休止があっても、その後の利上げ再開の可能性を排除するものではない」。

このバーナンキ証言を受けて、市場参加者

図3 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) 〰〰〰は地政学上の不透明さを背景に評価を留保した時期

農林中金総合研究所

は、6月のFOMCでは利上げ据え置きと早合点した。その後4月29日にCNBCテレビの記者が、バーナンキ議長に市場が議長の発言を正しく受け止めているか質問したところ、議長は「メディアや市場はFRBが利上げを終了しつつあると誤解している」、と回答した。恐らく議長の真意は、「利上げ効果が实体经济に浸透するには、時間がかかる。今後発表となる経済指標は強弱まちまちであろうが、今後の金融政策のスタンスとしては、足下の経済指標そのものよりも、それに基づく経済見通しを重視する」、ということであろう。

その後5月10日にFOMCが開催され、FFレート誘導目標水準が0.25%引き上げられ、5.00%となった(図3)。今回FOMC声明の内容においては、前回3月28日との対比での変更点が少なくなかった。

例えば、経済情勢判断について、今年になり力強く拡大しているという認識に変わりはないが、先々の景気が減速に向かうであろうという見方をより明確にしたことがあげられる。「経済の拡大力は持続可能なペースへと減速するとみている」という文言は、前回よりもはっきりした表現であった。さらに今回はその理由として、住宅市場が徐々に冷え込んでいること、利上げ及びエネルギー価格高騰の経済への波及効果にタイムラグがあること、の二点が付け加えられた。このエネルギー価格高騰の影響が、景気減速見通しの根拠という文脈に入っていたことも、大きな変化である。これまでエネルギー価格高騰はインフレ圧力として、言い換えれば利上げを継続する理由の一つとして認識されていた。

また、今後の金融政策の方向性を示す表現において、“some further policy firming may yet be needed”と、“yet”という単語が挿入され

たことも重要な変更点である。これは、「今後景気が減速に向かうと見通しているが、それでもなお利上げが必要なこともありうる」、という意味である。FRBは声明文の一言一句を丁寧に扱っているはずであるから、何らかの意味があって“yet”という単語を入れたのであろう。但しこれについては、利上げ打ち止め論に対する牽制、景気減速見通しの強調等、解釈が様々である。

このように、追加利上げの可能性に関する関係者の見方は分かれている。但し前述のとおり、4月のコアインフレ率がやや高かったこともあり、少なくともあと一回の利上げはあるだろうとの意見が大勢になっている。しかし利上げ回数やタイミングについては、見方が多様である。

現在FRBは、金融政策上のアクションについて難しい選択を迫られている。利上げ継続によりインフレの勢いを封じ込めたいところであるが、既に住宅市場は冷え込みつつあり、これまでの利上げ累積の経済への波及効果を見極める必要もある。

以上みてきたように、FRBは利上げ効果が实体经济に波及するまでのタイムラグを重視している。今後は利上げの可能性について予断を持たず、随時発表となる経済指標が示す意味を吟味しつつ、利上げ効果が既に経済のどんな分野に現れているかを認識すること、そして今後その効果がどのような広がりをもせるのかについて、シナリオを描くことが肝要であろう。

(2006.5.26 現在)