

### 米国のコアインフレ率の動向と金融政策の先行き

永井 敏彦

#### 要旨

- ・ 米国景気は、企業収益の好調さと設備投資の順調な拡大を背景に底堅い拡大を続けている。しかし一方で、住宅着工・販売の減少など、景気減速の兆候も目立つようになった。また自動車購入など個人消費、雇用の伸びも鈍化している。その原因は、金利上昇効果の波及とエネルギー価格の高騰である。
- ・ エネルギー価格高騰がインフレ圧力として物価安定を脅かしている。しかし企業の仕入れ価格上昇分の小売段階への転嫁は、以前よりは多少進んでいるものの、それほど度合いが大きいわけではない。コアインフレ率が上昇しているが、これについては、帰属家賃の上昇を反映したところが大きい。
- ・ FRBは6月28日のFOMCで、FFレート誘導水準を0.25%引き上げ5.25%とするとの見方が圧倒的である。しかし景気減速の兆しが明らかにならず、インフレ懸念を理由に利上げを続行することは、FRBにとって大変難しい選択である。

#### 目立ち始めた景気減速の兆候

米国の06年1-3月期の実質GDP成長率は5.3% (季調済前期比年率、以下同じ)と、3%台半ばといわれる潜在成長率を優に上回る高い水準を実現した。

特に設備投資増加率は13.1%と、03年から続いている景気拡大局面では、04年4-6月期の13.5%に次いで二番目に高い水準であった。その背景としては、好調な企業収益に加え、財務リストラの効果でバランスシートの状態が良好なこともあり、企業が設備投資に向けた資金が潤沢なことである。

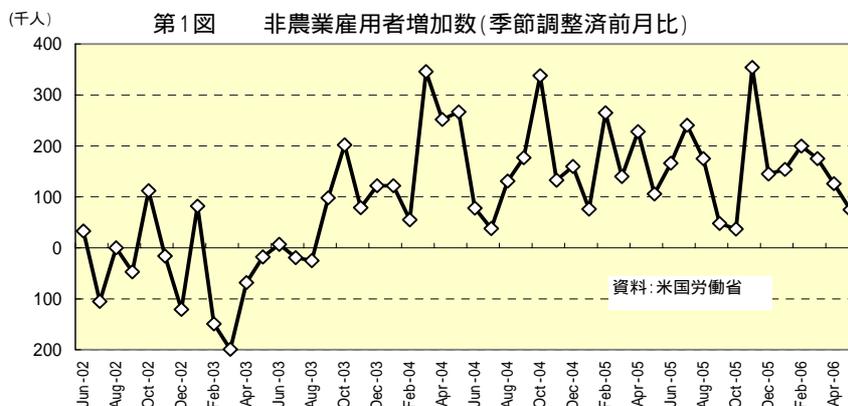
しかし最近では、景気減速の兆候が目立つ

ようになっている。5月の非農業雇用者数は75千人しか増えず(季調済前月比)、増勢の鈍化は3ヶ月連続となった(第1図)。

また住宅着工件数は、5月に195万7千戸(年率換算値)と季調済前月比で5.0%増加したが、2~4月にかけての大幅な減少からのわずかな反動増がみられたに過ぎない。一方住宅販売戸数も、月による多少の変動がみられるが、新築・中古ともに大筋として昨年夏をピークとした減少の歩みを続けている。その結果、未販売の住宅在庫が積みあがっている。

一方、小売売上高もこれまで比較的底堅く推移してきたが、足下では自動車販売や住宅関

第1図 非農業雇用者増加数(季節調整済前月比)



連用品・資材販売が冴えない展開となっている。加えて、企業の景況感を示すISM指数が、5月に製造業・非製造業とも対前月で低下し、耐久財受注額も4、5月と2ヶ月連続で減少した。

このように景気に下

押し圧力がかかっている理由としては、まず金利上昇効果の波及をあげることができる。これは特に、住宅投資の分野ではっきりと現れている。FRBのFFレート誘導水準引き上げが続き、長期金利もこれに押し上げられるように上昇していること、また金利上昇効果がタイムラグをもって現れることから、景気拡大に対する抑制効果はしばらく続くとみられる。次に、エネルギー価格高騰が消費者心理に影を落としていることである。ミシガン大の消費者センチメント指数は6月に82.4となり、5月対比3.3ポイント上昇したが、昨年のハリケーン被害後に回復したピークである12月の91.5からは、かなり低下した水準である。

### コアインフレ率の高まり

5月の消費者物価上昇率(前年同月比)は4.2%と、エネルギー価格高騰の影響を受けて、昨年秋にハリケーンの影響で跳ね上がった水準(9月:4.7%、10月:4.3%)に近づいた。それに加えて最近注目されているのは、FRBが金融政策運営上注視している食料・エネルギーを除いた消費者物価指数上昇率(前年同月比)、いわゆるコアインフレ率が上昇力を高めていることである。コアインフレ率は、昨年6月から今年3月にかけて、おおむね2.0~2.1%と落ち着いた水準を維持してきたが、4月に

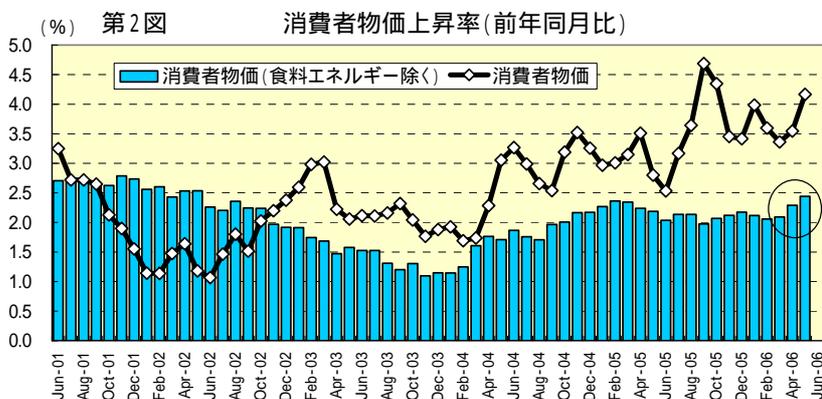
2.3%、5月に2.4%と徐々に頭を持ち上げるような形になってきた(第2図)。

この動きについて、バーナンキ議長がかなり気にしていることが、6月5日の国際通貨会議での発言における次の表現からわかる。「コアインフレ率を3ヶ月前対比年率換算すると3.2%、6ヶ月前対比年率換算すると2.8%になる」。つまり、この時点で公表されていた直近4月のコアインフレ率は、前年同月比で2.3%であったが、最近時点になるほど瞬間風速が強くなっていることを警戒していたのである。

昨年来、FRBはインフレ率について、インフレ圧力・圧力の波及度・長期的インフレ期待の三つの要素で説明してきた。即ち、エネルギー価格高騰及び資源利用度上昇(設備稼働率上昇と失業率低下)がインフレ圧力として作用したものの、企業が投入コスト上昇分を小売段階の価格にさほど転嫁しておらず、長期的インフレ期待も落ち着いている、という説明を繰り返してきた。さらに言えば、米国内外での企業間競争の激しさから価格転嫁は難しく、企業収益が好調であったことから、コスト上昇分を企業が負担していた。またFRBが利上げ継続姿勢を明確に示すことにより、インフレ期待が抑制されている、ということであった。

では、最近になってこうしたコアインフレ率安定の構造が変化したのであるか。6月14日に公表されたページ

ブック(地区連銀経済報告)では、次のような説明があった。「エネルギー価格高騰が製造業のコストを高めているが、小売段階への転嫁の度合いは弱いものである。価格転嫁の状況



はまちまちであるが、前回報告(4月26日)と比較するとやや進んだ。また前述のバーナンキ議長発言では、「ある調査によれば、ここ数ヶ月の間に長期的インフレ期待はジリジリと高くなった」。これらの見方から判断すると、FRBはコアインフレ率安定の構造が、ここ数ヶ月の間に以前ほど磐石なものではなくなった、とみているようだ。

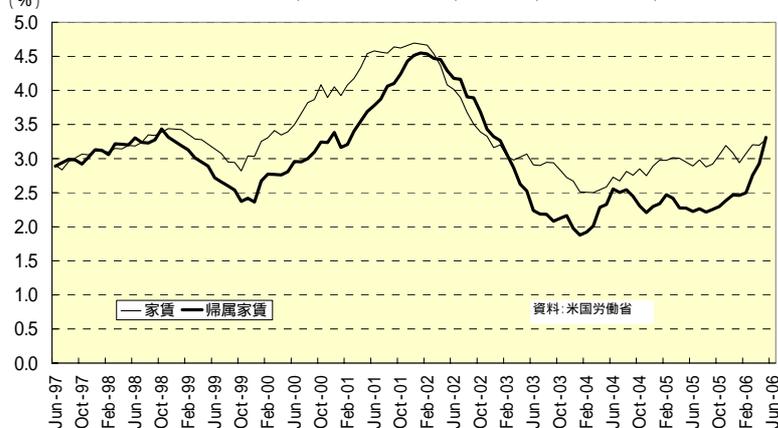
そこで、コアインフレ率が高まった要因について掘り下げてみたい。ここ数ヶ月の間、消費者物価指数構成上23%と大きな割合を占める帰属家賃が、上昇度合いを高めている(第3図)。帰属家賃の意味と、それが消費者物価指数の構成項目になっている理由は、以下のとおりである。

住宅購入は資産が現金から住宅に変わった

だけであり、金融資産購入と同様投資として扱われるため、住宅価格は消費者物価指数には反映されない。しかし、賃貸住宅居住者が居住サービスを消費しているのに、自己住宅保有者が同様のサービスを受していないと考えることはできない。そこで自己住宅保有者は、居住サービスを提供すると同時に、自らそれを消費していると仮定する。このサービスが帰属家賃であるが、これはあくまで想定の数値であり、個人所得統計上の帰属家賃収入と両建てで増加するため、自己住宅保有者のネット支払負担が増加するわけではない。なお帰属家賃は、実際の家賃市場の動向等から推計されるもので、第3図によれば、若干の遅行性はあるが、ほぼ同様の動きを示している。

この帰属家賃が最近上昇した理由について、

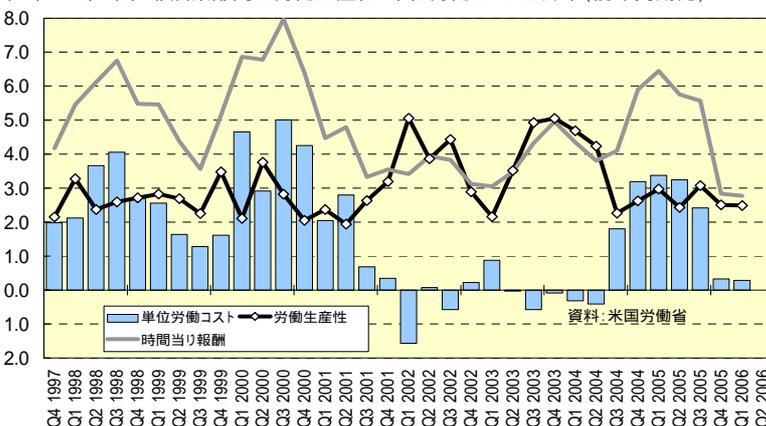
第3図 消費者物価(家賃と帰属家賃)上昇率(前年同月比)



明確なことはわからないが、第3図から推測すれば、単に景気遅行的な動きをしているのかもしれない。

ところで、コアインフレ率の先行きを見通すにあたり参考になる一つの指標は、単位労働コストであるが、これは一単位の財・サービスを生産するのに必要なコストである。この単位労働コスト上昇率が05年10-12月期以降、かなり上昇率を弱めた(第4図)。これは労働生産性が2%台と安定した上昇を維持する一方で、時間当たり報酬の上昇率が鈍化したためである。賃金上昇率はジリジリ高まっているが、福利厚生費上昇率が落ち着くようになったからで

第4図 非農業部門の労働生産性・単位労働コスト上昇率(前年同期比)



ある。過去 10 年以上の統計を概観すると、単位労働コスト(前期比年率)が 2%以内の場合、コアインフレ率は高まる動きをほとんどみせていない。従って少なくともこの点は、物価の安定要因になっている。

## 景気・インフレと二つのリスクの間で難しい舵取りが求められる金融政策

FRBの金融政策の先行きに関する示唆の内容は、4月から5月にかけて変化した。

3月28日に開催されたFOMCの議事録(4月18日公表)では、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ため、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。そして4月27日のバーナンキ議長証言では、「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」、という表現があった。

しかし、5月10日に開催されたFOMCの議事録(5月31日公表)では、景気減速リスクについても触れられていたが、コアインフレ率が想定よりも高くなっていること、国際商品市況の高騰・ドル安の動き・インフレ期待の高まり、資源利用度の上昇などインフレ懸念に関する内容が前面に押し出されていた。

また6月5日の国際通貨会議で、バーナンキ議長は経済動向について、「中期的なインフレ見通しを特に注視する」と述べ、景気減速よりもインフレを警戒する姿勢を示した。

こうした一連の動きにより、6月28日のFOMCでFRBがFFレート誘導水準を0.25%引き上げ5.25%とする見方が大勢となっている。問題は、FRBがその次の8月8日にどのような対応をとるかであるが、利上げ続行・打ち止めと市

場関係者の見方は分かれている。

利上げ続行派の論拠は、5月10日のFOMC議事録に記されていたとおり、インフレ懸念の材料が多い現状では、現在の金利がまだ低すぎるといえる。

これに対して利上げ打ち止め派は、利上げ効果の経済への波及はタイムラグを伴うもので、これ以上の利上げは景気を冷え込ませるリスクを高める、また帰属家賃上昇をもってインフレが加速しているとみるのは早計、単位労働コストが安定している、と主張している。

ここで注意しておきたいのは、株価の動きである。現時点での株価は、例えばS & P500 やNASDAQでみると、最初に利上げ打ち止め示唆があり大幅な上昇の起点となった4月18日の水準を、かなり下回っている。つまり現在の株価水準は、利上げ打ち止め観測を材料に上がりすぎた分の調整を超えて、下落した状態にある。つまり市場参加者が、FRBの利上げ打ち止め時期の不透明性、またそのことが景気を予想以上に冷え込ませるリスクを感じ取っている、ということであろう。

このように現在FRBの金融政策は、景気減速とインフレ高進という二つのリスクの間で、難しい舵取りが求められている。現局面で大切なことは、インフレ指標に関する詳細な分析であろう。どのような要因が物価を押し上げているのか、国際商品市況の高騰は大筋の流れとして既にピークアウトしたと判断するかどうか、価格転嫁力はどの程度のものか等、多方面からのアプローチが必要になるであろう。

(2006.6.26 現在)