

早期利下げ局面入りの可能性と景気の先行き

渡部 喜智

要 旨

市場の大勢は9月FOMCの追加利上げを想定していないだけでなく、早期の政策金利引き下げ観測も広がり始めた。

現状において住宅関連需要の冷え込み以外に目立った景気の変調が生じているわけではなく、原油等のコストプッシュ要因の波及も消えてはいないが、過去との比較から「景気先行指数」の動向を見ると、意外に早い時期に利下げ局面入りする可能性もある。

9月の追加利上げ予想は大きく低下

8月8日の連邦公開市場委員会(FOMC)においては、政策金利であるフェデラルファンドレート誘導目標(以下FFレート)を5.25%に据え置く提案に対し、FOMCメンバー(現在10人)中、リッチモンド連銀のラッカー総裁のみが0.25%の利上げを主張、9対1で据え置きが決定された。

このFOMCの声明文における政策判断の基本文は前回(6月29日)とほぼ同内容であり、引き続きインフレ・リスクにも言及。追加利上げの可能性について、いわば保険を掛けた形にはなっているものの、その後、景気減速傾向を示す経済指標の発表が多く、利上げ観測は後退。

FFレート(2限月)先物利回りによって試算すると、足元の利上げ確率は10%台に下がり推移している(図1)。

さらに、「長期金利(財務省証券10年物利回り) = 」が一段と低下し足元で4.8%割れとなる一方、

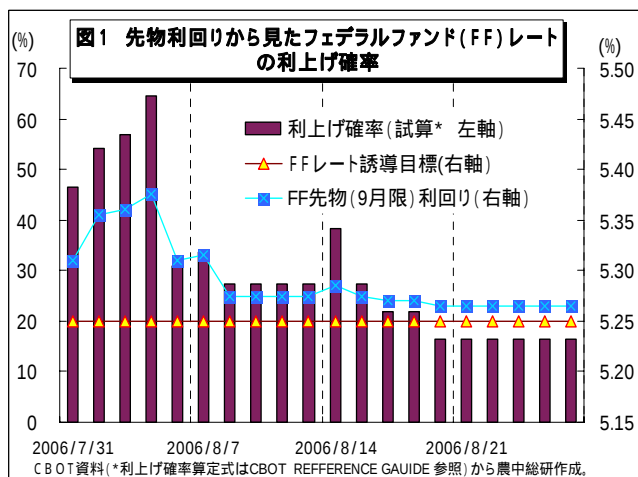
「FFレート = 」が5.25%であることから、- の差である長短金利スプレッドは▲0.45%超のマイナス(長短逆転)となっている。これは、金利循環の観測に従えば、短期金利 = FFレートの先安(低下)を織り込んだものと言える。

このような市場参加者の反応に対し、連銀関係者からは、けん制とも取れるインフレ警戒のコメント等が出されている。連銀としては、まだまだインフレ・リスクを度外視して市場が走り出すことを抑えるハンドリングをしておく段階という認識と思われるが、市場には早くも利下げへの政策転換への期待感が高まっている。

果たして、景気減速によってインフレ圧力が緩和(後退)に向かい、追加利上げの停止(終局)から早期の利下げ局面入りは訪れるのだろうか。

景気先行指数から見た先行き

足元で景気減速指標の一番手にあるのは、本誌先月号で既報のとおり、住宅関連の需要。7月データまでは、それまでのFFレートの引き上げを受けてモーゲージ金利が上昇していたことから、7月住宅着工件数は前年比▲13%減とマイナス幅を拡大。住宅(新築・中古の合計)販売戸数も6月に前年比▲9%減となったのに続き、7月も▲13%減となった。また、住宅販売の落ち込みなどを受けて、家具・建築資材などの小売売上も一時のような勢いが無くなっている。



ちなみに、06年4～6月期の実質GDP成長率は潜在成長力水準を割り込む前期比年率+2.5%にスローダウン。ただし、内容的に民間住宅投資は3四半期連続のマイナス成長となったが、個人消費や設備投資の成長率低下は、前期(1～3月期)が高い成長率だった反動の面もある。足元において住宅関連需要などには既に落ち込みが現れているが、インフレ状況を含めた実態経済に明らかな変化の広がりが見られるわけではない。

したがって、金融政策の先行きを考えるためには、実態経済についても少しでも先行きを、先行指標などを手がかりに考えることが重要だろう。

そこで、代表的な景気先行指標としてカンファレンス・ボード(CB)が発表している「景気先行指数」がある。発表時点でのマーケットインパクトは必ずしも大きくないが、その動向とFFレートの関係について見てみよう(図2)。CBの景気先行指数は、景気に対して先行性を有する実態経済指標として住宅着工許可件数や(実質)非国防資本財受注など7指標、同じく金融指標として長短金利スブッド、S & P 500株価指数など3指標の合計10指標を合成したものの。

単月での変動の影響を除くため6ヶ月移動平均に加工し、その月間変化(差)を見ると、すでに今回も5月から3ヶ月連続で低下している。その低下に影響している実態経済指標としては前述の住宅着工許可件数のほかに、設備投資関連の非国防資本財受注や雇用関連の新規失業保険申請件数なども影響している。

成長減速でインフレ圧力緩和し、利下げ可能な環境へと動くか

このように実体経済の先行指標の幾つかから見て、景気は先行き減速の方向に進んで行く可能性は大きい。

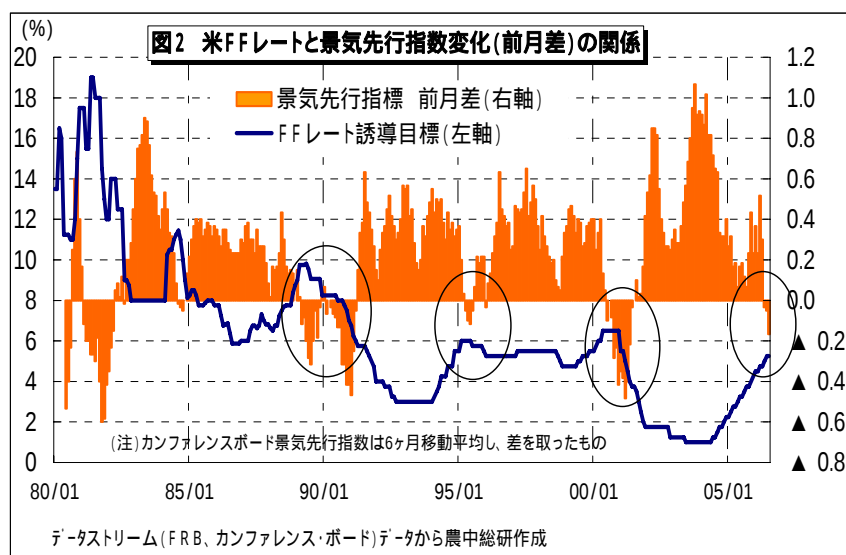
また、過去の利下げ開始局面と比較すると、CBの先行指数が連続して低下し始めて4ヶ月から遅くとも7ヶ月後に利下げが行われ始めていたことがわかる(図2 参考を参照)。

当総研見通し(本誌別稿参照)では、このような成長減速に伴うインフレ圧力の緩和状況を踏まえながら、FRBは07年早々から利下げモードに入ると予想する。ただし、利下げシナリオに課題があるとすれば、原油

価格の先高感がどの程度後退するかなど、国際商品市況の水準である。

一方、景気(成長)は小幅なグロース・リセッションの範囲の調整にとどまると予想していることから、利下げも慎重なペースで進められていくと考える。なお、長期金利が低下し住宅貸付(モーゲージ)金利も下がっていることから、住宅ローン申請件数は8月以降下げ止まっており、住宅関連市場が大幅な調整に突入する可能性は低いと見ている。

(2006.8.28 現在)



(参考) グリーンスパン以後の利上げ休止から利下げまでの滞空期間

ピーク到達		利下げ開始		ピーク滞空期間	景気先行指数の低下状況
年月	金利水準	年月	利下げ幅		
1989年5月	9.8125	1989年6月	▲ 0.25	1	4ヶ月連続
1995年2月	6.00	1995年7月	▲ 0.25	5	4ヶ月連続
2000年5月	4.50	2001年1月	▲ 1.00	8	5(7)ヶ月

(注) 継続的利上げ以外は除く。景気先行指数の低下状況の括弧内は横ばいを含んだもの