

利下げへの転換を促す材料は今後増えていくと予想

渡部 喜智

要 旨

9月20日のFOMCでは、事前予想どおり政策金利が5.25%に据え置かれたが、市場はさらに年明け以降の利下げを視野に置き始めた。このような市場の観測と同様に筆者も先行きの成長減速の進行のもとインフレ圧力も緩和に向かい、利下げへの環境が整うという見解であり、FRBにとってもインフレの状況を見ながら景気失速の予防的対応を取ることが課題になると考える。

政策金利据え置きはノーサプライズ

9月20日開催の連邦公開市場委員会(FOMC)では、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(以下FFレート)誘導目標が8月に続き5.25%に据え置かれた(採決はFOMCメンバー11人中、リッチモンド連銀のラッカー総裁のみが前回同様に利上げを主張して反対)。

景気減速を示す経済指標に市場は以前から反応しており、FFレート(2限月)先物利回りによって試算されるFFレートの利上げ確率は一桁台に低下して推移。また、エコノミスト(Bloomberg社集計)の事前予想でも例外なく据え置き予想となっており、この据え置き決定にサプライズはなかった。

成長減速観測の広がり

FFレート先物の利回りから見ると、市場参加者は、年内はこのまま利上げ停止が続いた後、07年の年明け以降、FRBの利下げへの政策転換を読み込

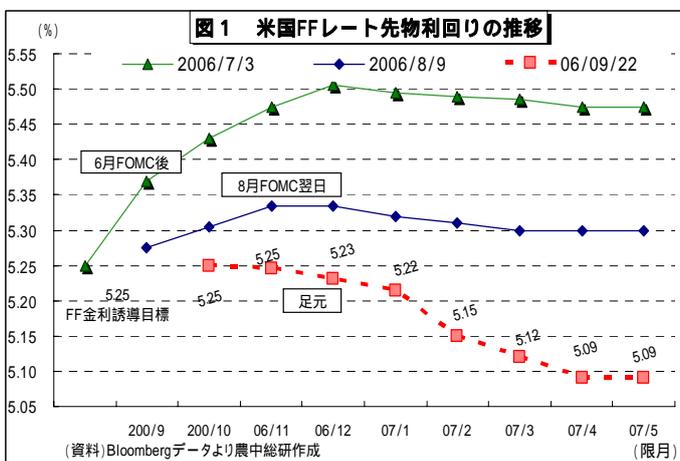
み始めている(図1)。8月中旬までは期先のFFレート先物の利回り水準から見て、市場参加者の追加利上げ予想が少なからず残っていたが、8月後半から利回り曲線は横ばい形状に変化。さらに限月が先に行くにつれて徐々に利回りは低下し、07年年明け以降利下げを織り込む動きとなっている。

利下げを展望するのは尚早と主張するエコノミストもあり、連銀関係者も前述のような追加利上げ派を含め慎重な対応姿勢を維持するだろうが、市場の観測と同じように、成長減速が進行するなか商品市況がピークアウトしたと相まって、インフレ懸念も後退し、遅くとも来年の年明け以降は利下げへの環境が整うだろうというのが筆者の基本的見解である。以下では、このような市場の観測を景気とインフレの両面から検討する。

まず景気については、住宅関連の需要減少から波及した成長減速の観測が広がりを見せている。

例えば、全米企業エコノミスト協会(NABE)は実質GDP成長見通しを引き下げた。

前回(5月)の予想では、7~9月期(前期比年率、以下同じ): +3.1%、10~12月期: +3%の成長率予想だったが、9月11日の改訂では06年下半期の成長率予想が+2.6%に引き下げられた。また、同じく07年見通しも前回は+3.1%の成長率予想だったが、今回の改訂で2.7%に引き下げられた。企業の設備投資は受注状況から見て年末頃まで堅調を維持するだ



ろうが、エネルギーの物価上昇と政策金利引き上げの累積効果、および住宅ブーム収束、加えてビッグ・スリーの国内自動車販売の不振等によって消費者の購買態度が慎重化しGDPの7割超を占める個人消費が減速せざるをえないことが、全体の成長率も低下させる要因になるだろうという見方である。

足元の7~9月期出だしの7月の実質個人消費は前月比+0.5%の高い伸びとなり、当期のGDPを下支えする期待もあるが、物価上昇率を差し引いた実質賃金の前月比はマイナスに転じており、消費の伸びにも陰りが出てくるのが懸念される。

また、9月6日に公表された8月の「ページブック(地区連銀報告)」では12地区中、5地区(Boston, New York, Philadelphia, Kansas City, Dallas)から、景気は堅調としながらも成長減速が報告されている。

さらに本誌前月号で注目した景気先行指数の8月分(9月21日公表)は、前月比0.2%低下(7月も0.2%低下)。同指数を構成する10指標のうち、7指数が景気に対しマイナスとなった。

景気失速の予防に政策ポイントはシフト

それでは物価環境、インフレ予想はどうか。

足元では「自然失業率(NAIRU)」を下回る水準に完全失業率が低下し、前述のページブックでも労働逼迫による賃金上昇懸念が表明されている。実際のところ、足元で労働生産性が低下する一方、単位労働コストは上昇しており、企業の収益性との関係で見た雇用コスト負担は重くなっている。

しかし、3%台半ば(議会予算局は3.3%と試算)の潜在成長力水準を下回る水準に先行き成長が減速するなかで、労働需要も鈍化していきだろう。労働需給の逼迫には熟練スキルと地域間のミスマッチの問題もあるが、マクロ的に「失業者+就業可能な求職活動停止者」の合計者から見た利用可能な労働供給力も過去の景気拡大期と比べて現状、決して低くない。すでに失業率も底を打った気配があり、賃金の引き上げ圧力が一段と強まる可能性は小さいのではなかろうか(図2)。

また、緩和への転換をはかるに当たってFRBが注意しなければならないのが、インフレ予想への影響である。インフレ予想が高い状態のなかで利下げを行うことは、当局からの誤ったメッセージとなり景気過熱を導きかねないが、ミシガン大学・消費者サーベイのCPI変化(先行き1年)予想は実際のCPI上昇率に比べ落ち着いて推移してきたし、足元でインフレ予想は上昇の天井をつけて反落している。

また、生産者物価(PPI)は8月に前月比+0.1%の上昇にとどまったが、その先行指標となるCRB指数(スポット)も調整傾向にあり、先行き原材料コスト低下による最終製品の製造コスト低下の波及も期待できよう。FRBが注目するPCEコア・デフレーター(7月)の前年比上昇率は目安となる2%を超え2.4%となっているが、前月比年率ベースでは加速がピークアウトし7月は1.7%となった。今後、前述のような物価環境やインフレ予想のもと前年比ベースの上昇率も低下に向かうと考える。

今日高い評価を得ている前々任者のボルカー、前任のグリーンズパンでさえ、各々就任当初の利上げ過程では景気のオーバーキルの指摘を受けた。一方、潜在成長力の高まった今日の米国経済においては金融緩和へのハードルは低くなっている。バーナンキ議長が先達の教訓を活かし如何なる判断をするか。金融政策のリスクがインフレから景気失速に移行し予防的に利下げに入る材料は増えていくと考える。(2006.9.25現在)

