

米国経済の軟着陸シナリオ材料が増し、利下げ観測は後退

渡部 喜智

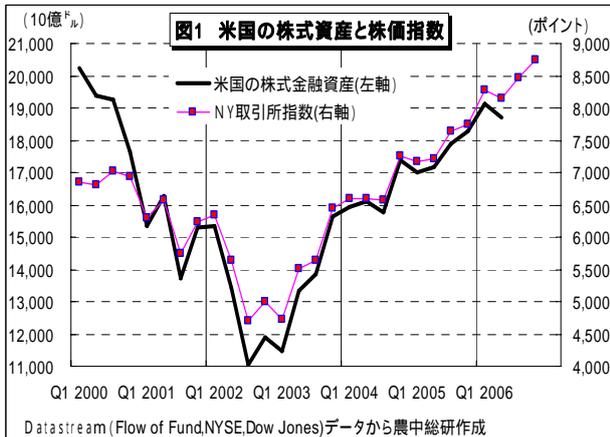
要旨

10月中旬から米国経済の軟着陸シナリオを支える材料が増し利下げ観測は後退、金融政策への見方は振り出しに戻った。FRBにとっても景気とインフレについて注視できる時間的余裕が出来た。FFレートが現状水準で滞空する時間が延びた可能性が大きくなったと考えられ、当面は商品市況を含むインフレと景気(成長減速の程度)を慎重に見ていくことが肝要だろう。

10月中旬から軟着陸シナリオ材料増す

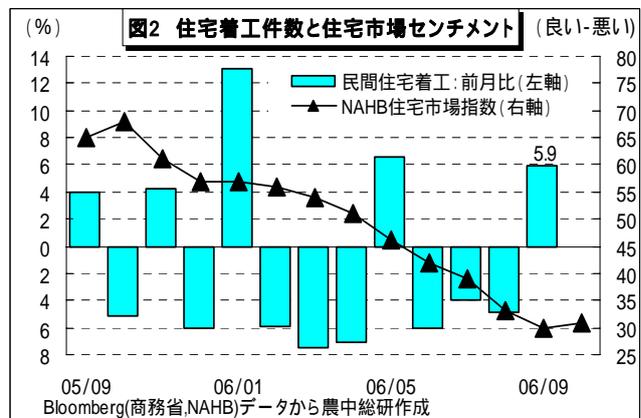
10月中旬以降、米国の経済・金融に生じた変化ないし判明した指標には、成長の減速基調という基本的な見方を覆すほどの力こそなかったが、景気の急速な悪化とインフレ懸念の並存という最悪シナリオの可能性は後退。成長は減速するもののインフレ圧力も緩和し軟着陸に向かうという期待が増す流れとなった。すなわち、

米国株価はダウが12,000ドル台に到達するなど主要大型銘柄を先頭に上昇。家計の株式資産の増加を通じ、消費者センチメント好転に寄与



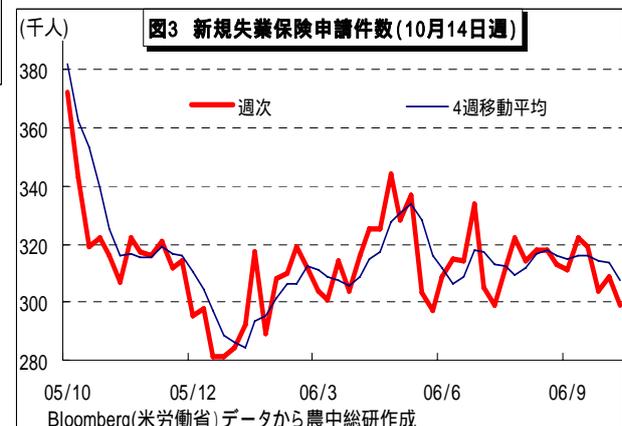
たこと(図1) ,

9月住宅着工戸数が4ヵ月ぶりに前月比増加するとともに住宅業者のセンチメント(全米ホームビルダー協会指数)も約1年ぶりに小幅ながら反転し、住宅市場に関する底入れ観測が浮上したこと(図2) ,

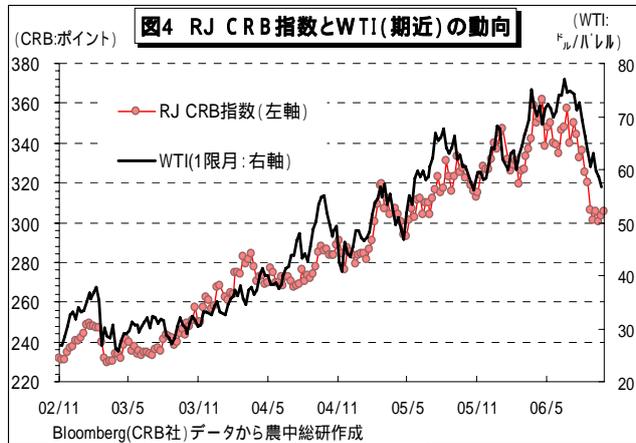


10月初め発表の9月非農業部門雇用者数は前月比5.1万人増にとどまったが、新規失業保険受給申請件数が10月14日週に12週ぶりに30万人割れ(299千人)に減少。雇用悪化にも歯止めがなかったのではないかと観測が出てきたこと(図3) ,

原油価格(WTI)は OPEC 減産観測(結局、10月19日ドーハで日量120万バレル減産に合意)



が強まったにもかかわらず、下落傾向が継続し60ドル/バレル割れで推移。穀物市況などを除けば、国際商品市況は高値圏にあるものの、概ね落ち着いていることなどである(図4)。



これらは、～については景気後退への不安を緩和する要因になる一方、はコストプッシュ・インフレ進行の要素の一つ後退させる結果となった。

なお、景気先行指数の9月分(10月19日公表)は、三ヵ月ぶりに前月比+0.1%と反転した。ただし、10指標中、上昇、下降は半々である。

10月中旬以降、早期利下げ観測は後退

その結果、前述のような軟着陸シナリオ材料が増えるなか、政策金利への思惑も変化を見せた。

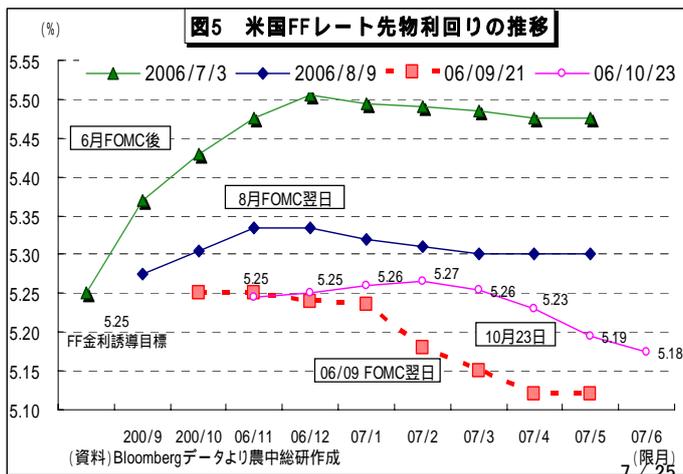
10月初旬は、9月非農業部門雇用者の増加数が予想外の下振れ(予想コンセンサス12.0万人に対し、結果は5.1万人)や代表的企業センチメント調査であるISM(全米供給管理協会)景況感指数が製造業で2ヵ月連続、非製造業も2ヵ月ぶりに低下。

成長減速の方向性が強まったとの見方から、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)の先物利回りは一段低下し、下方シフトした。

しかし、中旬以降に軟着陸シナリオへの見方が増したことにより、FFレート先物利回りは先行き半年以上、現状の誘導目標(5.25%)近辺に再上昇。まさに振り出しに戻った感がある(10月23日現在:図5)。

なお、9月下旬から10月初旬にかけて、米国財務省証券10年物利回りが4.6%を下回るところまで低下したが、この水準は、需給など市場内要因を別とすれば、経済ファンダメンタルズ的には、景気後退入りと物価上昇率の低下の先行きを相当に織り込んだ水準、いわば過剰期待によって債券が買われたものと思われる。

以上、軟着陸シナリオを支える材料が増したことにより、連邦準備制度理事会(Fed)にとっては、景気とインフレについて状況をじっくり注視できる時間的余裕が出来た。本誌で先月想定していたより、現行の政策金利水準のままでも推移する滞空時間が先に延びる材料が増えたことは確かである。利下げ観測も仕切りなおしである。ただし、市場には追加利上げの可能性が再び出てきたとの主張もあるが、筆者はそこまで状況が戻ったとは考えていない。当面は成長減速基調のもとで、エネルギーと食料品を除くコア・インフレの低下の兆しが広がっていくか、の可否が、米国経済を見る上での焦点であることに変わりはない、と考える。以下で先行きについて検討したい。



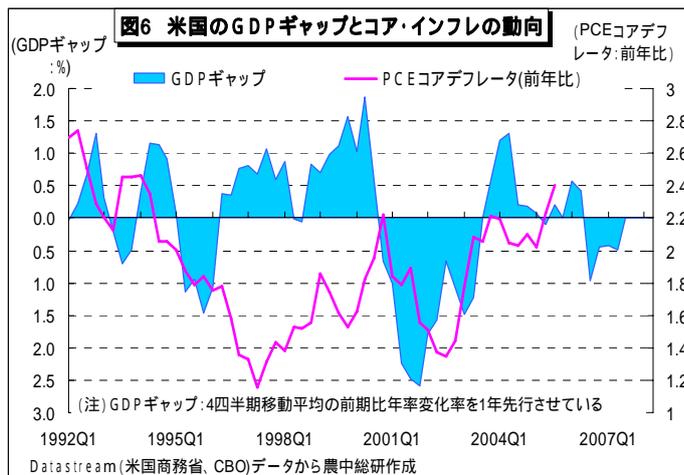
7～9月期以降も成長減速の観測

本誌発刊時には7～9月期実質GDP成長率(速報)は既に発表(10月27日)されていることになるが、10月23日現在のエコノミストの予想コンセンサスは前期比(年率)+2.1%である。4～6月期(確定値)の+2.6%から成長が減速するという予想である。

さらに、Bloomberg社の集計によれば、今期(10～12月期)以降も先行き1年は+2.6%が成

長率予想の中心値となっており、基本的に成長減速という評価になるだろう。

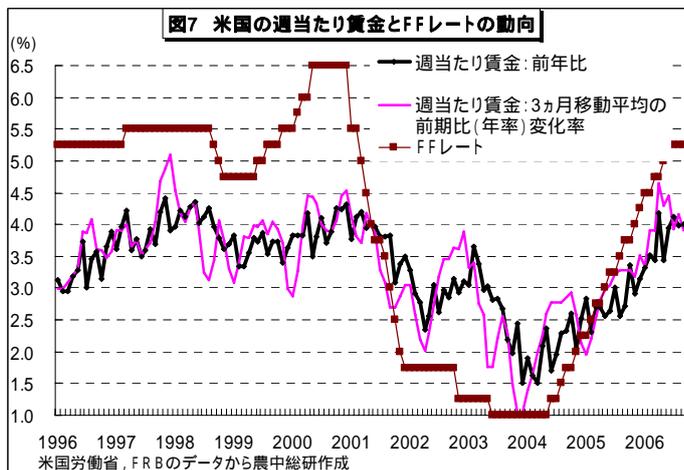
このGDP成長率の足元の実績および先行き予想を、潜在成長力(議会予算局の06年8月推計:3.1%)と比べると、2003年以降、GDP成長率の基調は潜在成長力を上回って推移してきたが、今年2四半期以降は小幅下回ることになり、インフレ圧力を緩和する方向に働いて来るだろう(図6)。



成長減速下、インフレ圧力も緩和方向と予想

また、インフレ圧力の重要な要素であり景気の遅行指標である賃金上昇においても、足元で製造業を中心に伸びの鈍化の兆しが見られる。

地区連銀報告(ページュ・ブック)では、一部地域の一般建設業を含む専門的・熟練サービス労働者の不足を指摘。これらの職種の賃金はなお高い伸びを持続しており、それが押し上げ要因となって労働者全体の前年比伸び率は4%増と現状高い水



準にある。しかし、四半期ベースの前期比変化率で見ると、春先の4月の4.6%増をピークに9月は3.9%増に低下。製造業では1%台前半まで低下している。

先行き非農業部門雇用者数がどの程度で推移するか、透明さが残るが、前述のような成長水準の減速が持続すれば、雇用者増加のペースも減速し、賃金上昇圧力も緩和に向かうと考える(図7)。

また、インフレ予想についても、ミシガン大学・消費者サーベイの消費者物価(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。生産者物価(PPI)や消費者物価のエネルギーと食料を除いたコア指数の前月比上昇率の低下は現在のところ事前予想よりも小さいが、CRB指数の調整傾向が定着すれば、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。

しかし、成長の急激な悪化への歯止めがいくつかの要因によってかかった一方、PCEデフレーターやCPIに示されるインフレ上昇率が目立って低下し、FRBが目途としていると言われる2%を下回るには、少し時間を要するだろう。

連銀関係者のコメントでもインフレへの慎重な対応姿勢を維持することが表明されており、市場参加者の利下げ観測も振り出しに戻っている。

先行き米国の金融政策が緩和に向かうという見解について今のところ変更はないが、現状の政策スタンスが当面継続し、FFレートがこのままで滞空する時間が延びた可能性は否定できないことから、商品市況を含むインフレと景気(成長減速の程度)を慎重に見ていくことが肝要だろう。

(2006.10.23 現在)