

利下げ期待が後退，当面は現状維持がベースシナリオ

渡部 喜智

要 旨

年明け以降の強めの経済指標発表などから，米国経済の失速懸念が薄らぎ利下げ期待は後退した。当面はインフレ・リスク重視のもとFRBは現状の政策金利を維持すると予想され，利下げ期待に沿う投資は慎重を期すべきだろう。ただし，企業の設備投資等には不透明感もあり，利下げの可能性は残ると考える。

米国経済の景気失速懸念は後退

07年の年明け以降，強めの経済指標の発表や原油などの国際商品市況の下落を受け，景気失速懸念は薄らぎ軟着陸観測を強める結果となった。

代表的な強めの指標として，06年12月非農業部門雇用者数が16.7万人増加したことがあげられる。10～12月移動平均でも13.6万人の増加に持ち直した。この増加数自体には下方修正が可能性はあるものの，新規失業保険申請件数が減少し求人（インターネット）指数は高水準にある。また，賃金上昇率も全体で前年比4%台の増加ペースを持続している。このように雇用環境の安心感の強まりは，個人消費の先行き動向を占ううえでのポジティブな材料であり，ミシガン大学消費者信頼感指数など消費者マインドも上昇している。

実際のところ，小売売上高は11月の前月比0.6%増に続き12月も同0.9%増と年末商戦は堅調を保った。

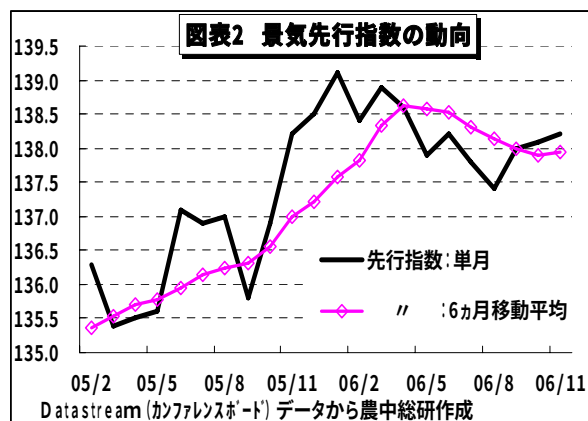
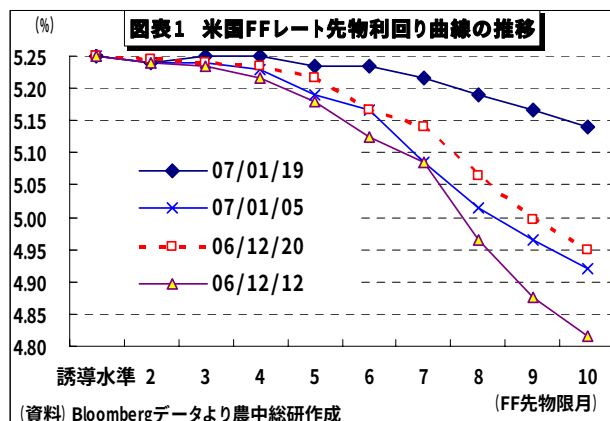
加えて，原油市況（WTI期近物・終値）が在庫水準の高止まり等から1バレル＝50ドル台に低下。これ

を受けエネルギーコスト減少から家計の実質購買力が高まるとともに，企業業績にもプラス効果が期待されている。

住宅投資の先行き見通しにはなお強弱観が交錯するが，06年12月の新築住宅着工は前月の年率換算157万戸から同164万戸へ回復した。金利と住宅価格の安定化から全米不動産協会「住宅取得能力指数」が上昇するとともに，全米ホームビルダー協会の住宅市場指数も再反発しており，今年半には住宅需要に底入れ感が明確になっていくと見ている。

以上のように景気の先行きに安心感が広がったことを受け，年央以降の利下げの可能性を織り込む動きを見せていたフェデラルファンド・レート先物（以下FFレート先物）の利回り曲線は反転・上昇し，市場の利下げ観測は萎んでいる（図表1）。一方，株式相場は年明け以降，ダウ，ナスダック総合など主要指数が史上最高値を更新している。

また，景気先行指数のうえからも，景気失速リスクは小さくなっていると言える。



カンファレンス・ボードの景気先行指数(10指標の合成指数)は、06年半ばから住宅着工件数の減少継続などを受け低下傾向で推移。同指数の6ヵ月移動平均の前月差も06年5月以降、小幅ながらマイナスが継続した。この先行指数の低下は経験則として成長減速に先行するものとして捉えられるが、11月分の6ヵ月移動平均の前月差が6ヵ月ぶりに反転し1月22日発表の12月分もプラスとなる可能性が強い(図表2)。

企業の投資活動の先行きにはなお不透明感

以上のように、個人消費の堅調とそのバックボーンとなる雇用環境の好転基調は、米国経済の成長減速に歯止めをかけ下支えする期待を高めている。しかし、成長減速の期間と程度に影響を与える重要な要因として企業の設備投資と在庫投資には引き続き注目する必要であろう。

企業設備投資の先行指標である航空機を除く非国防資本財受注(名目)が10月に前月比▲4.0%減となったのに続き、11月も同▲1.1%減となった。資本財受注の変動性が高いことから、GDPの企業設備投資との先行しながらの連動性を把握しにくいところがあるが、資本財受注の2四半期平均を1四半期先行したものとGDPの企業設備投資の両指標の過去の動きを見ると、資本財受注の低調に遅れて企業設備投資の伸びが鈍化するリスクがあることが観察される(図表3)。

また、企業在庫も06年9月から3ヵ月連続で在庫増加率が売上増加率を上回り在庫率が小幅上昇し

ている。在庫調整にまでは至らないとしても在庫投資のスロ・ダウンの可能性はあるだろう。

利下げの可能性は低くなったが・・・

F R Bが1月17日発表の「地区連銀報告」(ベージュブック)は地区連銀12地区の多くで年末緩やかな成長が続いたと指摘。かつ専門的・熟練労働者の不足など労働市場の逼迫を述べており、労働コスト増加によるコストプッシュへの警戒感を示している。

景気失速懸念が薄らいだことから、インフレ・リスク重視のF R Bが当面、現状政策金利を変える可能性は小さいと考えることが金利予測のベース・シナリオとなろう。利下げ期待に沿った金融証券投資は慎重にすべきと考える。

しかし、利下げの可能性は皆無とは言えないだろう。テーラー元財務次官(スタンフォード大学教授)が提唱した成長率とインフレというファンダメンタルズからの算出されるFFレート(定式「テーラールール」)に基づいて考えよう。現状は利下げに踏み出す条件が十分とはいえない(図表4)が、成長率については設備投資等のスロ・ダウンから07年前半は2%台前半で推移すると予想している。また、エネルギー価格低下からインフレ安定の目安とされる消費者物価が2%を割り込んでいく可能性は大きい。

07年後半には成長率が緩やかに再加速する見通しを持っているが、その前に利下げを行う余地もなお残っていると考える。(07.1.22現在)

