

F R B は性急に動く必要なく現行金融政策の滞空時間が長期化

渡部 喜智

要 旨

米国の足元の経済指標は強弱交錯しており一本調子に成長が加速して行くとは考えにくい。07 年前半は「景気過熱感が無くインフレ高進リスクが小さい一方、雇用(失業率)が悪化するほどでもない」状態が続こう。このため金融政策を動かす必要性は小さく、現行政策金利(5.25%)の滞空時間が長期化すると予想する。なお、07 年後半以降を展望すると、世界経済の緩やかな成長加速と商品市況の反発基調のなかで、長短金利に上昇圧力がかかって行くだろう。

米国の06年10~12月期実質GDPは出来すぎ

06年10~12月期の実質GDP(速報)は前期比年率3.5%増となった。これは、個人消費の出来すぎとも言える堅調と輸入減少に伴う外需(輸出-輸入)の底上げが、住宅投資の減少継続などを相殺し余りあったということであり、先行きの持続性については慎重に考えなければなるまい。その前の2四半期の成長率が同2.6%増、同2.0%増と潜在成長力(議会予算局の直近推計では2.8%)を下回る水準へ減速したところから、06年10~12月期に成長スピードが反転し再び3%を上回る成長が継続する局面に戻ったと見るのは早計であろう(図1)。

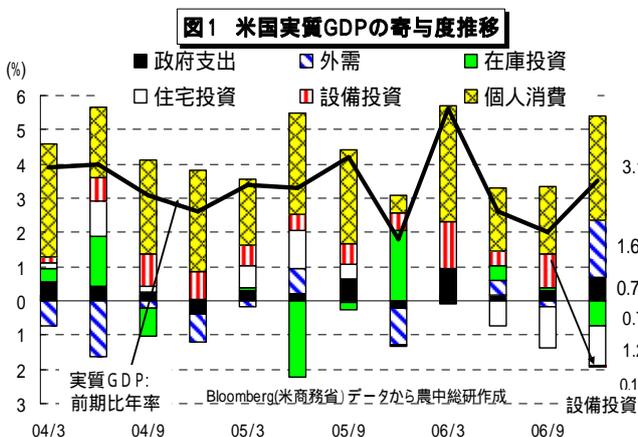
足元の経済指標でも、非農業部門雇用者数が10~12月期は平均16.7万人増であったが、1月は11.1万人に鈍化。新規失業保険申請件数(週次)も06年6月以来の30万人を切る低水準が2

週続いた後、増加をたどり2月9日週には35.7万人となり、直近(2月16日週)も33.2万人となっている。1月の小売売上高も全体で前月比0.0%の微増、自動車を除くベースでは前月比0.3%減にとどまった。これについては12月の小売売上高の高い伸び(全体で前月比1.2%増)の反動が殆んど無かったという指摘もあるが、雇用・消費が高い水準で伸びて行く強さはない。

また、企業の代表的景況指数である1月ISM(全米供給管理協会)指数は非製造業こそ59.0へ上伸したが、製造業は景況感の分かれ目となる50を切る49.3へ低下した。鉱工業生産も弱い在庫調整の影響を受け10~12月期の前期比0.1%減に続き、1月も前月比0.5%減となった。

また、住宅関連では住宅業者のセンチメント指数であるNHA B指数が2月に35から40へ上昇するなどかなり先行き楽観論も出始めていたが、1月住宅着工件数は97年8月以来の低水準である年率140.8万戸に落ち込んだ。先行指数である住宅建築許可件数から見て、住宅着工件数の落ち込みが継続するリスクは小さいが、本格的底打ちにはもう少し時間を要することを示した。

このように、米国経済には足元で弱めの指標も多く、一本調子に景気が加速していくと考えにくいのである。



強弱交錯し結果的に米国の適温経済状況続く

バーナンキFRB議長は、金融政策レポートを提出し07年2月14、15日に上下両院で議会証言を行った。同議長は、住宅需要とその関連する消費などの下ブレ・リスクおよび高い消費増加の継続による経済拡大ペースの上ブレ・リスクの両面に言及しつつ、「07～08年に米国景気は緩やかな拡大を持続」し、エネルギー価格が安定していることに伴い「先行きのコア（全体から食料・エネルギーを除外）インフレ率は低下」するとの見通しを明らかにした。

表1 FRB理事・地区連銀総裁の経済見通し (%)

年次	2006		2007 (見通し)		2008 (見通し)	
	実績	範囲	中心帯	範囲	中心帯	中心帯
名目GDP	5.9	4.75～5.50	5.00～5.50	4.75～5.50	4.75～5.25	
実質GDP	3.4	2.25～3.25	2.50～3.00	2.50～3.25	2.75～3.00	
PCEコア・デフレーター	2.3	2.00～2.25	2.00～2.25	1.50～2.25	1.75～2.00	
失業率	4.5	4.25～4.75	4.25～4.75	4.50～5.00	4.50～4.75	

FRB資料から農中総研作成

証言のベースとなるFOMCに出席するFRB理事と地区連銀総裁全員の経済見通しは表1のとおりである。2007年見通しについては、PCEコア・デフレーター、実質GDPともにメンバー間の見通しの乖離は小さい。

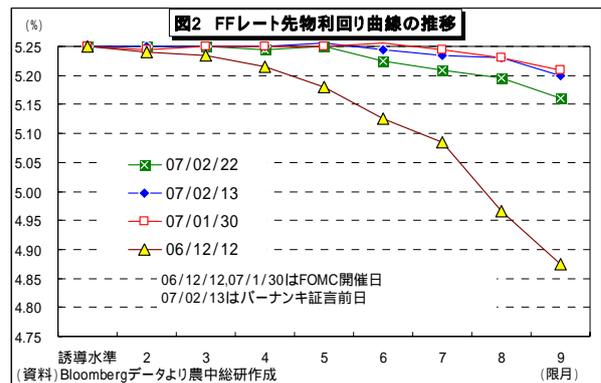
この見通しについて強弱双方の面から楽観的だとの評価もあるが、この見通しの特に2007年分については現時点で異論はない。具体的な当総研の見通しは本誌後添の「2007年度改訂経済見通し」を参照されたいが、少なくとも07年前半は結果的に『景気過熱感が無くインフレ高進リスクが小さい一方、雇用（失業率）が悪化するほどでもない』状態＝適温状態「ゴルディロックス」（Goldilocks）*に近い状況になるだろう。特にPCEデフレーターについては当総研では年央前に一時的ながら2%を下回る局面もあると見ている。

*「ゴルディロックス」（Goldilocks）＝童話の少女の名前で熱すぎず冷めてもいないスープを手に入れることから、『適温』のたとえとして使われる。

現行金融政策の滞空時間が長期化

米国経済が上表のシナリオに沿う限りにおいて

て、FRBは従前FOMCにおける声明文にあるようにインフレ・リスク重視のスタンスに立ちつつ、Forward Looking（将来予防的）に様子見を続けることになる。本誌先月号では「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」としていたが、景気失速懸念が後退したことを踏まえ、フェデラル・ファンド・レート（政策金利）は現行5.25%のまま維持される滞空時間が長期化すると見込む。フェデラル・ファンド・レート先物（以下FFレート先物）の利回り曲線は足元の弱めの指標に反応しやや低下しているが、先行き半年程度はほぼ横ばいであり当面の利下げ観測は殆んどない状態である（図2）。



さらに07年後半以降を展望するとエコノミスト予想は分かれるが、米国をはじめ世界経済の成長が07年後半から緩やかに加速し、原油など国際商品市況も反発基調が強くなると見る。このような状況のもとで長短金利に上昇圧力がかかり、遅くとも08年年明け以降にFRBはForward Lookingの政策運営から利上げに踏み出すと予想する。

なお、株式相場は2月に入っても堅調が続き、前述のFRBの見通しから買い安心感が強まって、ダウ平均(30種)など主要指数が史上最高値を更新している。先行き1年の増益予想率は一桁台に低下しているが、「ゴルディロックス」シナリオへの期待が崩れないなかでは上値追いがしばらく続くと予想する。(07.02.22現在)