

米国：現行政策金利が当面続くとの見方を継続

～ F R B は F O M C 声明文の文言変更，政策方向の余地を拡大～

渡部 喜智

要 旨

世界同時株安やサブプライム住宅ローン問題などから米国景気の先行き不透明感が強まり，FFレート先物は年末にかけての利下げを織り込む動きとなった。F O M C 声明文からも F R B は上下どちらの方向にも金融政策を動かさうる余地を作ったとの見方が出来るが，コア・インフレ低下が鈍くインフレ圧力も減退しているとは判断できない現状では，利下げ予想に踏み込む判断をすることは早計であると考え。

3月21日F O M C 声明から引き締め文言削除

3月21日開催のF O M C（連邦公開市場委員会）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）を5.25%に据え置いたが，以下のような変化が見られる

F O M C 声明文では，金融市場の注目材料であるサブプライム住宅ローンについて懸念の言及は無かったが，住宅市場の減速が継続しているとの表現が明記され，景気についての認識が「やや堅調」から「まだら模様」にトーンダウンした。

一方，コア・インフレーションについては「緩和」基調という表現から，「やや反発」に変わった。

以上の状況を踏まえ，今回の声明の政策決定判断の根拠文から景気とインフレの変化に応じて「追加引き締め」が必要との文言が削除されたことは注目すべき点であろう。インフレが重要な関心事項であるとの言明は残っているが，今後，上

下どちらの方向にも金融政策を行いうる余地を作ったという見方が出来よう。

FFレート先物利回りは低下方向に反応

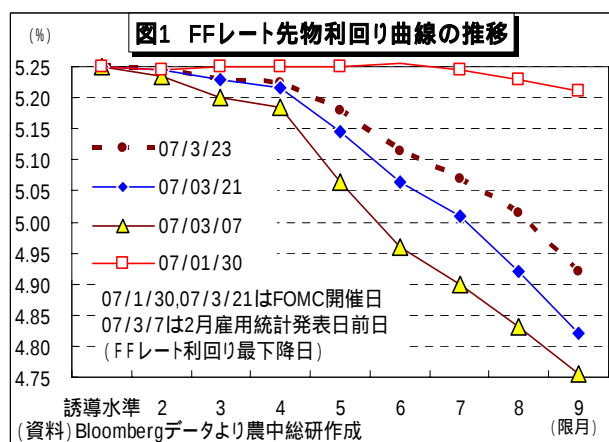
信用力の低い借手に対するサブプライム・ローンの延滞率上昇に伴い信用リスク問題が浮上するとともに，2月27日の中国発の世界同時株安により，リスク資産に流れ込んでいた資金の逆流懸念や世界経済の先行き不透明感が台頭した。

このため，相次いで月初に発表される経済指標から米国経済の足元の動向を見極めたいとの慎重な見方が強まり，FFレート先物利回り曲線は低下（利下げ予想）方向に反応した。特に非農業部門雇用者数など2月雇用統計が発表される前日の3月7日には利回りが最も下降することになった（図1）。なお，FF先物は3～4限月から先は流動性（建て玉）が大きく減少し参加者が限られる傾向があることに注意が必要である。

その後，株価回復やサブプライム・ローン問題は限定的との見方から，FFレート先物利回りは上方に戻してはいるものの，なお利下げの思惑を織り込んだ取引となっている。

まだらな経済指標の中身

弱い指標の代表格は，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」である。2ヵ月連続の減少の後，12月に前月比



+3.6%となったが、1月は再び同▲6.0%の大幅な減少、実質ベースでも1月は同▲3.5%減少となった。先行き大きな落ち込みが続く可能性は小さいと見ているが、資本ストックの積み上がりなどで企業設備投資の勢いが無くなっていることは確かであり当面の成長減速要因となるリスクには注意が必要である。また、企業在庫の増加率(名目)は年率2%台に低下するとともに、在庫率も頭打ちとなっており、在庫調整は着実に進捗していると考えられる。

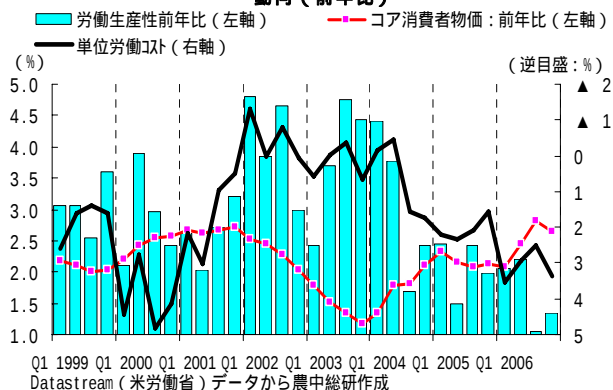
雇用指標について、非農業部門雇用者の増加が12月は20.6万人から22.6万人へ、1月は11.1万人から14.6万人へ上方修正されたが、2月も事前予想(9.5万人)をやや上回る9.7万人の増加と底固い数字となっている。先行きについても、インターネット求人指数が06年12月:167、07年1月:168と停滞した後、2月は177に上昇し企業の雇用意欲が依然強いことを示す一方、新規失業保険申請件数(週次)やチャレンジャー社集計の雇用削減計画者数は安定推移しており失業が増加する様相は現れていない。堅調な雇用情勢は引き続き米国経済をサポート要因となると思われる。

なお、サブプライム・ローン問題の影響として、延滞物件の売却に伴う住宅価格の下落圧力の増大、与信態度や与信基準の厳格化による資金調達への圧迫などが予想され、家計行動の抑制要因となる懸念は残るが、大きな広がりにはならないと想定する。

インフレ高止まり、残るインフレ圧力

F F レート先物利回りは、年末(10~12月期)にかけての利下げを織り込んでいるが、コア・インフレは予想以上の下げ渋りである。また、石油を含め商品市況が高止まっていることや、労働生産性が低下する一方で賃金上昇率が高く単位労働コストが上昇傾向にあることなどインフレ圧力は残る(図2)。

図2 米国の労働生産性、単位労働コストとインフレ動向(前年比)



また、エコノミストの成長予想についても07年前半は成長率が2%台前半にとどまるが、後半は緩やかに加速するというコンセンサスに大きな変化は表れていない。

以上から、景気失速リスクが顕在化していない一方、コア・インフレの低下が鈍いことから、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いう見方を継続する。

株式市場では世界同時株安によって下値不安が高まり、ダウ平均(30種)は3月14日に一時12,000ドルの大台割れの局面もあったが、それ以降は戻し歩調にある。株価の先行きについては増益率予想の低下はマイナス要因であるが、株価収益率(PER)は歴史的平均水準にあり、金利との関係からも割高感はいずれも小さい。M&A材料に伴う株主価値の向上期待もあり、上値余地があると考えられる(図3)。(07.03.23現在)

図3 米国株式市場の株式指標推移

