

米国：インフレ高止まりリスクあり，利下げ観測は後退

～FRBは両にらみながらインフレ警戒感を解かず。弱め指標には注意～

渡部 喜智

要 旨

フェデラルファンド・レート先物利回りは上方に戻しており，市場参加者の利下げ観測は後退している。賃金や単位労働コストの高い上昇率，商品市況の高止まりなどからコア・インフレ率の低下が進まない可能性も大きい。FRBのインフレ警戒感は強く，潜在成長力を下回る成長低迷のもとでも，年後半にかけて現行金融政策が継続され则认为る。

利下げ観測後退

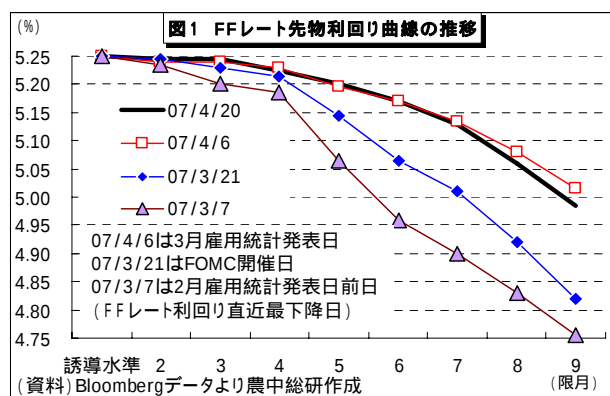
政策金利のフェデラルファンド・レート（以下，FFレート）の先物利回りは，2月雇用統計の発表前日の3月7日を底に上方への戻し基調が続いた。4月に入っても，月初こそISM（全米供給管理協会）景況指数の低下など弱めの経済指標に反応することがあったものの，6日発表の3月雇用統計において，非農業部門雇用者数は雇用情勢が悪化しない目安となる15万人を上回る前月比18万人増となり，失業率が4.5%から4.4%へ低下したことなどから，FF先物利回りはさらに上方に戻した。

後述の3月消費者物価の落ち着きを受け，FF先物利回りは若干低下したが，利下げ予想派エコノミストによる利下げ予想時期を後ズレさせる変更なども見られ，一時強まった早期利下げ観測は後退している。

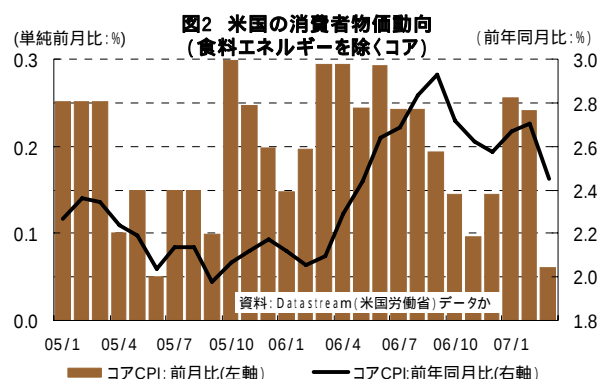
FRBはインフレ警戒感を解かず

4月11日に発表された3月21日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）議事録では，「経済成長とインフレの両面における見通しの不透明性が強まったことを考慮すると，一段の引き締めの可能性だけを盛り込むべきではないとの見解で一致した」と，政策決定判断の根拠文から「インフレの変化に応じて追加引き締めが必要」との文言を削除した背景を説明している。これにより，上下どちらにも動きうる金融政策の地ならしを整えたという見方が出来るわけであるが，その一方，足元のコア・インフレ率が予想よりも高く推移していることなどを踏まえ，全FOMCメンバーがコア・インフレ率低下の予想についてリスク認識（低下の可能性の後退）を共有していることも表明している。FRB関係者のインフレ警戒感は依然強いと見るべきだろう。

消費者物価（CPI）上昇率は昨年後半には低下傾向にあったが，昨年末から反転傾向にある。食料・エネルギーを除くコアCPIは，1，2月に前月比+0.2～0.3%に戻るとともに，前年同月比でも2.7%となった。3月の前月比は+0.1%に縮小したが，サービス価格の上昇（同+0.3%）は引き続き高く前年同月比でも+2.5%である。FRBが物価安定の目安とする前年比2%の水準からほど遠いのが現状である（図2）。また，FRBがCPIよりもインフレ指標として重きを置く個人消費



支出（PCE）デフレーターも同様の動きが見られる。前年同月比の上昇率は06年12月の2.1%から07年2月の2.4%に高まっている。



弱い景気指標が残ることも認識しておく必要

一方で弱めの経済指標が多く残る状況が当面継続することも認識しておく必要がある。

住宅投資や企業設備投資は引き続き GDP 成長の下押し要因となる可能性が強い。

住宅投資に関しては、GDP 上は新築住宅着工の動向が注目すべきポイントとなるが、サブプライム・ローン問題や住宅価格の下落など住宅金融システムの不安定が払拭出来ない間は、中古住宅を含めた住宅需要の底打ちにしばらく時間を要するだろう。また、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」は年明け後、自動車関連や建設関連を中心に減少傾向が見られる。世界経済の堅調持続を背景にエレクトロニクス、コンピュータ関連は底打ち傾向を見せているが、全体としては不調から反転する力強さに欠ける状況が続こう。

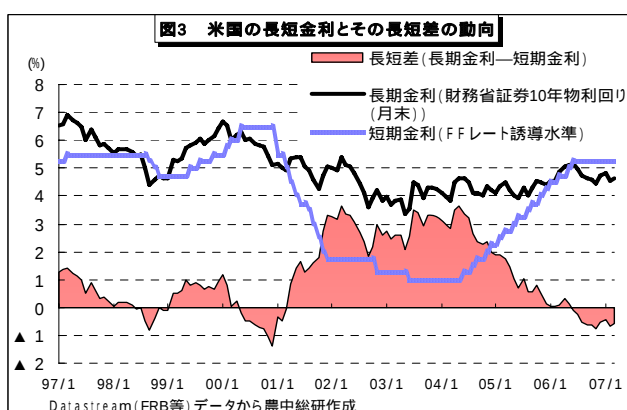
こうしたことから、Bloomberg 社が4月上旬に集計したエコノミストの経済成長率見通し（中心値）も07年後半にかけて▲0.1～0.2%下方修正され、2.7～2.8%になっている。07年後半からの成長加速シナリオにやや陰りが生じているのが実状である。

しかし、潜在成長率（議会予算局の直近試算では2.8%）を下回るような成長低迷のなかでも、インフレが高止まりする可能性がある。前述のよ

うな好雇用環境の一面でもあるが、賃金上昇率が前年比4%台を維持するとともに、全セクターの単位労働コスト上昇率は05年平均の2%から足元(06年第4四半期)では3.4%に上昇している。また、原油市況（WTI 期近・終値）が1バレル当たり60ドル台を超える水準に高止まるなど、代表的商品指数であるRJ-CRB指数は反発基調にある。以上のようにインフレ圧力が減退しないなか、先行きコア・インフレ率の低下が進まないことも予想し、年後半にかけては現行金融政策が継続されるという見方を踏襲する。

長短金利の逆転差縮小が進むリスクに注意

FFレートは06年6月に5.25%に引き上げられて以降据え置かれているが、利下げシナリオが浮上するなか、長期金利（米国財務省証券10年物利回り）は低下を見せ、金利の長短逆転が続いてきた。長短金利の逆転幅が約▲0.8%まで広がった後、足元では▲0.5%まで縮小している（図3）。しかし、インフレの低下がなかなか進まず先行きの政策金利の低下シナリオが描けないなかでは、長期金利にかかる上昇圧力に注意が必要である。



株式相場の先行きについては、ダウ平均などが史上最高値を更新する一方、増益率予想が一桁台にあることから当面の上値は限られよう。しかし、金利の先高感が明確にならない間は、M&A材料に伴う株主価値の向上期待もあり、一定の上値余地があると考えられる。（07.04.20 現在）