情勢判断

海外経済金融

早期利上げ予想は尚早、経済・金融の見極めに時間

渡部　喜智

要　旨

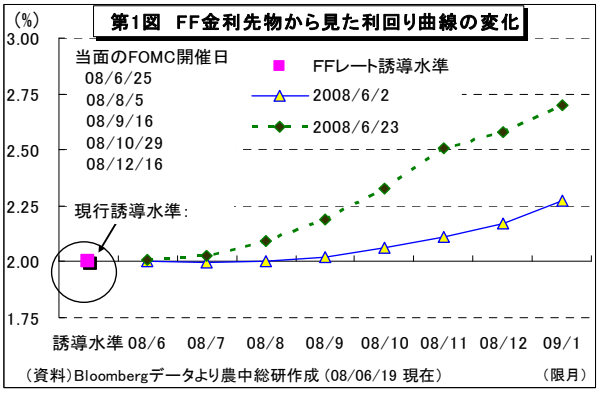
夏場までの早期に利上げが実施されるという観測は時期尚早、やや前のめりというべきだろう。インフレ予想の高まりは経済成長の大きなリスクではあるものの、景気の先行き不安が残るとともにサブプライム問題は安定化に程遠い。実際の利上げは慎重かつ丹念な経済・金融の検証と判断を経て行われるはずだ。現時点では、早くても年末以降と見るのが妥当だと考える。

利上げ観測は強まったが・・・

ＦＲＢ関係者の発言が、米国の早期利上げ観測を強める材料となった。

バーナンキＦＲＢ議長は、6月3日のスピーチで、商品市況の高騰がインフレを高め、さらにインフレ予想（期待）を強めるリスクを指摘。「今や成長促進と物価安定に向け、政策金利の水準は適合している」と述べ、利下げ局面の終了を示唆した。続いて、9日の講演では、「過去1カ月程度の間に経済の下振れリスクが縮小」する一方、「原油などの直近の市況高騰はインフレ予想を強めている」という見解を示し、金融当局（FOMC）は長期的にインフレ予想が強まることを「強く阻止」すると言明した。このほか、フィラデルフィアなどの地区連銀総裁も予防的利上げの必要性を説いた。

これらを受け、金融市場では利下げ終了にとどまらず、夏場までの早期利上げを意識することとなった。一時よりかなり観測は後退したが、政策金利であるフェデラルファンド・レート（ＦＦ）金利先物から計算される利回りは、8月5日の連邦公開市場委員会（FOMC）での0.25%の利上げを3割強、9月FOMCの0.25%の利上げをほぼ織り込む形となっている（第1図）。また、5月末に4%台に乗った長期金利（米国財務省証券10年物利回り）が6月12日には4.2%台まで上昇した。



第1図　FF金利先物から見た利回り曲線の変化

（資料）Bloombergデータより農中総研作成（08/06/19 現在）

インフレ予想が高まっていることは確かだ。ミシガン大学の消費者マインド調査によれば、1年先の消費者物価の上昇率予想は5.1%となっており、直近（08年5月）実績を1%程度上回る。しかし、早期利上げの織り込みは、ＦＲＢ関係者の発言等に過剰反応した「前のめり」という感じが強い。6月17日のウォールストリート紙等の記事もあり早期利上げ観測は後退したが、以下のような情勢から見ても利上げの環境は整っていない。

経済ファンダメンタルズに安定感なし

5月の小売売上高（全体）は前月比＋1.0%、自動車関連と価格上昇の激しいガソリンを除いた同売上高も同＋1.0%と大きな伸びを示した。これは、4月末に始まった減税還付金が消費に

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

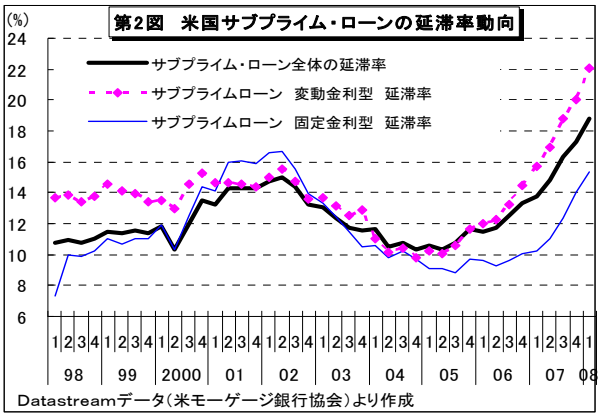
回った底上げ効果が大きい。景気不安を緩めることにはなったが、問題は消費者心理の悪化が止まらず、消費の失速懸念も消えていないことだ。物価上昇で実質所得が小幅ながら減少に転じ、かつ失業率(5月)も5.5%に上昇している。夏場までは前述の減税還付の効果が下支えするが、秋口までに景気の立ち直り⇒消費者心理が改善しているかは、現時点では不透明である。

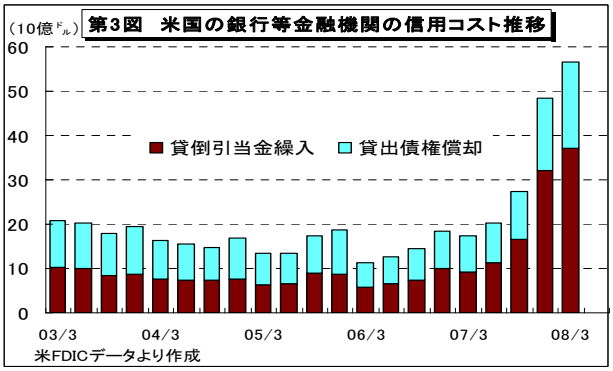
また、住宅市場の調整も底這う形で当面続こう。全米住宅建設業協会(NAHB)「住宅市場指数」の先行き見通しや見込み客足指数は再び低下傾向にある。米国金融機関が住宅ローンの審査基準を厳格化していることや住宅価格の先安感も強いことから、新築・中古の住宅販売に底入れ感が出てくることは年末近くまで期待しがたいと考える。

サブプライム問題の安定化するのもまだ先

「サブプライム問題」についても懸念は残る。6月5日発表の08年1～3月期の住宅ローン延滞率(一ヵ月以上延滞)は、前期の5.82%から6.35%へ上昇。これは調査開始以来最も高かった85年1～3月期の6.07%を上回る。また、差押え手続に入った件数率も0.83%から0.99%へ上昇した。

延滞率の内訳を見ると、サブプライム・ローンが前期の17.31%から18.79%へ上昇したが、そのうち固定金利型が前期の13.99%から15.38%へ、





変動金利型は前期の20.02%から22.07%へそれぞれ上昇した(第2図)。また、全体の4分の3を占めるプライム・ローンの延滞率も前期の3.24%から3.71%へ上昇、データが確認できる98年以降の最高を更新した。連邦住宅局保証ローンへの借換え等の対策は取られているが、「リセット」と呼ばれる元利金等の返済条件の変更の対象者が08年中は増加をたどることから、延滞率の上昇が続くことは避けられない。

6月半ばに発表となった大手投資銀行の2～5月期決算は予想の範囲内であったとはいえ、証券化商品の評価損失は依然大きい。サブプライム・ローンの信用リスク指標であるABX.HE指数も6月に入り下降傾向となっており、信用リスクに敏感になっている。また、米国預金保険公社によれば、08年第1四半期の銀行等の信用コスト(貸倒引当金繰入＋貸出債権償却)は前年同期の3.3倍の567億ﾄﾞﾙ(約6兆円)に増えたが、今後も銀行等の貸出債権の悪化には注意が必要だ(第3図)。信用不安は当面残ると見るべきだ。

利上げは、景気の底割れ不安が薄れサブプライム問題に伴う信用不安が後戻りなしの安定化が見えた、今年の年末以降になろう。ただし、利下げは終了し政策転換の模索過程に入ったことをしっかり認識すべきだ。　　(08.06.23)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます