

2011年の米国の金融政策と物価関連指標

田口 さつき

要 旨

2011年の米国経済を占うときも、金融政策は引き続き、重要なテーマと思われる。特に、11、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）声明文の中で「FOMCはこれから入ってくる情報に照らして証券購入のペースや資産購入プログラムの規模を見直し、（中略）調整する」という文言が入っていることから、国債購入プログラムの見直しへの思惑は、折に触れ生じるだろう。経済指標の中では物価関連指標はその手掛かりになりやすいと思われ、PCEデフレーターや単位労働コストの動向には気をつけたい。

12月は株高・債券安に

12月に入ってから金融市場は、追加金融緩和（量的緩和第2弾：以下、QE2）の効果の波及期待、12月のブッシュ減税の延長の確度が高まったこと（オバマ米大統領は17日、ブッシュ減税延長法案に署名）、欧州財務危機のとりあえずの落ち着きなどから、11月からの株高、債券安（長期金利上昇）傾向が続いた。特に長期金利（10年物国債利回り）は、12月中旬には3%台半ばと5月上旬以来の水準まで上昇した（図表1）。

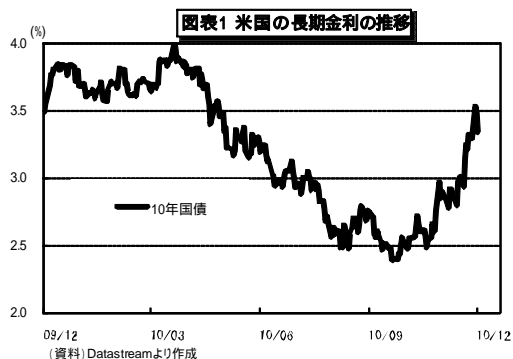
以上のように金融市場の動きからは米国経済の潮目の変化が感じられるが、民間需要の自律的な回復力が未だ十分ではないため、2011年を占うときも、金融政策は引き続き、重要なテーマと思われる。

委員会（FOMC）の声明文の内容は、11月のQE2導入以来の長期金利の急上昇など現状の金融市場には特に触れず、11月の内容をほぼ踏襲するものであった。

その声明文の中で市場関係者が注目したことは、連邦準備理事会（FRB）が改めてQE2を当初の決定通り行う意向を示したことである。

11月中旬には、共和党有力議員を中心にして、QE2がドル安や制御できないインフレを引き起こすのではないかと懸念が数多く表明された。その一方で、主なFOMCメンバーからは11月の決定を擁護する発言が相次ぎ、バーナンキFRB議長に至っては、景気回復が思わしくなく、失業率が高水準のままであれば、国債の購入規模をさらに増額することも辞さないとの考えを示唆している。

11、12月のいずれのFOMC声明文にも、FRBは「FOMCはこれから入ってくる情報に照らして証券購入のペースや資産購入プログラムの規模を見直し、（中略）調整する」という文言が入っていることから、折に触れて、なんらかの材料を手掛かりに国債購入プログラムの見直しへの思惑が生じるだろう。そして、その際に、注目されるのは、物価関連指標の動きと思われる。例えば、インフレの可能性が高



量的緩和をめぐる思惑

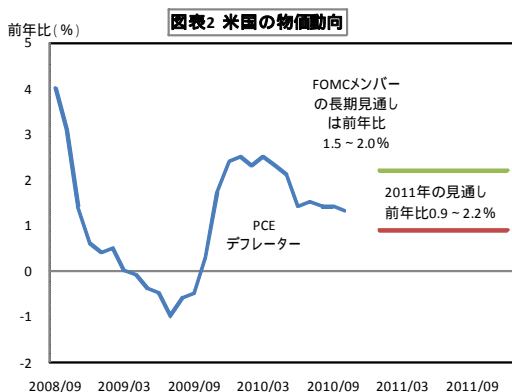
12月14日に開催された連邦公開市場

まれは、国債購入プログラムの見直しの圧力は高まるだろう。

物価関連指標の動き

11月のFOMC議事録では、半年に1度のFOMCメンバーの主な経済指標の見直し(Summary of Economic Projections: SEP)が公表されている。その中で物価指標として採用されているのは、PCEデフレーターである。

なお、10月15日の講演で、バーナンキ議長は、SEPにおける長期的なインフレ見通しは、FOMCメンバーがFRBの責務(雇用の最大化と物価の安定)を達成するために必要と判断した水準と説明している。11月のSEPにおけるPCEデフレターの長期的な見通しは前年比1.5~2.0%であった(図表2)。これに対し、実際のPCEデフレーターは、6月以降、同1.5%以下で推移しており、FRBの決定の正しさを裏付けるものとされている。



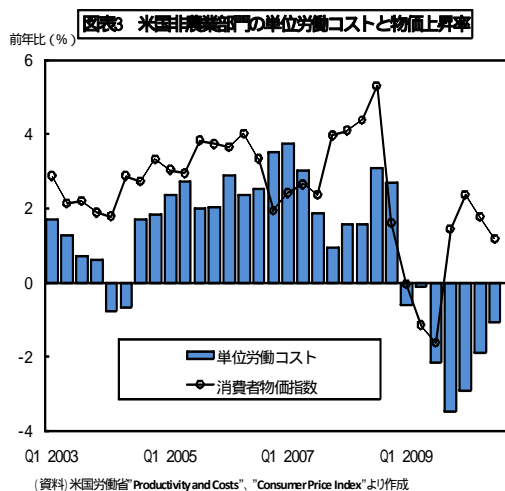
(資料)米商務省"Personal Income and Outlays"データ、連邦準備理事会「連邦公開市場委員会議事録」より作成

なお、SEPの当面の見通しによると、11年は前年比0.9~2.2%、12年は同0.6~2.2%と、かなりばらつきがある。また、ディスインフレ傾向が続くことを見込んでいるメンバーもいることがわかる。PCEデフレターの動向とともにSEPの見通しが今後どのように変化していくのかは、

FOMCのスタンスの方向性を知る上で重要である。

そのほか、代表的な物価指標である消費者物価指数の先行指標と言われる単位労働コストも先行きのインフレ動向を占う上で例年以上に11年は注目されると思われる。

ちなみに、単位労働コストとは、財やサービスを1単位生み出すのに必要な労働費用のことで、人件費を生産量で割って算出される。賃金の上昇分が販売価格に転嫁できる環境である場合(具体的には家計の所得環境が好転しているなど)単位労働コストの上昇が続くと消費者物価指数に波及していくと理論上は考えられる。



同指標は、09年1~3月期から11年7~9月期まで前年比マイナスで推移しており(図表3)これがいつ上昇するのかまず焦点となるだろう。トレンド的には、11年中にはプラスに転じそうである。

そして、同指標がプラスに転じ、その状況が持続していくとすれば、金融市場において先行きのインフレ予想が強まり、金融政策を左右することになる。(10.12.20現在)