

情勢判断

海外経済金融

強まるインフレ観測とFRB

田口 さつき

要 旨

米国では株高が進み、長期金利にもじわじわと上昇圧力が働いている。2月上旬には、3.7%台まで上昇し、その後も、3%台半ばで高止まり気味に推移している。また、商品価格の上昇などを受けて、一部で利上げも意識する向きも出始めている。しかし、連邦準備理事会（FRB）では、このような動きは、国債購入プログラムなどこれまでの金融政策が効いてきた結果と捉えていることから、追加金融緩和（QE2）は予定通り行われ、金融政策の見直しは当面ないと考える。

株価は上昇基調継続

米国の株式市場は、中東での政情不安にもかかわらず、株価の上昇基調が継続し、リーマン・ショック前の水準を上回ってきている。10～12月期の決算発表で金融市場の事前予想を上回る企業が多かったことや、ここ1カ月の間に発表された経済指標に景気が力強さを取り戻していることを示すものが多かったことなどが株価の上昇を支えているものと考えられる。

一方、債券市場では、このような株価の上昇や米国債の格下げへの思惑、さらには商品価格の上昇を背景とするインフレ懸念の強まりから長期金利（10年物利回り）にじわじわと上昇圧力が働いている。2月上旬に3.7%台まで上昇した後も、3%台半ばで高止まり気味に推移している。

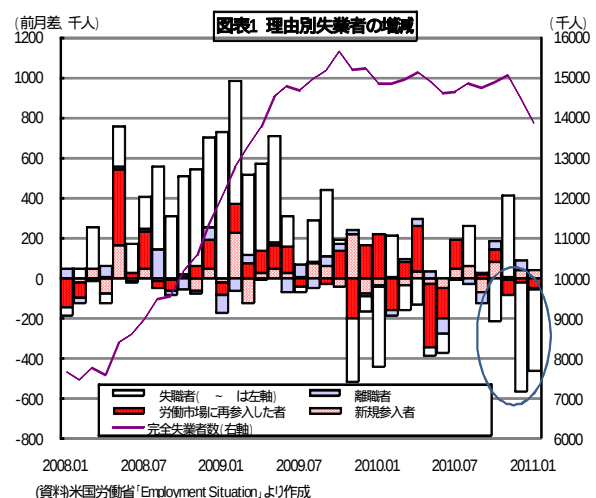
最近の経済指標

最近発表された経済指標を振り返ると、まず、10～12月期の米国の実質国内総生産（GDP）の成長率は、前期比年率3.2%で、6四半期連続のプラスとなった。内訳は、個人消費が同4%台と大きく増加したほか、輸出の伸びに加え輸入の減少から純輸出が全体を牽引した。このよう

に10～12月期のGDPの水準が大きく引き上げられたことで、2011年の米国の経済成長率は2%台後半から3%台となる確度が高まった。

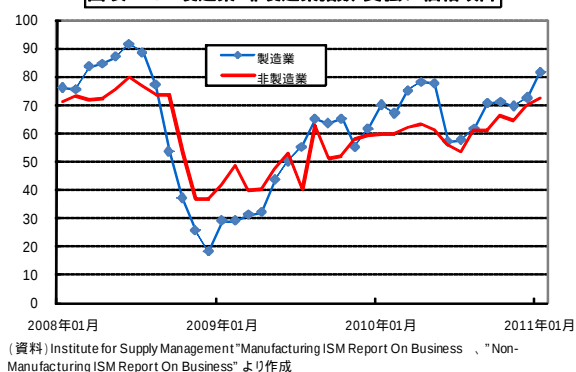
次に企業の景況感を示すISM製造業・非製造業指数は、引き続き、新規受注項目を中心に改善している。

失業率は、12月、1月と2カ月連続で0.4%ptずつ低下し、9.0%となった。とはいえ、依然として、職探しなどをあきらめ労働市場から離れた非労働力人口の増加が就業者の増加を上回っており、本格的な雇用の改善を示しているわけではない。ただし、失業者の内訳をみると、失職者が2カ月連続で減少しており、企業が雇用削減を控えてきていることも見て取れる内容である（図表1）。



物価については、PCE デフレーターが、FRB が適正なインフレ率と考える「前年比 2.0% 付近」という水準を下回る状況である。しかし、関連指標である消費者物価指数の 1 月分は同 1.6% と 3 カ月連続でプラス幅を拡大させてきている。また、前述の ISM 製造業・非製造業指数で支払い価格項目が上昇し、08 年のリーマン・ショック直前の水準に近づいてきている（図表 2）。各業界からも、エネルギー、鉱物、化学関連の仕入れ価格が上昇していると指摘する声が浮上するなど、コスト上昇への警戒感も出ている。こうした動きを背景に金融市場では、一部で利上げも意識する意見も散見され始めた。

図表 2 ISM 製造業・非製造業指数 支払い価格項目



1 月の議事録から

これに対し、連邦準備理事会（FRB）は、国債購入プログラムなどこれまでの金融政策が効いてきた結果と捉えている。

1 月の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録では、ほとんどのメンバーが景気の緩やかな回復に自信を深めており、経済成長や物価上昇について下振れリスクが低下しているという認識を共有していることが明らかとなった。その一方、最新のデータがこれらの指標に関するメンバーの予測を著しく変えるほどのもので

はないという点でもほぼ一致していた。

1 月の議事録に記された FOMC メンバーの主な経済指標の見通し（Summary of Economic Projections: SEP）では、物価指標として採用されている PCE デフレーターの前年比の見通しは、前年比 1.5～2.0% と前回見通し（2010 年 11 月）から変化がない。また 2011 年の同指標の見通しは、同 1.0～2.0% と前回（同 0.9～2.2%）に比べ、幅が縮まったものの、大きな変更はない。

議事録によると、エネルギーや商品価格などの上昇による物価上昇の上振れリスクについても話し合われた。この中で、価格転嫁についての懸念が挙げられていたものの、米国のこれまでの経験では、商品価格の上昇がより幅広い消費者物価指数へ波及するのは極めて限られてきたことが指摘された。また、労働力や資本ストックの稼働状況が低水準であることから物価上昇は抑えられるという見方が示されていた。

このように物価上昇への懸念はあるものの、現時点では問題視するほどのものではないという認識がメンバー間に共有されており、むしろ、デスインフレから脱却することが当面の最優先の課題という姿勢が堅持されている。このような FRB の考え方を踏まえると、国債購入プログラムは十分効果を発揮しており、むしろ金融市場で規模縮小や利上げなどの思惑が強まることによって、効果が薄まることは避けたいという認識があると思われる。現状、冒頭で振れたように、長期金利の上昇が進んだが、これが高止まりした場合、FRB がどのような対応をとるのが注目される。

（11.2.23 現在）