

経済情報

米国の利上げ時期を見極めるためのチェックポイント ～当面は物価動向がカギ～

【要 旨】

- ◇ 3 月の FOMC 議事録では、利上げまでの時間軸を示す文言（extended period）は特定の期間を意味せず、経済状況によって決まることが示された。
- ◇ FOMC では、長期にわたる超低金利政策継続を正当化する条件として、①低い資源の利用率、②抑制されたインフレ動向、③安定した期待インフレ率を上げている。
- ◇ この点、現在は FRB がすぐに超低金利の修正に動く状況にはない。特に、目先は一段と抑制された物価動向が政策決定に影響を及ぼすとみられる。
- ◇ 3 月の議事録では、早すぎる金融引締めリスクは遅すぎるリスクを上回るとの見方が示されており、FRB は利上げ開始のタイミングを慎重に見極めると予想される。その分、利上げを始めた後のペースはアグレッシブなものになる公算が大きい。

1. 時間軸の文言は特定の期間を意味しない

3 月 16 日に行われた FOMC の議事録はハト派色の強い内容だった。FRB のスタッフによる経済・物価見通しは、1 月の FOMC と概ね同じではあるものの、住宅の弱さや予想を上回る州・地方政府の歳出削減などから GDP 成長率予測を下方修正、物価についても最近の指標の安定をうけて 2010、2011 年のコア個人消費デフレーター予測を小幅下方修正した。

また、FOMC 委員による経済・物価見通しも、基本は緩やかなペースで景気回復が続くとみているが、経済成長を制約している要因を数多く指摘しており、景気回復の持続力を慎重に見ていることが窺われた。

金融政策に関する議論では、「経済の状況は長期（for an extended period）にわたる異例の低金利を正当化するだろう」との声明文の文言に対し、カンザスシティ連銀ホーニグ総裁が、金融市場に不均衡をもたらす状況を生むとして、反対票を投じた。これに対し多くの（a number of）委員は、“extended period”は特定の日数（市場では6ヵ月もしくはFOMC3～4回と解釈されている）を示すのではなく、経済の状況次第で決まるとし、経済活動が著しく加速したりインフレ率が顕著に上昇した場合にFOMCが速やかに利上げに動くことを制限するものではないと指摘した。そして、経済見通しが悪化したり、基調的なインフレ率が一段と低下した場合には、“extended period”が意味する時間が延びる可能性もあるとした。さらに、現状は、金融引き締め方向には柔軟に対応できるが、緩和方向では利下げという伝統的な手段が使えないことから、引き締めの開始が早過ぎるリスクは、遅すぎるリスクを上回ると指摘した。

2. 利上げ時期を見極めるための3つのチェックポイント

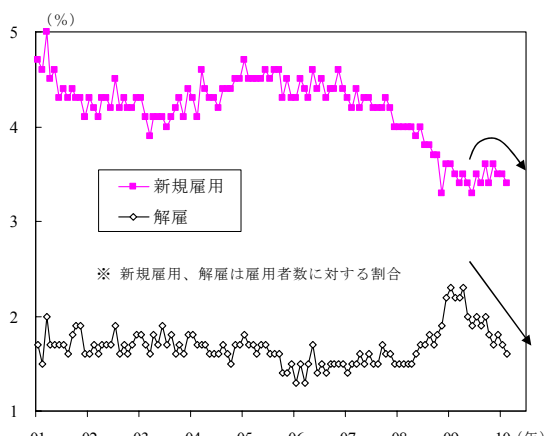
3月の議事録では、利上げは経済状況次第であることが改めて確認されたが、この点で、昨年11月のFOMC声明文で初めて示された、長期の低金利継続を正当化する3つの条件（低い資源の利用率、抑制されたインフレ動向、安定した期待インフレ率）が利上げの時期を決める重要なポイントとして注目される。以下、それぞれの足元の状況を見てみよう。

① 低い資源の利用率

「低い資源の利用率」とは、具体的には高い失業率や低い設備稼働率などを指すが、これらが解消されるには潜在成長率を上回る高い経済成長が続くことが必要である。上述のように議事録では、FOMCのメンバーが経済成長を抑制する要因をあげて、景気の回復ペースが緩慢なものになると見ていることが示された。具体的には、①個人消費の伸び悩み、②能力増投資の回復の遅れ、③労働市場の弱さ、④住宅市場の低迷などだが、特にFOMC委員は雇用と住宅の弱さを懸念しているとみられる。

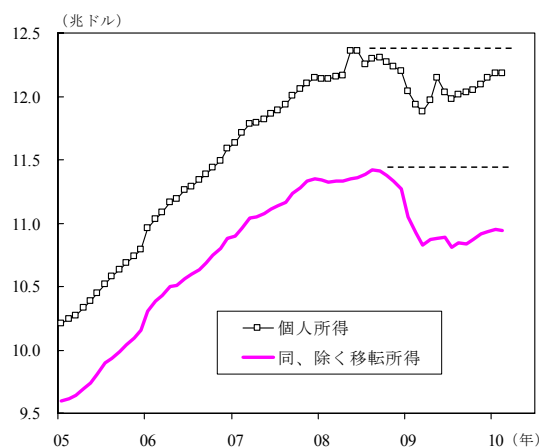
実際、労働市場をみると、雇用者数は増加に転じた可能性が高いが、新規雇用が引き続き弱く回復を緩慢なものとしている。新規雇用はいったん回復の兆しを見せたが、再び後退し歴史的な低水準に止まっている（第1図）。新規雇用が増えないと失業率を下げるのに必要な雇用増が維持できず、個人所得の伸び悩みから個人消費の回復力を弱めることになる。足元の個人所得は、失業保険など政府からの移転所得に支えられた面が強く、これを除くとリーマンショック前の水準を大きく下回ったままである（第2図）。

第1図：新規雇用は依然低水準



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

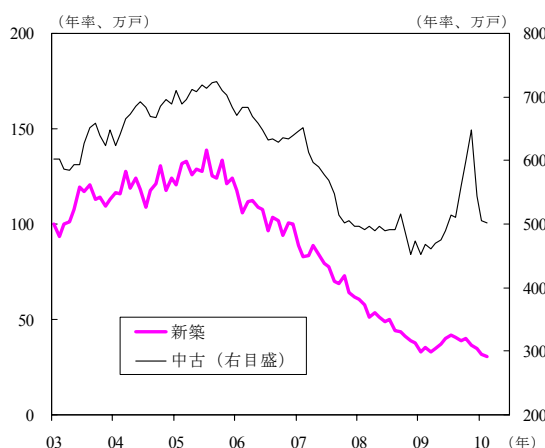
第2図：移転所得が支える個人所得



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

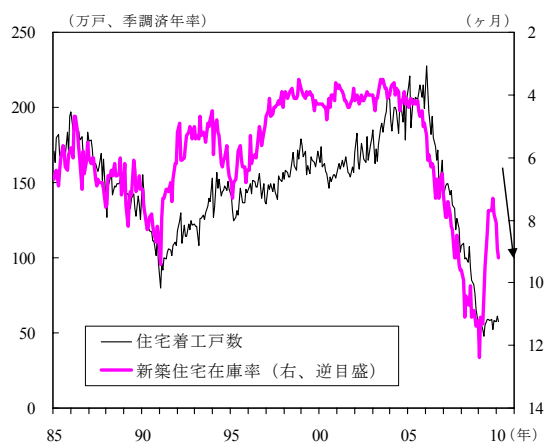
住宅市場では販売が弱含んでいる。中古住宅では直近の先行指標が下げ止まりの兆しを見せているが、新築は過去最低を更新中である（第3図）。販売の低迷で在庫は再び増加。在庫率も上昇に転じており、今後、着工を抑制することが懸念される（第4図）。また、在庫の増加は住宅価格に下押し圧力をもたらす。住宅価格は一昨年末頃から安定化の動きが見られていたが、直近では再び下落圧力が高まる兆しが出てきた（第5図）。さらに、住宅差し押さえ件数が高止まりしている（第6図）。それでも、これまでは借手が住宅ローン対策の対象となるか見極めるために、金融機関が差し押さえ手続きを中断していたことで増加にブレーキがかかっていたが、その見極めもほぼ終わって、今後は差し押さえ手続きが再開されるとの見通しもある。差し押さえ件数が再び増加すれば、住宅価格の下落圧力をさらに強めることになる。

第3図：住宅販売の基調は弱い



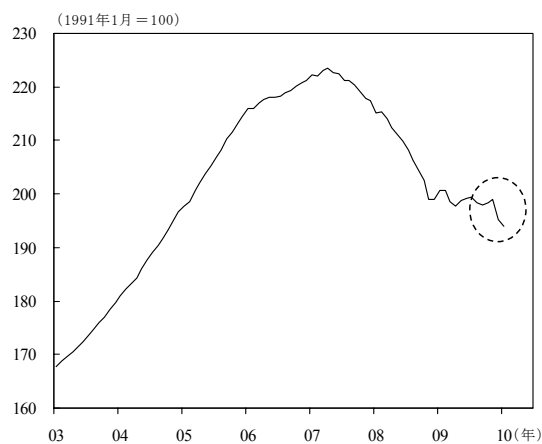
(資料) 米商務省、NAR より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：在庫増が着工を抑制



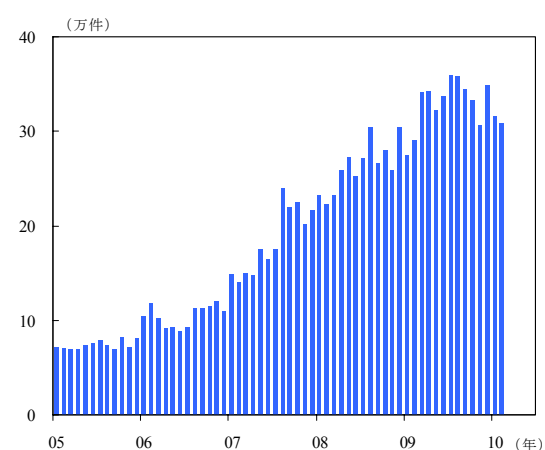
(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：住宅価格に下振れリスク



(資料) FHFA より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：住宅差し押さえは高止まり



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

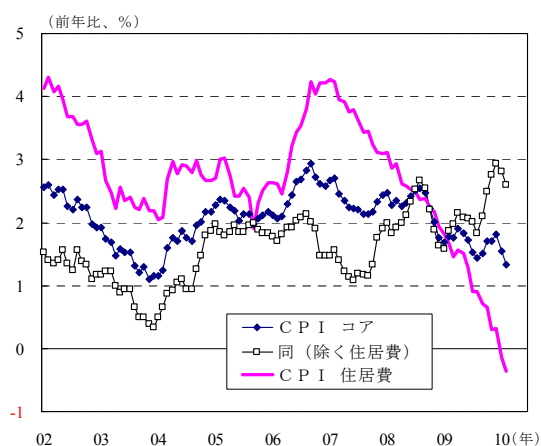
② 抑制されたインフレ動向

インフレは一段と抑制されている。FRB が物価指標として重視しているコア個人消費デフレーター (PCED) は、2月が前年比 1.3% と FRB が安定とみなすレンジ (1.5%~2.0%) の下限を下回っており、2007年12月に景気後退が始まった時の 2.6% から半分に低下している。FOMC 議事録によれば、こうしたコアインフレ率の低下は FOMC の想定を上回っている (ちなみに FOMC 委員による 2010年10-12月期平均のコア PCED 上昇率の見通しは、今年1月時点で 1.1~1.7%)。

最近のコアインフレ率低下は住居費（帰属家賃）の下落の影響が大きく、これを除くと前年比 2.6%とむしろ強含んでいる（第 7 図）。しかし、これには自動車の価格や航空運賃がリーマンショックで前年に急落した反動で上昇している影響があり、多くの FOMC 委員はインフレ率の抑制は幅広い品目に及ぶと指摘している。FOMC 議事録にも指摘されているように、物価の基調を見る指標としてクリーブランド連銀が発表している”Median CPI”（物価上昇率順に並べて中央に位置する品目の価格の動きをみたもの）や、”Trimmed-mean CPI”（物価上昇率の上位 8%と下位 8%を除いて算出した物価指数）は、いずれもリーマンショック後に大きく上昇率が下がっており、基調的なインフレ率が抑制されていることを示している（第 8 図）。

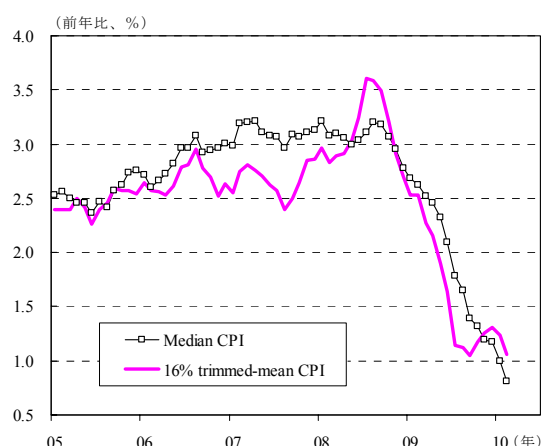
FOMC 委員は、中期的には巨額の財政赤字や FRB の超金融緩和により物価上振れリスクがあるが、短期的には①インフレ期待の安定、②大幅なデフレギャップ、③名目賃金上昇率低下や生産性上昇による単位労働コスト低下などから、インフレ率は目先、一段と抑制されるとの予想を変えていない。

第 7 図：家賃がコア物価の安定に寄与



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：家賃を除いても物価は安定



(資料) Federal Reserve Bank of Cleveland より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③ 安定した期待インフレ率

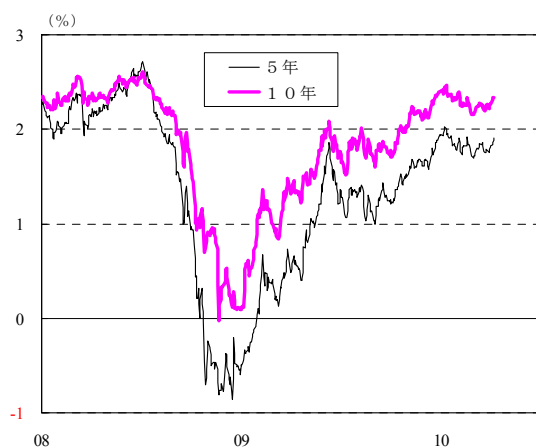
インフレ期待が安定していることについては、FOMC 委員の間で引き続きコンセンサスが得られている。

金融市場が織り込む期待インフレ率（同年限の名目金利債券と物価連動債の利回り格差）は、総じて安定を維持している（第 9 図）。また、消費者サーベイにみられる消費者の期待インフレ率（物価見通し）も落ち着いており、特に、

足元の原油価格などの動向に左右されにくい中長期（5年）では、最近10年間でも最低に近い水準にある（第10図）。こうしたインフレ期待の安定は、これまでのFRBの実績への信認を反映しており、そう簡単には崩れないとみられる。インフレ期待が安定している限り、FRBは景気回復の持続力を慎重に確認する時間的余裕が得られることになる。

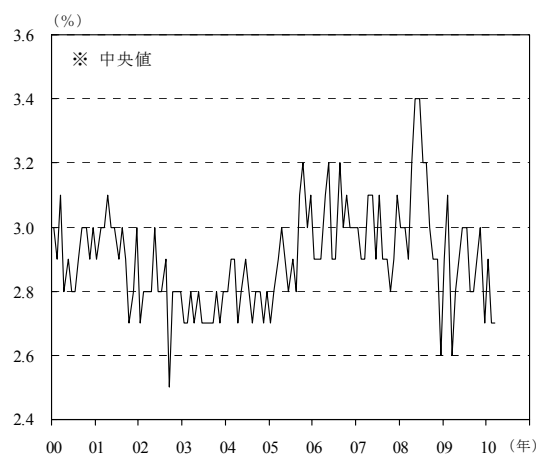
インフレ期待が上振れするリスクとしては、新興国経済の高成長やドル安などにより、原油価格や他の商品価格が高騰し、川上の物価上昇がインフレ期待を高めるケースが考えられる。この場合、FRBとしては多少、景気が弱くてもインフレ期待の上昇を抑えるため、早めに金融を引き締める必要が出てこよう。しかし、2008年に原油価格が150ドル近くに上昇した時にも、川上の物価上昇は川下に波及せず、川下の物価やインフレ期待の安定が大きく崩れることはなかったことから、その可能性は高くないとみられる。また、財政赤字が未曾有の水準に膨らむ中、超金融緩和が続くことによるインフレ期待上昇のリスクもあるが、どちらかと言えば中期的なリスクで、これについてはインフレ期待の動向に注意しつつ、政府・議会に対して財政再建の道筋を早期につけるよう、粘り強く要請を続けるものとみられる。

第9図：市場が織り込む期待インフレ率



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：消費者の期待インフレ率（5年）



(資料) University of Michigan より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. FRB は慎重に出口を模索

以上のように、FOMC 声明文に示された3つの条件からは、FRB がすぐに超低金利の修正に動く状況にはない。緩やかな景気回復で当面、資源の利用率は低水準に止まる一方、物価は安定が続く見通しである。特に、目先は物価動向が政策決定に影響を及ぼすとみられる。コア・インフレ率はFRB が安定とみなすレンジを下回り、当面は一段と低下が見込まれるためであり、4月27-28日の次回FOMCでも、時間軸を示す文言が変更される可能性は小さいとみられる。一部の委員に配慮し、政策の自由度を高めるために文言が修正される可能性は否定できないが、その場合は利上げの秒読み開始とみるべきではなかろう。

FRB は、利上げ開始は経済状況次第であるとしていることから、今後、FRB の予想を上回る景気回復や物価上昇があれば、声明文の文言が変更されてから（市場がみならず）6ヵ月や3~4回の会合を経ないで利上げを実施する可能性もある。このため、夏場に利上げが始まる可能性が消えた訳ではないが、FRB の慎重なスタンスを前提にすると「最速では」という条件付きとなろう。

バーナンキ議長は利上げ開始のタイミングを非常に慎重に見極めると予想される。巷間知られているように、バーナンキ議長は大恐慌の専門家であり、早過ぎる出口戦略発動で失敗した徹は踏まないだろう。3月の議事録に示されたように、FOMC 内でも早過ぎる金融引き締めリスクは大きいとの見方が複数の委員に共有されている。このため、利上げは市場の見通しよりも後ズレする可能性がある。ただし、その分、利上げを始めた後のペースはアグレッシブなものになる公算が大きい。予想以上に景気回復ペースが早い場合やインフレ（期待）が高まった場合には、MBS（住宅ローン担保証券）やエージェンシー債の売却を伴い、大幅な利上げが行われよう。前回、グリーンSPAN前議長が行った”measured pace” で利上げが行われる可能性は低いとみられる。

(H22.4.13 山中 崇 takashi_2_yamanaka@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1