

米国：景気・インフレの両面から利下げ予想に同調せず

渡部 喜智

要 旨

一時息を吹き返した利下げ観測は再び後退している。景気循環的に成長下降が長期化するリスクは小さく、インフレも大きく低下する可能性は薄いと見られることから、年内は現行金融政策が継続されると予想する。

一時息吹き返した利下げ観測は後退

4月27日発表の07年1～3月期の米国の実質GDP（速報）は、前期比年率+1.3%にとどまった。成長率が2%割れとなったのは大型ハリケーン「カトリナ」来襲直後の05年10～12月期（同+1.8%）を除けば、現在の景気拡張サイクル（02年1～3月期～）においては03年1～3月期に+1.2%となって以来のことである。

また、5月15日発表の4月消費者物価指数（CPI）は、全体指数こそエネルギーや穀物など商品市況の反発もあり前月比+0.4%と高い伸びとなったが、エネルギー・食料品を除いたコアCPIは3月の前月比：+0.1%に続き+0.2%にとどまった。この結果、前年同月比は3月の+2.5%から+2.3%に低下した。

この成長減速とコア・インフレ率の低下を受け、早期利下げ予想が息を吹き返し、7～9月期の政策金利のフェデラルファンド・レート（以下、FFレート）の利下げ（0.25%）予想が改めて注目されることとなった。FF先物利回りも低下して反応し、先物利回りから試算される9月の利下げ確率は5月上旬中に5～6割台にあった。し

かし、その後の株価上昇や連銀（FRB）関係者のインフレ警戒コメント、ミシガン大学消費者信頼感指数の4ヵ月ぶりの上昇などマクロ経済指標の発表を受け、FFレート先物利回りは上方に戻しており、9月利下げ確率も2割を切って（5月24日：18%）低下している（図1）。

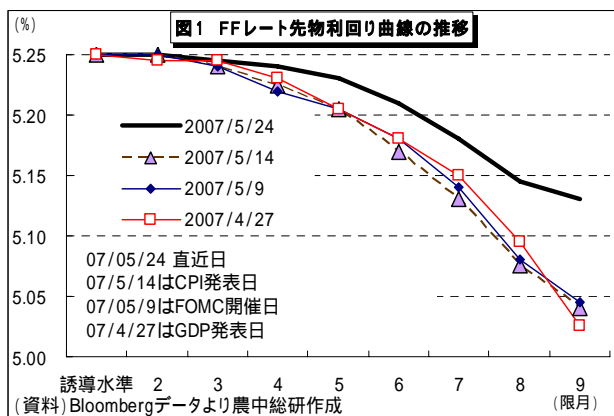
利下げ予想に同調しない理由

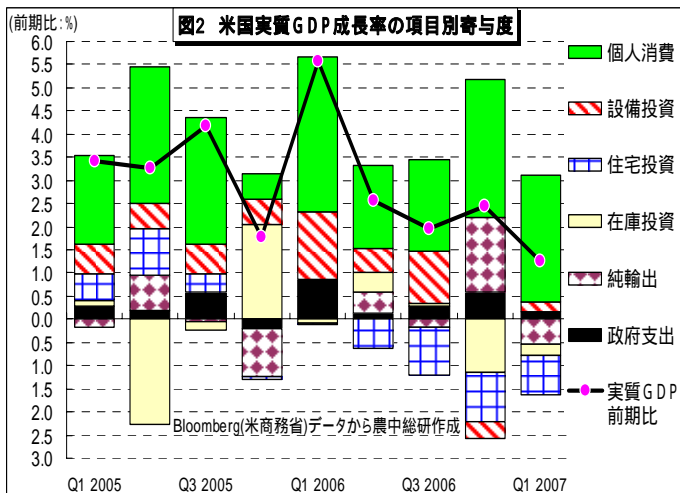
結論的に言えば、当総研では年内の利下げを予想していない。以下では早期利下げ予想に同調しない理由と、仮に先行きFRBが利下げに踏み切る場合の条件を説明したい。

まず、景気（成長）の面からである。前述のように実質GDP成長率は+1.3%に低下したが、景気循環的に先行き低成長の継続・景気下降ないしマイナス成長に陥る景気後退の可能性・要因が大きいかが今後の焦点となる。

1～3月期の成長減速を需要項目別寄与度から見ると、成長減速に影響した主因は、純輸出（輸出等－輸入等）の反動減で寄与度が06年10～12月期：+1.6%から07年1～3月期：0.5%へ2.1%悪化したこと、および住宅投資が前期比年率17.0%の大幅減少が継続し寄与度は1.0%であったことがあげられる（図2）。

しかし、この二つの需要項目について楽観はできないものの、先行き悪化が継続するリスクは小さいと考える。輸出は世界経済の拡大基調とドル軟調のもとで引き続き増加が見込まれる。また、住宅もサブプライム・ローンの延滞増加やモーゲージ金利上昇の悪影響の懸念は残るが、実需を背





景に今後底入れを探る展開となろう。

一方、景気循環的に懸念されるのは資本ストック調整による設備投資の停滞である。4～6 月期は、先行指標である資本財受注（航空機除く非国防：実質）が1～3 月期に大幅減少したことからタイムラグを置いて再び減少に転じると予想している。しかし、世界経済の堅調下、輸出環境が良好さを持続し、企業収益も増益基調を維持すると見込まれること、昨年末からの設備投資低調の主因の一つであった自動車や建設関連の資本財受注に底入れ感が出ていることから、設備投資の減少が長期化するとは考えていない。2 ヶ月連続で資本財受注（名目）も増加しており、力強さには欠けるものの、緩やかに反転していくと予想する。以上を踏まえ、07 年前半は減速感が残るが、後半は潜在成長力（議会予算局試算：2.8%）程度に成長率は回復していくと見ている（後添「経済見通し」参照）。

インフレに関しては、F R B が物価安定の目安とするコア個人消費（P C E）デフレーターが目安上限の 2% を切り順調に低下していくかが問題となる。成長減速を受けて足元でサービス業を中心に時給上昇率が鈍化していることはコスト・プッシュの抑制要因となると思われるが、代表的商品指数である R J - C R B 指数は高止まりのままである。エネルギーコストや原材料価格の転嫁が予想されるなかで労働生産性の上

昇も緩慢であることから、インフレ圧力はなかなか減退しないと見ている。したがって、コア P C E デフレーターが 2% を大きく割り込んでいくことは当面想定しにくい。また、ミシガン大学消費者信頼感調査における C P I 見通しも 3% 台にありインフレ予想が低下していない現状を踏まえれば、F R B にとって利下げという政策判断は誤ったシグナルと考えるのが妥当だろう。

逆に利下げがあるとすれば、年末にかけても成長停滞が続きコア・インフレ率が物価安定の下限である 1% 水準まで低下して安定化するような状況だろう。

短期的に株価に割高感、買い上げには限度

ダウ平均などが史上最高値を更新しているが、今期の増益率予想が一桁（6% 程度）でかつ株価収益率（P E R）は今期：17 倍台、来期予想でも 16 倍台と歴史的 평균レンジに比べ高い。したがって、買い上げていくには限度があると思われるが、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、一定の上値余地は残ると考える。

また、一時 4.6% 割れをうかがった米国財務省証券 10 年物利回りは足元で 4.8% 台に戻している。欧州の長期債利回りが上昇基調にあり世界的な債券相場安定のアンカーが一つ外れたことや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引き続き一定の注意が必要である。（07.05.24 現在）

