

### インフレ懸念あるが不況回避のため F R B の利下げ継続必要

要 旨

渡部 喜智

ブッシュ大統領はサブプライム借入者の救済策を発表したが、実効性は不透明である。市場においては利下げ継続期待が依然強いが、インフレ指標の上ぶれは利下げ期待をやや動揺させている。利下げ見送りシナリオが強まれば、インフレと不況の並存リスクが高まったという認識から、再び株安・ドル安に動く懸念がある。一方、成長減速を示す経済指標が今後増加する可能性がある。インフレ・リスクは残るが、米国経済を支えるために利下げ継続は必要と考える。

#### サブプライム救済策の実効性は不透明

ブッシュ大統領は12月6日、変動金利型サブプライム・ローン借入者の救済策を発表した。

サブプライム問題の現状については別稿で説明するが、これにより市場に一定の安心感を与えたことは確かである。しかし、救済策は事前にほぼ予想されていた内容であり、実効性・即効性についてもなお課題がある。政府機関の連邦住宅局保証の固定金利ローンへの借り換えや、借り換えが認められなかった借入者の5年間の金利凍結の適用を受けられる救済者の線引きが金融機関の現場で実際どのように行われるのか、などは不透明であり、住宅市場の安定化につながるか、なお安心はできない。

#### 0.25%の利下げ幅に失望の声も

12月11日のFOMC(連邦公開市場委員会)では、政策金利であるフェデラル・ファンドレートを0.25%引き下げ、4.25%とすることが決定された。この決定について、投票メンバー10名中9名が賛成したが、ローゼングレン・ボストン連銀総裁は0.50%の引き下げを提案した。

その際の声明文では、「住宅市場の調整を受けて成長が減速」し「金融市場の緊張が増している」と現状を分析したうえで、「経済成長とインフレをめぐる先行きに不確実性が増している」との認識を示し、利下げ継続に含みを残した。

しかし、市場参加者の間では直前まで0.50%

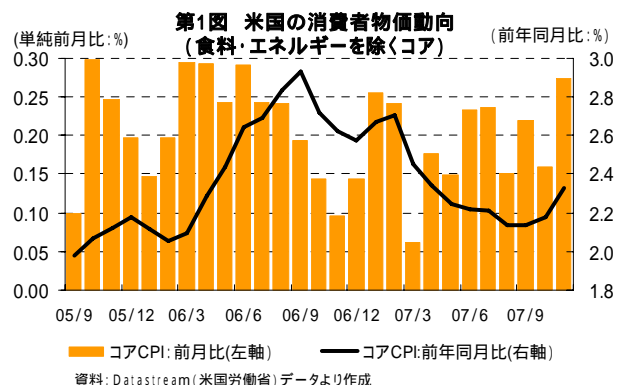
の大幅利下げ期待も大きかったことから、0.25%の利下げでは先行き景気不安および金融システムへの下支えには不十分という失望の声もあがった。このため、11日の米国の主要株価指数は大幅安となった。

#### インフレ指標上ぶれで利下げ期待後退

これに続いて発表された物価指数の大幅上昇はインフレ懸念を強め、追加利下げ期待を後退させるところとなった。

13日発表の11月生産者物価(全体)は前月比+3.2%、エネルギーと食料品を除く同コア指数でも前月比+0.4%といずれも予想を上回る上昇となった。

さらに、翌14日発表の11月消費者物価(以下、CPI)も予想を上回る上昇となった。CPI全体で前月比+0.8%、前年同月比では+4.3%の上昇となっただけにとどまらず、第1図の示すようにエネルギーと食料品を除く同コアCPI指数も前月比+0.3%、前年同月比



+2.3%となり、反転傾向が鮮明になった。

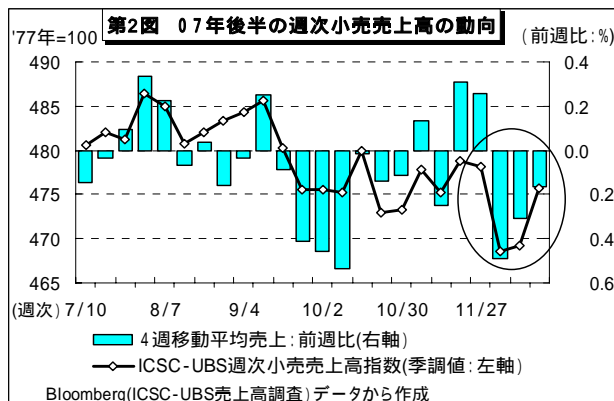
CPIの上昇要因を見ると、秋以降の石油市況の2段上げを受けた運輸・エネルギー関連の大幅上昇がその主因である。サービスのなかでも運輸関連の上昇幅は拡大しているが、それ以外のサービスについては直近までのところ上昇の加速は見られない。穀物やコーヒー・ジュースなどのソフト商品の商品市況の上昇も目立っているが、それらを使用する最終製品への影響は軽度にとどまっている。石油高騰に伴うコスト・プッシュの転嫁は如実に現れているものの、商品市況の高騰がインフレ予想を高めサービスを含む全体の値上げラッシュを引き起こすまでには至っていない。

前述のように11月のインフレ指標の大幅上昇で利下げ期待にやや動揺が生じている。利下げ継続の期待は依然強く、次回1月30日のFOMCの予想コンセンサスが0.25%の利下げであることに変わりはないが、利下げ判断の際、インフレ動向が改めて目配りすべき材料となったことは間違いない。FOMCがインフレ・リスクも重視し1月30日のFOMCで利下げを見送るというシナリオが強まるようになれば、インフレと不況の並存リスクが高まったという認識から、再び株安・ドル安に動く懸念がある。

### 成長減速指標が増してくる可能性

直近までのデータを見る限り、サブプライム問題の住宅市場以外の他部門への波及は概して小さい。輸出伸長など景気サポート材料もあるが、「サブプライム問題」の実体経済への悪影響は徐々に高まっていると見るべきだろう。

11月感謝祭明けからのクリスマス商戦の売上動向が注目されるが、第2図のICSC(国際ショッピングセンター協会)の既存店売上は減少傾向で芳しい状況ではない。また、全米小売協会の売上予想は前年比4.0%であり、過去10年の平均増加率の4.8%を下回る低めのものだが、感謝祭直後の週次売上は値引きが早々に行



われたこともあり、前年比横ばい程度だったという。暖冬傾向から12月半ばになっても婦人物中心に衣料関係の売上が不調と報道されている。オンライン・ショッピングは2割近い伸びとなっているようだが、少なくとも店舗売上は楽観できない情勢である。

また、雇用者の増勢も弱まっていると見るべきだろう。11月の非農業部門雇用者(速報)は前月比9.4万人の増加となったものの、07年前半の月平均15万人の増加ペースからの落ち込みが明らかだ。第2図のようにオンライン求人指数も11月に4カ月ぶりの減少となったが、その減少は地域的にも職種的にも広がりを見せている。

弱い指標は利下げ継続の支援材料にもなりうるが、年明け以降は成長減速を示す指標発表が増える可能性が大きい。原油など商品市況の高止まりによるコスト・プッシュのインフレ・リスクは残るものの、08年年明け以降も引き続き政策金利の引き下げが行われることが、米国経済を支え不況入りを回避するためには必要と考える。(07.12.20現在)

