

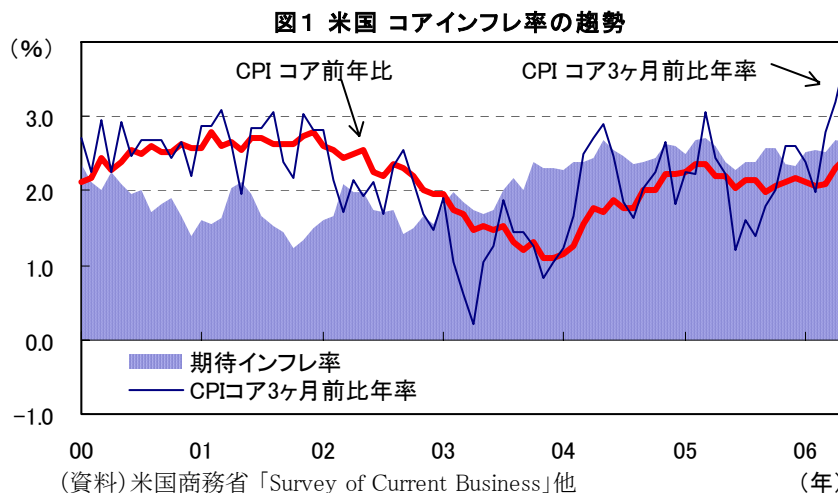
## 米国利上げ継続の可能性と消費・株価への影響

- 米国の金融政策は、コアインフレ率の上昇により、6 月末 FF レート 5.25%への利上げが確実視され、8 月 5.5%への利上げも視野に入ってきている。但し、期待インフレ率が急騰しない限り、5.5%から上の利上げ継続の可能性は低い。
- 一方で、期待インフレ率は 2.5%前後と望ましいインフレ率の上限 2%を上回っているため、年後半直ちに利下げすべき環境でもなく、金利運営はその後の景気減速ピッチ次第となる。5.5%までの利上げと 5%前後の長期金利を前提にすれば、住宅価格や消費への影響は軽微となり、下期の景気失速は避けられよう。
- なお、長期金利は FF レートに遅れて上昇してきたこともあって、長短金利の変化幅は、ようやく過去の引締め転換点前後の反応パターンに追いついてきた。こうした調整進捗と好調な企業収益というファンダメンタルズに立てば、利上げ休止後には株価が上昇し、米国発の世界株安リスクは回避され则认为られる。

### 1. 米国の利上げはどこまで続くかー米国インフレ環境の現状

米国金融政策は、5 月の公開市場委員会 (FOMC) の声明文で明らかにしたように、政策目標をインフレ抑制一本に絞って運営されてきている。この結果、市場ではこの先 5.25%を超えた利上げが継続されるとの見方が増え、06 年後半の米国景気と株価下落への懸念が生じている。現在のインフレ環境のもとで利上げがいつまで続くのか、そのとき住宅や消費失速のリスクは回避できるのか、更には、株価への影響をどうみるか、この 3 点について現状を整理したい。

米国インフレ環境の現状を一言で言えば、期待インフレ率は落ち着いているものの、短期のインフレ率の上振れリスクが高まっている、ということになる。上振れリスクを示しているのが 5 月の CPI コアインフレ率の動きであり、前年比こそ 2.4%と低いものの、直近 3 ヶ月では年率 3.6%と一段と伸びを高めている (図 1)。



連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長は、6 月 5 日の講演で、「この 3 ヶ月、6 ヶ月でみたコアインフレ率の上昇は、仮にこれが持続した場合には、物価安定と長期的な経済成長実現に整合的な水準の上限かもしくはそれを上回っている」と述べたが、ここ 3 ヶ月の年率 3.6% というコアインフレ率の上昇は、明らかに FRB が目標とするインフレ率 1～2% の上限を上回っている。金融政策は、实体经济に影響を及ぼすまでにかかなりの時間差を伴うために、利上げを継続すべきかの判断は、こうした短期でみた 3% 超のインフレ率が将来にわたって続くのか否かについての判断に大きく左右される。

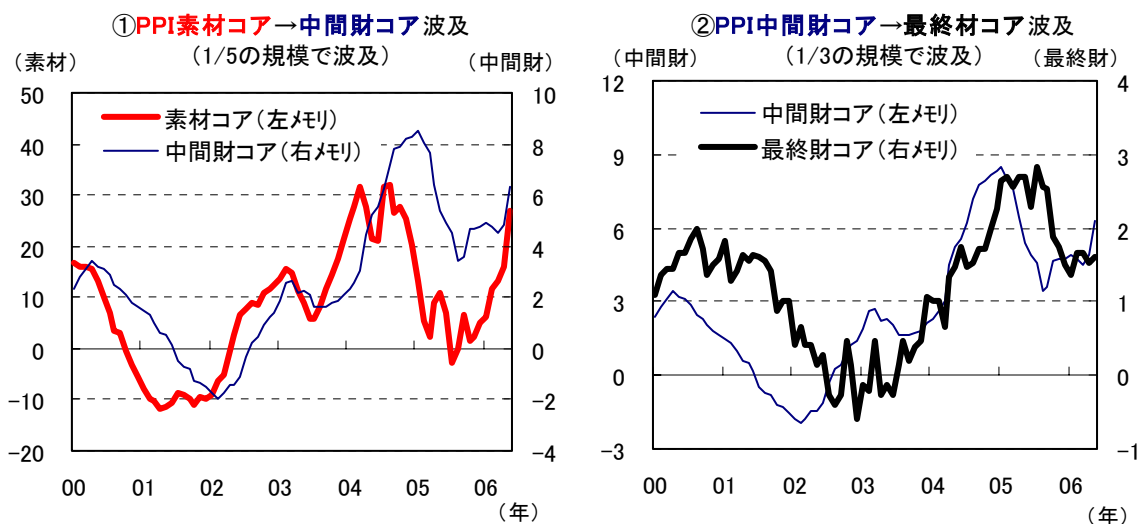
この先予想される米国の物価推移を、生産者段階で観察される川上の価格上昇圧力と期待インフレ率の水準から判断すると、次に見ていくように、期待インフレ率は 2.5% 前後で落ち着いている一方で、川上のインフレ圧力は再び高まりつつあるために、ここ数ヶ月はインフレが高まる環境が続く可能性が高いだろう。

### （川上のインフレ上昇圧力の現状）

生産者段階のインフレ圧力は、素材価格から中間財、最終財へと徐々に波及していくことになるが、5 月の生産者物価（PPI）の前年比上昇率は、原油を中心とした素材価格の上昇が中間財価格上昇へと波及し、5 月の中間財コア価格上昇率は前年比 6.3% と 4 月の同 4.8% を大きく上回った（図 2①）。

さらに、中間財から最終財への波及には、時間差にして 2～3 ヶ月、規模にして中間財価格上昇の 3 分の 1 という関係が見られる（図 2②）。従って、この先景気が大幅に減速し小売価格への価格転嫁が難しくならない限り、小売価格へも徐々に波及していくことが予想される。

図 2 生産者物価（PPI）川上から川下への波及



（資料）米国商務省「Survey of Current Business」より住友信託銀行調査部作成

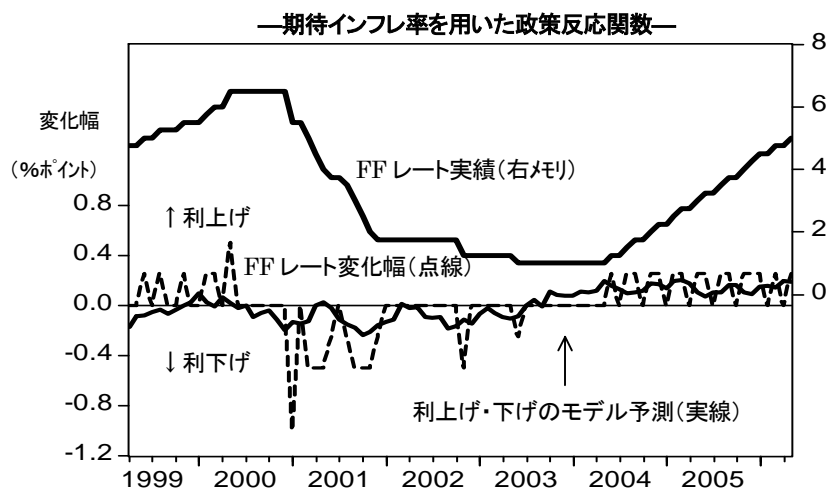
### (期待インフレ率からみた金融政策の予測)

一方で、市場で計測されるこの先 10 年間の期待インフレ率（10 年債レート－10 年物価連動国債レート）は、均してみれば 2.5%前後を推移し、足許で特に大きく上昇してはいない。06 年 5 月半ばに期待インフレ率は、一時 2.7%へと急騰したが、その後は 2.5～2.6%の水準へと落ち着いている。ただ、こうした期待インフレ率の推移の背景には、先行き経済の減速が金利に織り込まれていることも一因だろう。

米国金融政策は、足許のインフレ環境のみならず、将来のインフレ環境を見つつ実施されてきた。これを端的に示すのが、期待インフレ率の水準に対する過去の利上げ・利下げの政策実施にある。物価連動債の流動性が高まり、物価連動債に期待インフレ率がほぼ正確に反映されているとされる 99 年以降の期待インフレ率水準と FF レートの変化幅との関係を計測すると、望ましいインフレ率の上限 2%を大きく超える（下回る）ときには、概ね利上げ（利下げ）が実施されてきた（図 3）。

この結果を、今後の金融政策の予測に用いれば、期待インフレ率は 2.5%前後と望ましいインフレ率の上限 2%を上回っている限りは、一連の利上げ実施後も、利下げが直ちに実施される環境ではないということになる。

図 3 FF レートの利上げ・利下げ予測モデル実績と予測



(資料)住友信託銀行調査部

(注)モデル予測は、FF レートの政策反応関数の推計結果による。

(FF 変化幅)=0.30(期待インフレ率－2.04) 推計期間:99～06 年 5 月

## 2. 住宅価格の鈍化と消費への影響をどうみるか

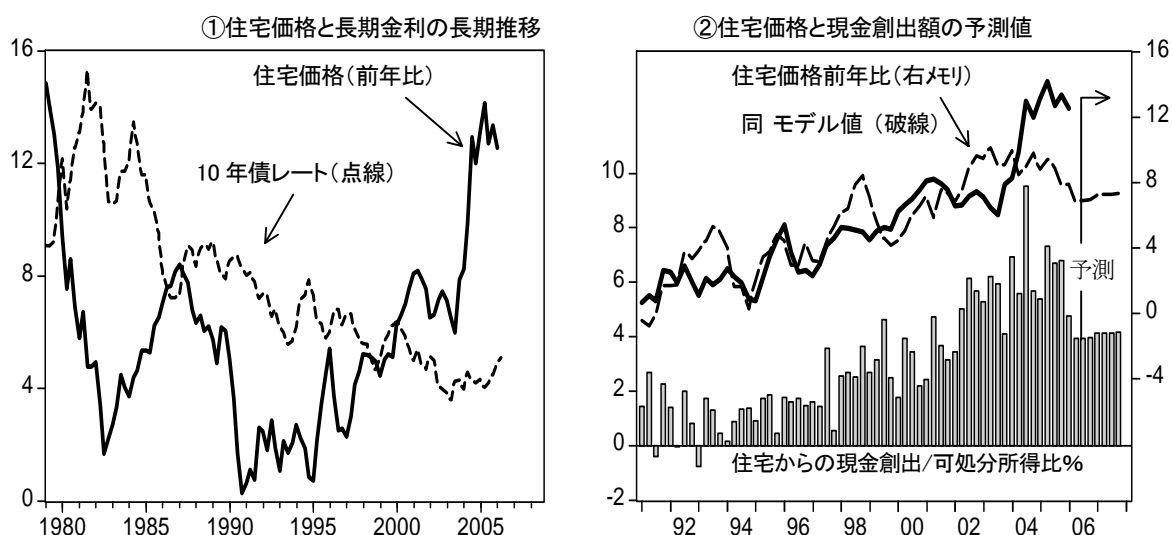
このように、インフレ抑制スタンスを明確にした FRB が、やや引締め気味の運営を今後も続けるもとでは、この先長期金利が低下しにくい環境がここ数ヶ月は続くことになる。このとき、現在の長期金利水準のもとで予想される住宅価格の鈍化と消費に与える影響をどうみたら良いだろうか。

四半期毎に公表される中古住宅価格（同一物件の中古住宅価格データを指数化したもの）は、06 年 1～3 月期に前年比 12.4%と 2 桁の上昇率を保った。しかしながら、その長期推移を見ると、住宅着工や販売戸数の場合と同様に、長期金利上昇による住宅需要鈍化を背景として、金利が上昇すると価格が鈍化する傾向がはっきり見て取れる。図 4 が示すように昨年から長期金利が約 1%上昇するなかで、住宅価格もさすがにピークアウトしてきた（図 4①）。

90 年以降の住宅価格の推移は、長期金利と可処分所得の伸び率でそのほぼ 7～8 割を説明することができる。家計可処分所得の前年比の伸びと 5%前半の長期金利水準を前提に住宅価格の適正な伸び率を試算すると、現状では前年比 6～7%の水準が適正な住宅価格の上昇率となる。従って、この試算に立てば、米国全体の住宅価格の上昇率は、この先 1 桁後半の水準に落ち着いていくことが予想される。既に、06 年 1～3 月期の前期比年率ベースの価格上昇率は 8.4%と概ねモデルが示す水準に近づいてきている。

これまで米国の家計が、住宅価格の上昇による住宅資産価値の上昇を梃子とした融資（ホームエクイティローンやキャッシュアウト・リファイナンス）によって手にした現金総額は、可処分所得比の 5～6%にまで高まったが、予想される住宅価格の鈍化によって、今後はこうした資産効果も減少していくだろう。さきに試算した住宅価格前年比 6%のもとでのキャッシュ創出規模を計算すると、これまでの規模のほぼ半分、可処分所得比 3%前後に落ち着いていくと見られる（図 4②）。

図 4 米国住宅価格と住宅資産の現金創出額の推移と予測



（資料）米国 Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) 等より調査部作成

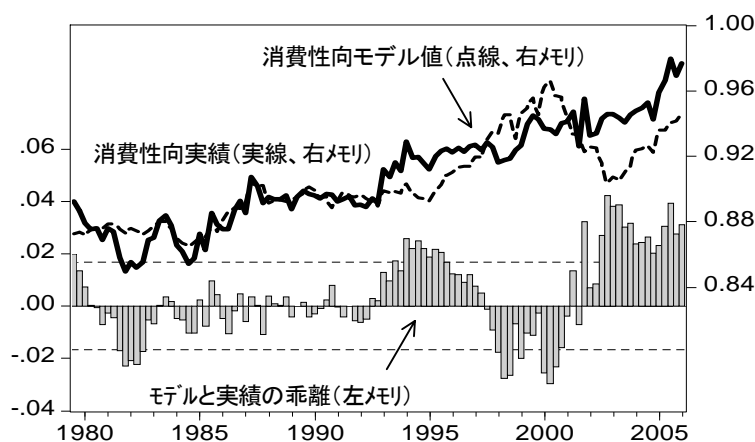
（注1）住宅価格前年比モデル値＝ $17.97 + 0.29 \times (\text{可処分所得前年比}) - 2.46 \times (\text{10 年債レート})$

（注2）現金創出額/可処分所得比予測値＝ $3.88 + (\text{住宅価格前年比予測値}) - 0.51 \times (\text{10 年債レート})$

FRB も含め、米国の多くのエコノミストが下期は消費が減速するとの見通しを立てているのも、このように住宅価格の鈍化を通じた資産効果の影響を考慮しているためである。但し、住宅資産価値の鈍化が実際の家計消費に与える影響は、①住宅資産による過剰消費の規模、②過剰消費の調整スピード、に依存する。

このうち、過剰消費の規模について大まかに言えば、現在の米国家計の消費性向（可処分所得に占める消費支出の割合）のうち 4% が住宅資産からの現金創出効果によるものと見ることができる。これは、図 5 が示すように、消費性向 0.98 (98%) のうち、所得と純資産効果（住宅資産からの現金創出額を除く）で説明できる水準が 0.94 (94%) に過ぎず、差分 4% の部分は過剰消費とみなせるためである（図 5）。

図 5 米国消費性向の推移と消費関数によるモデル予測



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」他より住友信託銀行調査部作成

(注1) 消費性向 $=0.65+0.052$ (純資産 / 可処分所得) 決定係数 $=0.71$

(注2) (消費性向変化) $=\gamma \{(\text{実際の消費性向}) - (\text{モデル消費性向})\}$  の推計結果 ( $\gamma = -0.147$ )

より 1 年間の誤差修正分(年間調整割合)は、 $1 - (1 + \gamma) \times 4$  乗  $= 0.47$  (47%) となる。

従って、モデルが予想するように、住宅資産からの現金創出効果が可処分所得の 5% から 3% へと半分に低下していけば、この過剰消費の半分、すなわち可処分所得の 2% が今後剥落していくことになる。但し、その調整スピードは、これまでの米国家計の消費調整パターンからすると、年間約半分のスピードと考えられるため（図 5 脚注 2 参照）、実際の消費減速ピッチは、住宅価格や住宅資産の鈍化から考えられるものよりもずっとゆっくりであると考えられる。

### 3. 先行き更なる米国の株価大幅下落のリスクは回避できるか

米国株価は 6 月上旬、利上げ継続に伴う市場の混乱に伴い、一時ダウ平均株価が 100 ドル以上も値下がりするなど不安定な展開となった。しかしながら、06 年後半の米国経済の成長スピードは消費の減速がある程度予想される一方で、好調な企

業収益と企業設備投資を背景に、雇用増加などを通じて消費減速を支える要因が働くことを考慮すると、一本調子での株価下落は回避されると考えられる。

その最大の根拠は、米国の高い企業収益力にある。06 年 1～3 月期の米国企業の収益は、前年比 23.8%と前期の同 21.3%から更に加速している（図 6）。加えて、ここにきて銀行の商工業向け融資の前年伸び率が、06 年 5 月時点で前年比 13.7%と、成長が加速した 90 年代後半の水準にまで高まっている。

融資が伸びるなかでの利上げ継続によって、企業収益に与える影響は懸念されるが、図 6 が示すように、FF レートの水準は 90 年代後半の平均 5～6%とほぼ同じである一方、企業収益の伸びは、90 年代平均前年比 10%前後に比べると、倍の水準にある。つまり、90 年代後半はそれだけ設備投資を行った結果でもあるが、対して現在は、企業には潤沢なキャッシュがあり、今後設備投資を行う余力や、コスト上昇圧力に耐える耐久力を有していると解釈できるだろう。

図 6 過去10年間の米国企業収益と商工業ローンの推移

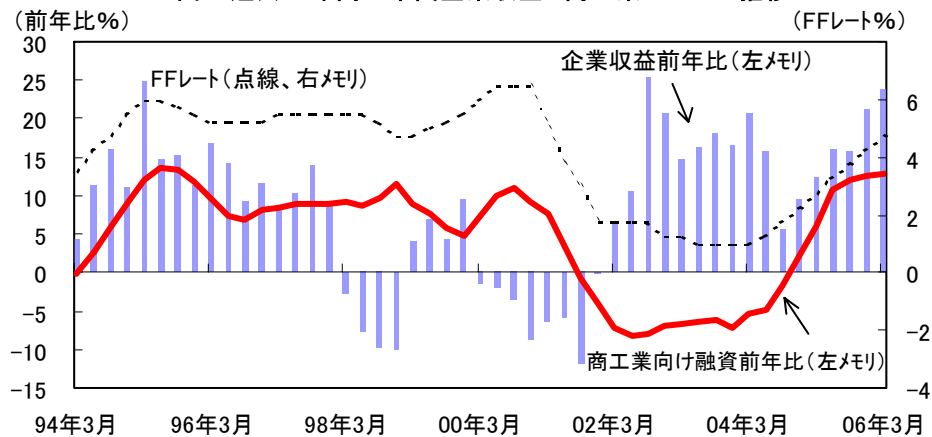
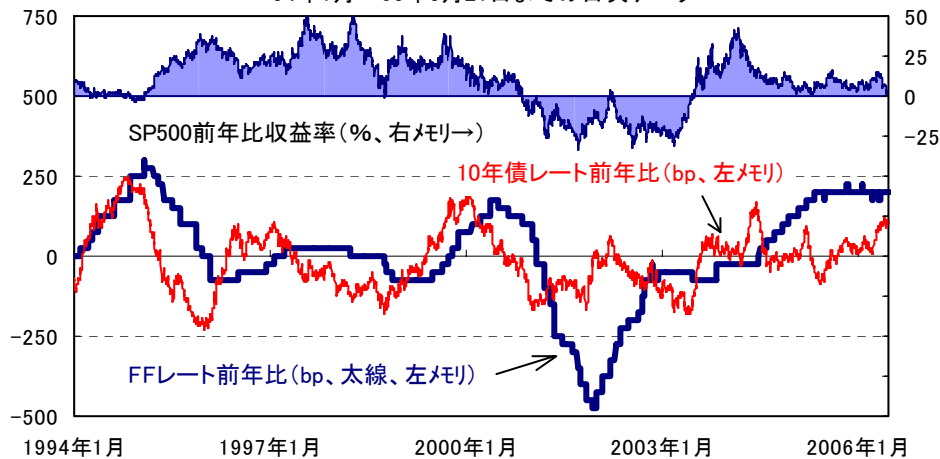


図 7 金融政策転換前後の米国株と債券レートの前年比変化

～94年1月～06年6月21日までの日次データ



(資料) 図 6・7 とも、FRB「Federal Reserve Bulletin」、Bloomberg より住友信託調査部作成

なお、この間の長短金利と株価の前年比変化をみた図 7 を図 6 と並べると、金融政策転換前後の金利と株価の反応についていくつか特徴的な動きが読み取れる。

過去の利上げ終了前後における一般的な長期金利と株価の反応は、利上げ終了に先んじて長期金利が低下する一方で株価は上昇に転じる形であった。典型的なケースが 95 年の利上げ終了に伴う動きであり、長期金利が低下するのに伴い、株価は前年比 20%前後の大幅上昇が続くことになった（図 7）。企業財務面では、この時期の企業収益は図 6 が示すように前年比 10%を超える増益が続いていた。

これに対して、2004 年以降の利上げ局面では、過去のパターンとは異なり、長期金利がなかなか上昇しないなかで、株価も同じく上昇率が 10%と過去の長期トレンドを下回ることとなった。これは、過去に比べインフレ率が 1～2%台に抑えられたために、名目株価上昇率が伸び悩んだのも主因の一つである。

但し、ここに至って長期金利が 5%を超えるなど、ようやく長期金利と短期金利の上昇幅の乖離が縮小してきている。6 月時点の FF レートの 1 年前上昇幅が 200bp（2%ポイント）であるのに対し、10 年債レートは 120bp と未だ半分強であるものの、昨年、グリーンズパン前 FRB 議長が「謎」と評したときほどの規模ではなくなっている。

このように、過去の引締め転換点前後の反応パターンに徐々に戻る過程で、相応の長期金利上昇が進んでいることは、更なる長期金利上昇の余地が限られていることになる。加えて、高収益を背景とした企業の耐久力が、その高い生産性と収益性によって、川上からの価格上昇圧力を一部吸収することによるインフレ加速の回避と、消費鈍化を補う設備・雇用創出力を有しているとの見方に立てば、年後半の米国景気は大きく崩れず、インフレ抑制にも成功する可能性が高い。

以上のファンダメンタルズの見通しと過去の金融市場の反応パターンに立てば、利上げ休止後には株価が上昇する可能性のほうが高く、金融政策の引締めによる米国発の世界株安リスクは回避されよう。

（木村： [kimurato@sumitomotrust.co.jp](mailto:kimurato@sumitomotrust.co.jp)）