

米国インフレ見通しと金融緩和解除の時期

(要約)

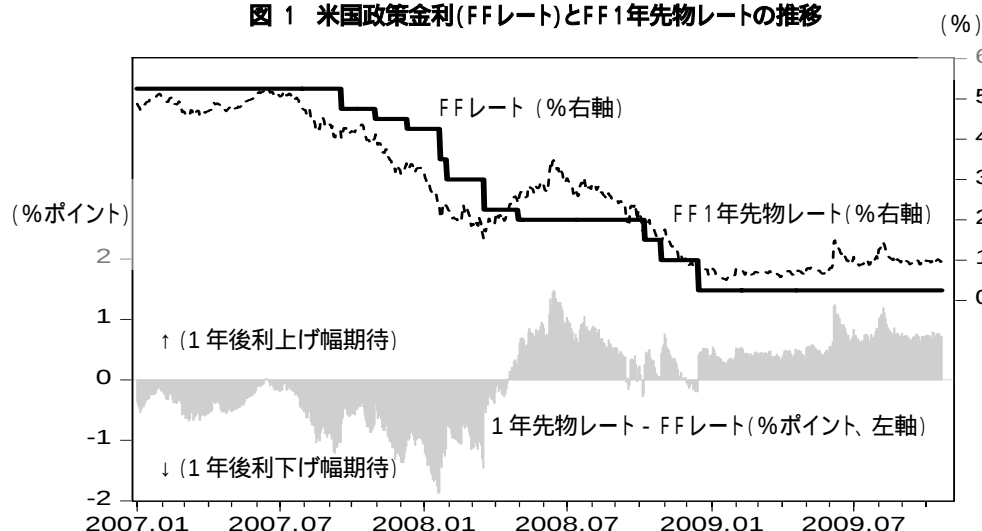
- 米連邦準備理事会 (FRB) は、雇用・物価の安定という政策目的から、金融政策変更にあたり、失業率と中期の期待インフレ率を最も注視しているとみられる。現在の失業率と期待インフレ率から試算すると、半年先のコアインフレ率は、今年9月の前年比1.5%から0.8%前後へ1%割れまで鈍化していく可能性が高い。
- しかしながら、5～10年先の期待インフレ率は、既にリーマン破綻前の2%超の水準まで戻ってきているため、失業率がピークアウトすれば、インフレ率の下方圧力が緩和し、FF(フェデラル・ファンド)レートの利上げ環境が整ってくる。
- 失業率の先行指標である新規失業保険申請件数50万件割れは、失業率ピークアウトのサインとなるため、利上げ時期を予想する上で注目したい。この先半年間に失業率がピークアウトすれば、来年10～12月期に利上げが実現するとみる。

1. 見方分かれる FF レートの利上げ期待

米連邦準備理事会 (FRB) バナンキ議長やコーン副議長による一連の講演や先日公表された9月のFOMC議事録の内容のどこに注目するかによって、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート (FF レート) がいつ利上げされるのか、そのゼロ金利解除時期についての見方が分かれている。

現在市場が織り込んでいる政策期待は、過去1ヶ月間1.0%前後を推移するFF1年先物レート水準から判断すると、1年後にはFFレートが現行0～0.25%水準から累計0.75%ポイント利上げされることを予想していることになる(図1)。

図1 米国政策金利(FFレート)とFF1年先物レートの推移



(資料) Bloomberg より住友信託銀行調査部作成

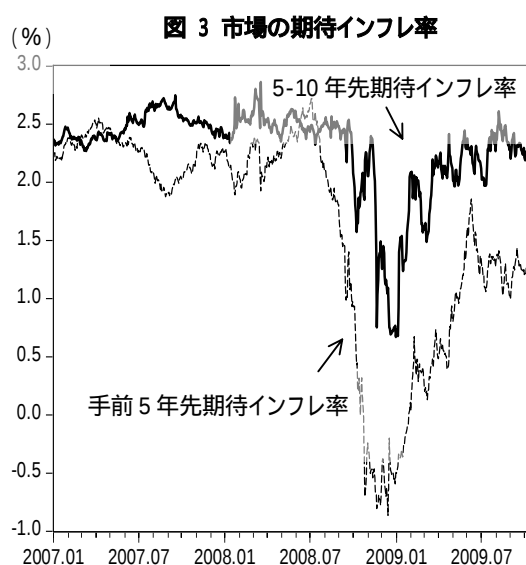
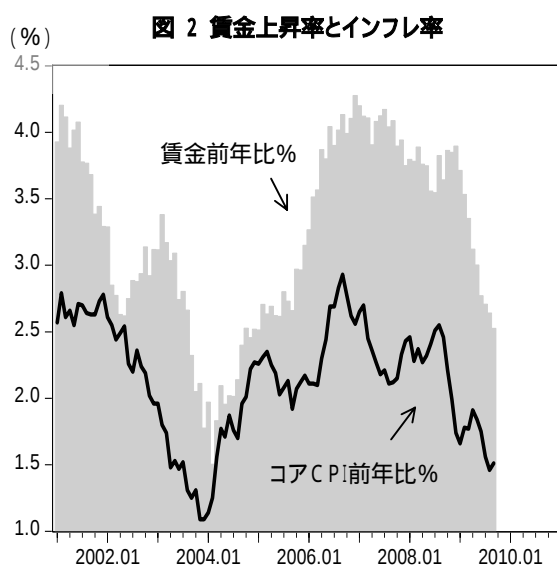
ただし、政策期待を反映する FF 先物レートは、図 1 が示す通り、直近の経済環境や FRB 理事の講演内容などによって変動する傾向にある。例えば、10 月 8 日の FRB バランスシートに関する講演で、バーナンキ議長によって「経済見通しが十分に改善すれば金融政策を引き締めスタンスへ準備することになるだろう」と述べられると、FF 1 年先物レートは 1% を優に超えて上昇した。ところが、続く 10 月 13 日のコーン副議長による講演で、「インフレと経済成長が FRB の目標を下回る状態が続いていることが、長期に亘る超低金利政策を正当化する」という発言が伝わると、利上げ期待が後退、再び FF 1 年先物レートは 1% を割り込むことになった。

本欄では予想しうるインフレと経済見通しから利上げ条件を整理してみたい。

2. 半年先の米国インフレ率は 1% を下回る見込み

今般の厳しい景気後退によって、インフレ率は当面鈍化していくとの予想が広がるなかで意見が分かれているのは、どの程度までインフレ率が鈍化するのか、そしてデスインフレから反転する時期はいつかという点にある。これを判断する上で注目すべきは、観察される賃金と期待インフレ率のやや異なる動きにある。

図 2 が示すように、失業率上昇を伴う労働市場の悪化によって、雇用者の時間当たり賃金上昇率は前年比 2.5% まで鈍化してきた。この結果、食糧・燃料を除く消費者物価指数（コア CPI）で計ったインフレ率は前年比 1.5% まで鈍化してきた。一方で、将来の期待インフレ率については、物価連動債レートによれば、手前 5 年先までの期待インフレ率は 1.0～1.5% を推移、先 5～10 年の中長期の期待インフレ率は 2.0～2.5% とリーマン破綻前の水準にまで戻ってきている（図 3）。



(資料) 図 2・3 とも、米国商務省「Survey of Current Business」、Bloomberg より住友信託銀行調査部作成

この2つのファクトから読み取れるのは、短期はインフレ鈍化、中長期のインフレ率は2%水準まで高まりそうだという予想である。こうした指標に織り込まれた情報に注目し、インフレ率を展望する上で説明力がきわめて高い、失業率と期待インフレ率の推移を使って、その影響と半年先のインフレ率を予測してみた。

表1 半年先の米国インフレ率予測モデルの要因分析

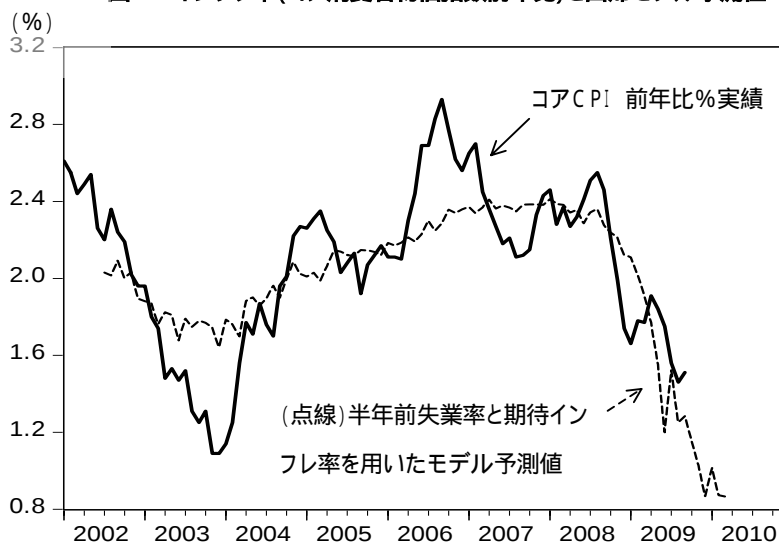
説明変数	被説明変数	
	コアCPI前年比(6ヶ月先)	コアPCE前年比(6ヶ月先)
定数項	1.95	1.87
失業率	-0.22	-0.20
5-10年期待インフレ率	0.29	0.32
現在のインフレ水準	0.29	0.27
自由度修正済み決定係数	0.57	0.71

(注) モデルは右記回帰式 インフレ率(半年先) = $\alpha + \beta$ (説明変数) 期間: 2002年1月～2009年9月
 インフレ率として、コア(食料・燃料除き)CPIとPCEを、 α は定数項、 β は定数項以外の要因の寄与度。
 (資料) 住友信託銀行調査部推計

表1は半年先のインフレ率に与える失業率と期待インフレ率の影響度を示している。半年先のインフレ率を説明する回帰式の結果を示した表1によれば、インフレ率を消費者物価指数(コアCPI)で計ってもコアPCEデフレーターで計っても、失業率1%の悪化は半年後のインフレ率を平均的に0.20～0.22%ポイント押し下げ、期待インフレ率1%上昇は、0.29～0.30%押し上げることが読み取れる。期待インフレ率1%の寄与度は、失業率と同等かそれを凌駕することを示している。

この回帰式全体の説明力は6～7割と高いことから、実際に半年前の失業率と期待インフレ率の水準を回帰式に逐次投入し得られた予測値を実績値と比べると、観察されるインフレ率のトレンドをうまく予測していることが確認できる(図4)。

図4 インフレ率(コア消費者物価指数前年比)と回帰モデル予測値



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」、予測値は表1を用いた住友信託銀行試算(動的予測)

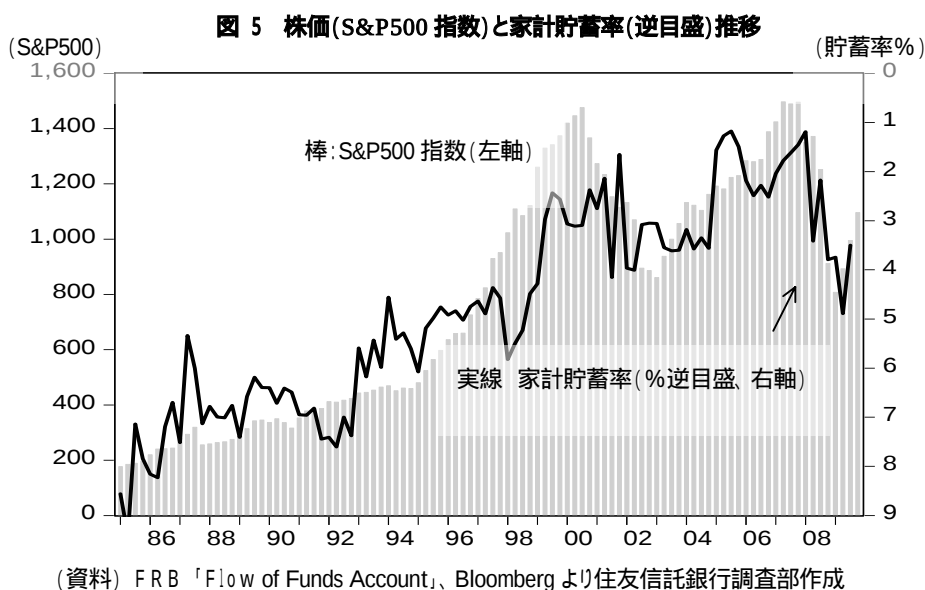
こうしたモデルは FRB でも詳細に分析されているとみられる。そこで直近 9 月までの失業率と 5～10 年先の期待インフレ率を前提として、半年先までのインフレ率推移を計算すると、2010 年 3 月のコア消費者物価指数前年比は 0.8% 前後と 1.0% を下回ってデスインフレが進むという結論となる（前頁図 4 点線）。

なお、その先のインフレ経路については、その間の失業率推移とインフレ率鈍化に伴う市場期待インフレ率の振る舞いに左右される。ただし、これまで失業率上昇とインフレ率鈍化が進むなかで、中長期の期待インフレ率は 2% 前後で安定していたことからすると、期待インフレ率には変化は生じない可能性が高い。仮に失業率が先半年の間にピークアウトすれば、インフレの下方圧力が低下、モデルが示す前年比 1% 割れ水準を底に、インフレ率は徐々に高まっていく姿が想定できるだろう。

3. 株高で消費伸び率は安定も失業率の改善が重要

米国経済の成長見通しについてはどうか。これは先行きの消費成長経路をどう予測するかに大きく依存する。過去 1 ヶ月でみられた最も大きな変化は米国の株価が回復してきたことにある。図 5 が示すように、S&P500 指数でみた米国株価は、2009 年 3 月につけた 676 ポイント（ダウ平均では 6,594 ドル）を底に、10 月には一時 1,096 ポイント（同 10,092 ドル）まで回復してきた。

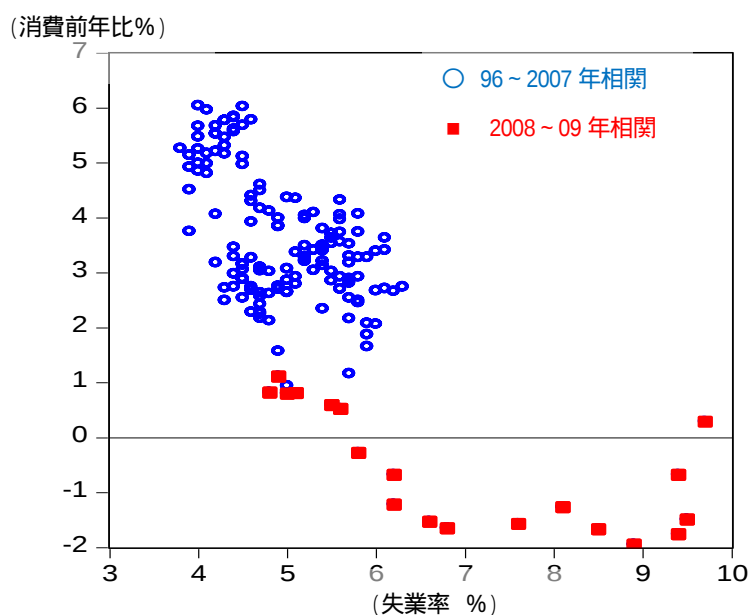
株価に見られる資産価格の底打ちは家計消費にも大きな意味を持っている。米国の消費環境は、資産価格下落によるバランスシート毀損、金融機関による消費者向けローンの厳格化、失業率上昇による将来所得リスク上昇、という 3 重苦に見舞われてきたが、株価上昇で資産価格についてのリスクは低下しつつある。この結果、家計貯蓄率の上昇（図 5 では逆メモリ）すなわち消費削減ピッチには歯止めがかかってきた。株価がこの先 2 番底に見舞われずに、安定もしくは上昇していくのであれば、家計貯蓄率も 3～5% のレンジで安定していくことが期待できよう。



もっとも、さらに消費が回復するには、資産価格のみならず将来所得期待に影響を及ぼす失業率の改善が不可欠となる。というのも、過去の消費成長率と失業率の推移からすると、消費回復ピッチは失業率の水準にも大きく依存するためである。例えば、失業率を横軸に消費前年比伸び率を縦軸に 1996 年から現在までの相関をプロットしてみると（図 6）前年比 2%を超えてさらに消費が伸びていくケースとは、失業率が 6%を下回る状況であるのが、過去 10 年間の平均的な米国消費パターンであったことが読み取れる。

消費が回復していくには、まずもって失業率の低下があり、さらに消費成長率が安定的に伸びていくには、ピークアウト後の失業率が十分に低下していくことが必要となる。こうしてみると、今後の金融政策を左右する米国インフレ率と成長ピッチいずれも、その将来の振る舞いには、失業率のピークアウト時期とその後の推移が鍵を握っていることになる。

図 6 米国の失業率(横軸)と実質消費成長率(縦軸)の過去相関

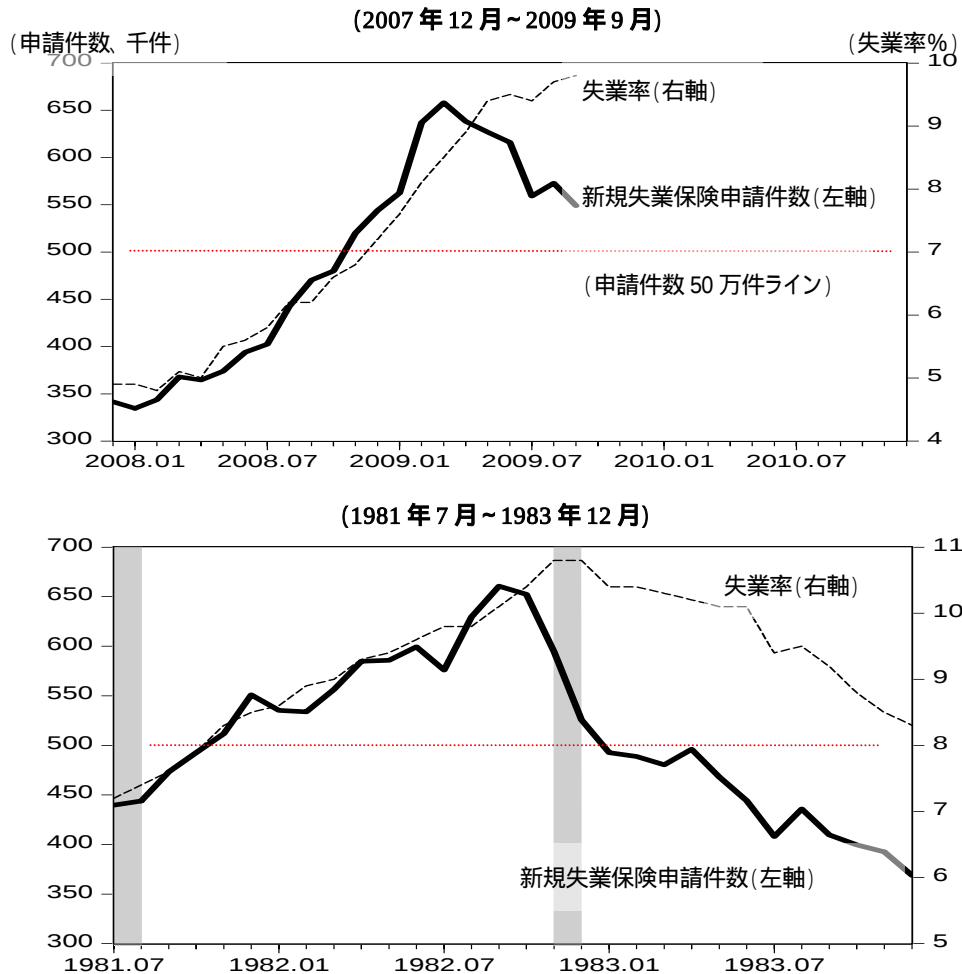


(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」他より住友信託銀行作成

4. 新規失業申請件数 50 万件割れが失業率ピークアウトの条件

では、失業率のピークアウト時期はどのように予測すべきだろうか。失業率の先行指標である新規失業保険申請件数の推移からすると、まだその時期には至っていないとはいえ、徐々にピークアウト時期が近づいてきていることには注意したい。過去の本欄でも繰り返しモニターしている新規失業保険申請件数は、直近 4 週平均で 53 万件と、失業率ピークアウトの目安となる 50 万件に近づいてきた(次頁図 7)。

図 7 景気ボトム前後の新規失業保険申請件数と失業率の動き



(資料) 米国労働省「Monthly Labor Review」他より住友信託銀行調査部作成

上図 7 が示すように、今般と同様に失業率が 10% を超え、金融危機を伴った 81～82 年不況 (S & L 危機) の際に観察された新規失業保険申請件数の増加とその後の失業率の振る舞いは、今回にきわめてよく似ている。そして 81～82 年の景気後退終了に伴い、新規失業保険申請件数 4 週平均が 50 万件を下回ってくると、失業率もピークアウトしていった。

金融危機を伴う不況からの回復はそうでない場合に比べて緩慢であることは広く指摘されている。従って、今後の失業率のピークアウト時期や改善ピッチは保守的に見る必要があるだろう。それでもやはり、今回と同じく金融危機に見舞われた 81～82 年不況のときの回復パターンを参考にすれば、新規失業保険申請件数がこのまま改善し 4 週平均で見て 50 万件を下回った場合には、失業率がピークアウトしていく可能性を強く示す最初で最も重要なサインになるとみられる。

5. まとめ - 金融緩和の解除時期と見通し

以上の考察を踏まえ、FF レートが実質ゼロ金利水準から解除される条件とその時期について改めてまとめてみたい。

- ・米連邦準備理事会（FRB）は、雇用と物価の安定という2つの政策目的から、その政策変更にあたって失業率と期待インフレ率を最も注視しているとみられる。失業率は雇用安定という目標に直接関わっているのみならず、賃金鈍化と上昇を通じて、将来のインフレ経路や家計消費経路を大きく左右する。
- ・一方の期待インフレ率は、半年先のインフレ率を予測する回帰式を用いた分析によれば、失業率と同等かそれ以上のインパクトでインフレ動向を左右する。従って、期待インフレ率がFRBの目標インフレ水準である1.0～2.0%レンジに近づき止められている限りは、高インフレ（ハイパーインフレ）にもデフレにも陥るリスクは低減していく。
- ・現在の失業率と期待インフレ率の水準からすると、半年先のインフレ率は前年比0.8%と1%を割るまで鈍化していく可能性が高い。この間、期待インフレ率に変化がなく、失業率がピークアウトしていくのであれば、デフレは回避される可能性が高まり、金融政策緩和解除の環境が徐々に整うことになる。
- ・従って、失業率の先行指標でありピークアウトの目安となる新規失業保険申請件数が50万件を割るかどうか、利上げ時期を判断する重要なサインとなろう。

こうした見方も踏まえ、米国経済金融見通しを以下のようにアップデートした。

（7～9 月期以降年内は3%超の成長を実現）

- ・米国の経済成長率については、鉱工業生産伸び率の加速、月次消費関連統計、住宅着工の底打ちを反映して、09 年 4～6 月期までの4期連続マイナス成長から、09 年 7～9 月期の成長率は3%超の成長が実現する（次頁表2）。
- ・09 年 10～12 月期についても、製造業の生産在庫サイクルにより同等の成長が持続する可能性が高い。この間の雇用環境の改善と金融緩和で株価が堅調に推移すれば、クリスマス商戦の底割れは回避され3%成長が実現しよう。

（インフレは来年前半に前年比1%割れとなるがその後持ち直し）

- ・物価動向については、足元の失業率の上昇と賃金鈍化により、ラグを伴ってこの先6ヶ月、インフレ率は前年比1%割れまで鈍化していく。

- ・今年後半の3%超の成長によって、年末から年明けにかけて新規失業保険申請件数が50万件を割ってくれば、失業率ピークアウトが視野に入ってくる。
- ・この結果、安定した期待インフレ率と失業率の改善がインフレ率を押し上げ、来年の後半以降は、コア消費者物価指数、コアPCEいずれも前年比でみたインフレ率は0.5%前後を底に反転上昇していく。

(利上げは来年10～12月期の可能性高く長期金利は徐々に上昇)

- ・かかる失業率とインフレ見通しを前提にすると、FRBは2010年10～12月期に最初の利上げを開始する。実際の利上げが10～12月期であっても、利上げ期待はその前より醸成されるため、10年債レートの水準レンジは徐々に上昇しよう。

(メインシナリオのリスク)

- ・このシナリオのリスクは、失業率の回復ピッチに大きく依存する。失業率の上昇が続く場合には、来年後半もインフレ率の低下が続くことで年内の利上げ期待が一気に剥げ落ち、10年債レートは3.0%水準まで低下していくだろう。

表2 米国経済金融環境予測総括表

	年次	2008		2009				2010				実績		(暦年予測)		
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	2007	2008	2009	2010	2011
GDP	実質GDP(前期比年率%)	-2.7	-5.4	-6.4	-0.7	3.5	3.3	2.2	2.3	2.4	2.6	2.1	0.4	-2.4	2.4	2.6
	個人消費	-3.5	-3.1	0.6	-0.9	2.0	1.8	1.5	1.8	2.0	2.2	2.7	-0.2	-1.0	1.7	2.5
	非住宅投資	-6.1	-19.5	-39.2	-9.6	-4.0	-2.0	-1.5	2.0	3.5	3.5	6.2	1.6	-12.8	-0.6	3.5
	住宅投資	-15.9	-23.2	-38.2	-23.3	21.0	15.0	8.0	7.0	6.0	4.0	-18.5	-22.9	-19.0	8.0	6.0
	輸出	-3.6	-19.5	-29.9	-4.1	8.5	7.5	5.0	6.0	6.5	7.0	8.7	5.4	-10.7	4.9	5.0
	輸入	-2.2	-16.7	-36.4	-14.7	6.0	5.5	5.0	5.0	5.5	6.5	2.0	-3.2	-9.7	4.2	4.5
	名目GDP(前期比年率%)	1.4	-5.4	-4.6	-0.8	3.6	4.4	4.0	3.9	4.2	4.4	5.1	2.6	-1.3	3.7	4.5
物価等	CPIコア(前年比)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.5	1.2	0.8	0.5	1.1	1.5	2.3	2.0	1.2	1.6	2.1
	CPI総合(前年比)	4.9	-0.1	-0.5	-1.2	-1.3	-1.0	-0.5	0.5	1.5	1.6	2.9	4.6	-0.5	1.7	2.2
	PCEコア(前年比)	2.3	1.9	1.9	1.6	1.4	1.2	0.9	0.6	1.3	1.6	2.1	1.9	1.2	1.5	2.0
	失業率(%)	6.2	7.2	8.5	9.5	9.7	10.0	9.6	9.0	8.8	8.5	5.0	7.2	10.0	8.5	7.5
金利 未 値 %	FFレート	2.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	4.25	0.25	0.25	0.50	2.00
	2年債レート(a)	2.00	0.76	0.81	1.10	0.95	1.00	1.25	1.75	2.00	2.25	3.05	0.76	1.00	2.25	3.00
	10年債レート(b)	3.82	2.20	2.66	3.53	3.30	3.40	3.60	4.00	4.15	4.25	4.02	2.20	3.40	4.25	4.50
	BB格社債(c)	10.11	13.22	11.10	9.21	7.75	7.75	7.85	8.00	8.10	8.15	8.30	13.22	7.75	8.15	8.25
	Moody's Baa社債(d)	8.75	8.07	8.45	7.17	6.17	6.30	6.40	6.60	6.70	6.70	6.56	8.07	6.30	6.70	6.70
	長短スプレッド(bp)(b-a)	182	144	185	243	235	240	235	225	215	200	97	144	240	200	150
	BB格スプレッド(bp)(c-b)	629	1102	844	568	445	435	425	400	395	390	428	1102	435	390	375
	Baaスプレッド(bp)(d-b)	493	587	579	364	287	290	280	260	255	245	254	587	290	245	220

(資料)調査部予測(10/23時点)、金融指標は未値。

予測

予測

(木村: kimurato@sumitomotrust.co.jp)

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。