

正常化に向かいつつある米国経済

(要約)

- 米連邦準備理事会(FRB)による公定歩合引き上げにみられる、正常化に向けた動きを、実体経済の改善の進捗度合いから整理・点検してみた。
- 改善が顕著に進んでいる流れとしては、銀行の貸出態度の緩和、生産循環要因による回復の雇用改善への波及があり、遅れている部分として、実際の貸出残高の減少、高い失業率の持続が指摘できる。
- かかる改善の進捗と遅れの「ずれ」は、金融市場のボラティリティを高める要因となりうるが、今年半ばに、実体経済の正常化の持続が確認できれば、今年後半以降の米長期金利は緩やかな上昇トレンドに移行しよう。

1. 正常化へ一歩踏み出す公定歩合引き上げ

米連邦準備理事会(FRB)は、銀行がFRBから借り入れる金利である公定歩合を、2月19日付けで現行0.5%から0.75%に引き上げることを決定した。この政策変更は、決定に先立つ2月10日の議会証言において、バーナンキFRB議長が示した金融政策正常化に向けた「出口戦略」のガイドラインに沿ったものである。

公定歩合はこれまで政策金利であるFF(フェデラル・ファンド)レートよりも1%高い水準に設定されていたが、金融危機後に度々引き下げられた。今回の引き上げ後もFFレートとの金利差は0.5%ポイント(50bp)に止まり、金融引き締めではなく連銀貸出の正常化に向けた政策変更であることを裏付ける(図1)。

今般の金融危機発生後、FRBは連銀貸出とは別に、金融機関向けに期間を定めオークションにより流動性を供給する仕組み(ターム物オークション貸出)を創設

図1 米国公定歩合とFFレート

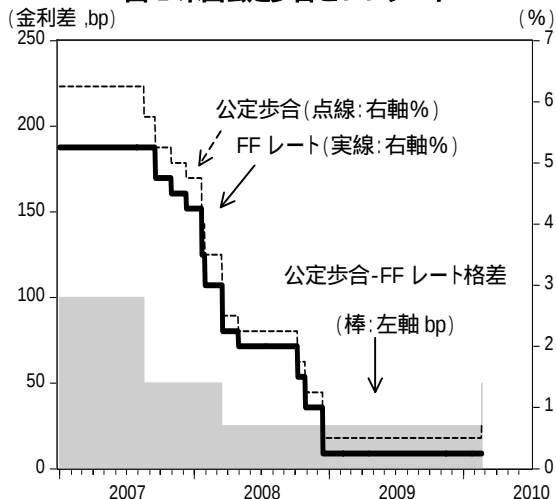
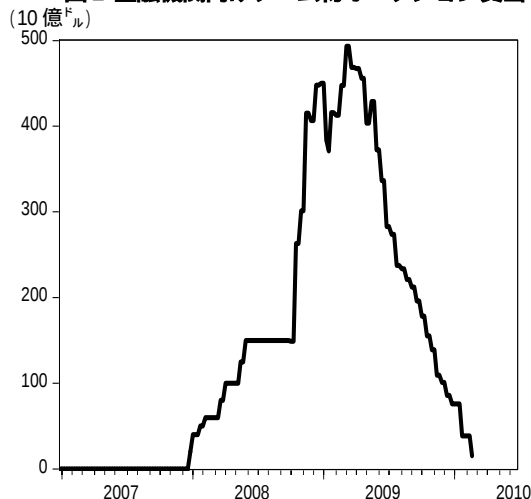


図2 金融機関向けターム物オークション貸出



(資料) 図1・2とも、米セントルイス連銀「FREDR」より作成。図2はTerm Auction Creditの残高合計。

表1 米連邦準備理事会(FRB)の見通し変化

	今回(2010年2月公表)	前回(09年11月)	差(%ポイント)
実質GDP成長率(%)			
2010年	2.8-3.5	2.5-3.5	+0.3
2011年	3.4-4.5	3.4-4.5	
2012年	3.5-4.5	3.5-4.8	
失業率(%)			
2010年	9.5-9.7	9.3-9.7	+0.2
2011年	8.2-8.5	8.2-8.6	-0.1
2012年	6.6-7.5	6.8-7.5	-0.2
コアPCEインフレ率(%)			
2010年	1.1-1.7	1.0-1.5	+0.1~0.2
2011年	1.0-1.9	1.0-1.6	+0.3
2012年	1.2-1.9	1.0-1.7	+0.2

(資料)FRB、「Minutes of the Federal Open Market Committee January 26-27, 2010」より抜粋作成

したが、金融機関の短期市場資金の流動性リスクが低下するにつれ、その残高は既にゼロに近づいている（前頁図2）。こうしたことから、危機対応モードから平常モードへと、公定歩合を引き上げる環境が整ったと判断したことが窺われる。

このように今回の公定歩合引き上げは、あくまで連銀貸出の正常化に向けた一歩であり、引上げに関する声明文でも、経済や金融政策の先行き見通しの変更を示すものではないことが強調された。2月に公表された連邦公開市場委員会議事録によれば、政策決定に関与する委員による米国経済の見通しは、2010年の成長率は2.8～3.5%のレンジと昨年11月の見方と大きくは変わらない。2011年以降の3%超の成長持続によって失業率は2010年の9%後半から2011年には8%台に低下し、つれてコアインフレ率（食品・燃料除きのPCEデフレーター前年比）は緩慢に上昇、1～2%の目標レンジに収まる姿を想定している。細かく見れば、インフレ率に関して、前回よりも水準がやや高めに修正されている点が目についた（表1）。

危機対応モードから平常モードに移行する過渡期においては、こうした経済見通しの公表を通じた市場とのコミュニケーションを円滑に行っていくことが、ますます重要になってくるだろう。

2. 改善が進む実体経済の兆候

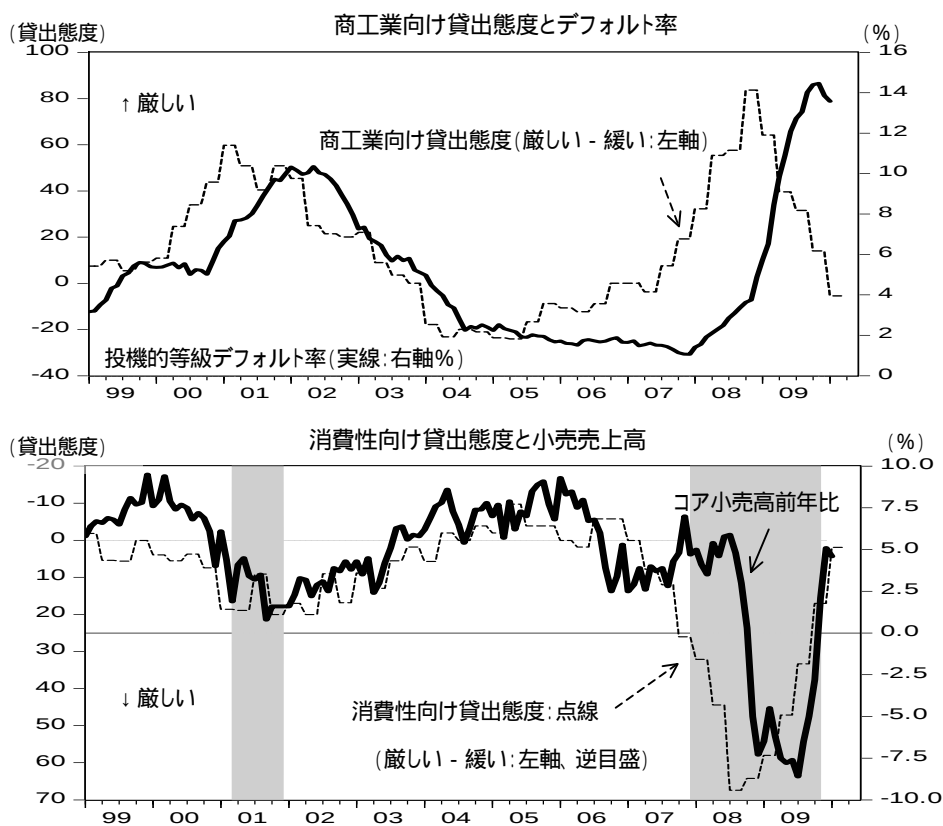
というのも、正常化への過渡期においては、改善が進む要素と遅れる要素に大きなずれが生じやすく、そのどちらを重視するかによって見方が大きく異なってくるためである。昨年末と比べて改善が大きく進んだ経済金融環境としては、銀行の企業家計向けの貸出態度の緩和と、景況感改善に伴って、経済の循環要因が正常に働いていることが改めて確認できた点が挙げられる。

FRB が米銀主要行に対して毎四半期実施している貸出環境サーベイ調査（シニア・ローン・オフィサー・サーベイ）の 2010 年 1 月調査時点の結果によれば、少なくとも商工業向けや消費性ローン向けの貸出態度（厳しい - 緩い）は、概ね平常時の水準まで緩和している（図 3 点線参照）。

例えば、商工業向け貸出態度を投機的等級の企業デフォルト率を比較した図 3 上段からは、企業デフォルト率の悪化・改善は銀行貸出態度に約 1 年遅れる傾向にあることが読み取れる。米国の投機的等級デフォルト率は昨年 11 月の 14% 超の水準から低下しつつあるが、現在の貸出態度からすると、今年末には 4% 前後まで改善することが期待される。

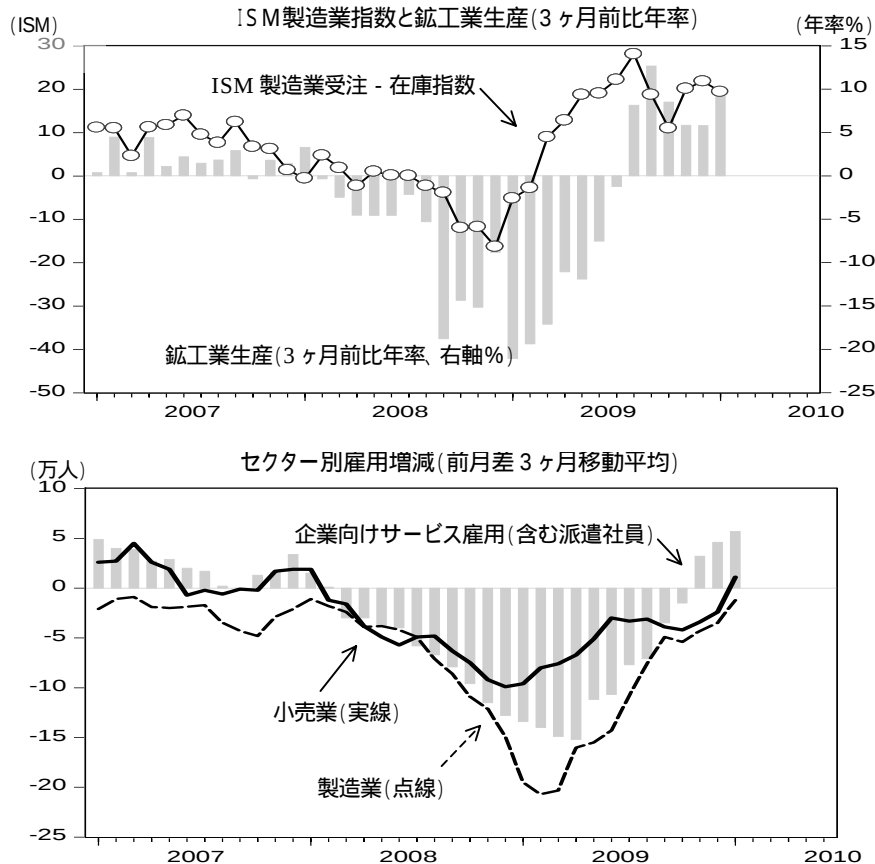
また、図 3 下段で示した消費性向けローン貸出態度（図ではメモリ逆）と自動車除きの小売売上高推移からは、貸出態度の緩和に一致して名目ベースの小売売上高が前年比 5% 近くまで改善していることが読み取れる。これらの変化は、金融危機直後に顕著となった信用収縮の足枷が徐々に取れることにより、過去の景気循環で通常観察される、不況から回復に向かう過程で、循環要因が働きやすい環境が整いつつあることを示している。かかる自律的回復のメカニズムを顕著に表しているのが、企業の景況感の改善とその後に観察される生産推移と雇用への波及にある。

図 3 銀行の貸出態度緩和に伴い改善する企業デフォルト率と小売売上高推移



（資料）FRB「Senior Loan Officer Survey January, 2010」他より住友信託銀行調査部作成

図 4 企業景況感の改善と生産・雇用への波及



(資料) いずれも米セントルイス連銀「FREDR」より住友信託銀行調査部作成

製造業の代表的な景況感指数である製造業 ISM 指数のうち、受注指数から在庫指数を差し引いた水準と生産の動きを比較してみると、金融危機後に生産を縮小し在庫処分を行っていた製造業が、ここに来て受注と在庫のギャップ拡大を背景に生産を拡大させてきていることが読み取れる(図 4 上段)。

また、生産活動の回復は雇用改善にも波及している。製造業こそ雇用者数は前月比で減少が続いているものの、減少幅は顕著に小さくなっている。派遣労働者を含む企業向けサービス雇用者は昨年末より前月比 5 万人規模で増加に転じ、消費動向を反映する小売業雇用者数もプラスに転じたことが確認できる(図 4 下段)。

3. 正常化へ改善途上の実体経済要因

一方で、改善が予想よりも遅れている部分としては、貸出態度は緩和したものの銀行全体の貸出残高は未だ減少が続いており、失業率についてもピークを打ったものの過去の景気後退期よりは高い水準にある点が挙げられる。

図 5 米銀の商工業向け・消費向け融資残高の推移

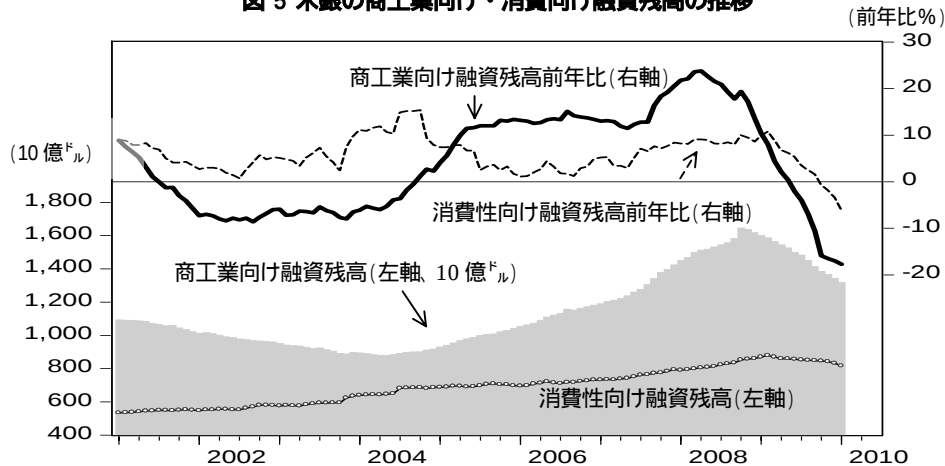


図 6 新規失業保険申請件数と失業率の推移



(資料) 図 5・6 とも、米セントルイス連銀「FREDR」より住友信託銀行調査部作成

図 5 は商工業向け融資と消費向け融資残高とその前年比の推移を並べているが、貸出態度は緩和しているとはいえ、残高ベースでは減少が続いており、米銀全体でみた本業の収益回復への道のりは、まだ遠いことを示している。

先月オバマ大統領は、銀行の規模と自己勘定によるトレーディング（証券投資売買）活動の制限、商業銀行とリスクを取って収益を上げる部門との分離を図る金融規制強化を提案した。その後の株価下落に見られる株式市場へのインパクトが大きかった背景には、本業である商業銀行部門の収益が改善していないなかで、規制法案はいたずらに収益源を摘み取りかねず、これが銀行を通じた信用創造機能の棄損につながることを危惧したことは容易に想像し得るだろう。

雇用環境についても、先ほど示した雇用増減推移の印象と異なり、足元で新規失業保険申請件数（4 週平均）の改善ペースがやや落ちているのが気がりである。図 6 は雇用環境の先行性が高い新規失業保険申請件数（4 週平均）と失業率の推移を比較しているが、失業率が明確にピークアウトし雇用が安定して増加する保険申請件数の目安 40 万件からみると、直近の 46 万件という数字は未だ遠く、改善道半ばであることを示している。FRB による失業率の見通しが 2010 年は平均で 9.5～9.7%というレンジで高止まっているのも、かかる環境が影響している。

このように、正常化への過渡期においては、改善が進む要素と遅れる要素に大きなずれが生じやすく、そのどちらを重視するかによって見方が大きく振れる。公表されたばかりの1月の消費者物価指数の数字は、その具体例とも言えるだろう。

1月のコア消費者物価指数（食品・エネルギーを除く）は家賃の下落を反映して前月比マイナス0.1%、前年比でも1.5%に鈍化し、再び物価下落への見方が広がり長期金利が低下することになった。もっとも、足元のコア消費者物価上昇率は過去6ヶ月平均の前年比1.6%を下回っているものの、市場期待インフレ率は2%を超えて高まっている（図7）。将来の期待インフレ率と足元のインフレ率のどちらを重視するかによって、見方が大きく振れることになる。

コア消費者物価指数の今後の推移については、期待インフレ率と足元の経済の稼働状況を踏まえて予測するのが重要となる。先に見たように生産回復に従い経済全体の稼働状況が高まり、失業率も頭打っている状況を踏まえると、この先さらに物価上昇率が鈍化していくとは考えにくい。将来のコア消費者物価上昇率のトレンド予測力が最も高い当部の回帰モデルを用いて予測を更新してみると、今年半ばまでのコア消費者物価上昇率は前年比1%前半で底打ち、前年比1.6%前後に向けて徐々に高まっていく姿となっている（図8点線）。

図7 コア消費者物価指数上昇率と市場期待インフレ率

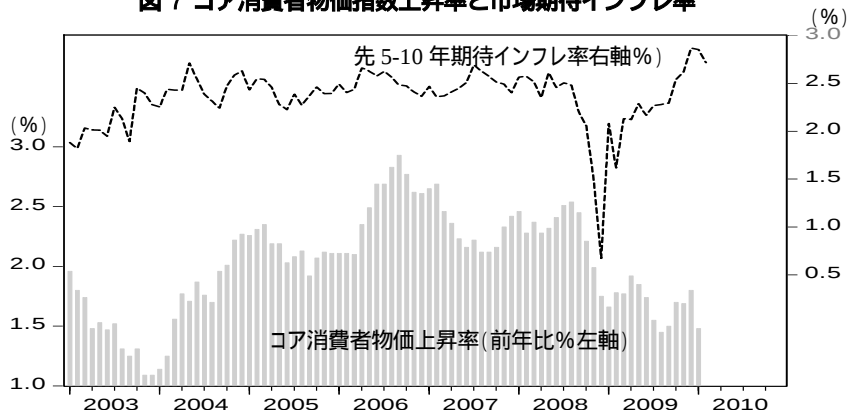
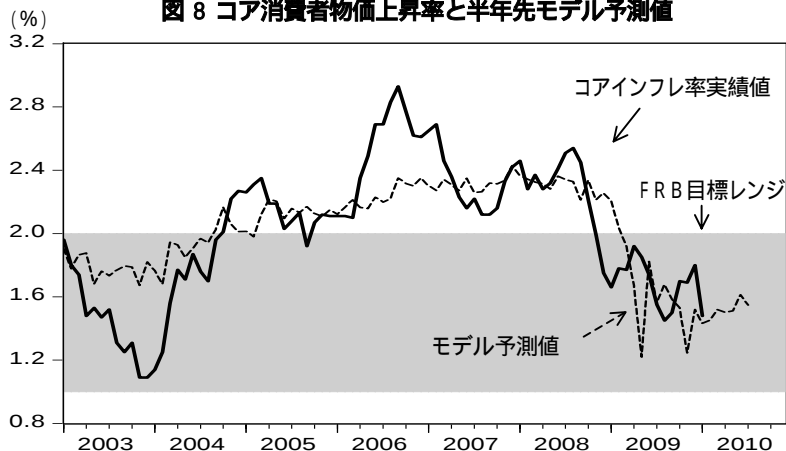


図8 コア消費者物価上昇率と半年先モデル予測値



(注) 予測値=0.75-0.10(失業率半期ラグ)+0.45(先5-10年期待インフレ率)+0.40(インフレ率半期ラグ)

(資料) 図7・8とも、米セントルイス連銀「FREDR」より住友信託銀行調査部作成

4 . 改善の進捗と遅れを考慮した見通し

最後に、実体経済にみられる改善が進んでいる部分と遅れている部分の「ずれ」がその後の経済金融環境にどのような影響を及ぼしうるかまとめてみたい。

まず、2010 年の米国経済の成長パターンについては、少なくとも前半については 2%後半から 3%を超える順調な成長を実現するとみられる。これは、先に見てきたように、循環要因によって生産回復ピッチの勢いは少なくとも今年前半については持続する可能性が高いためである（前掲図 4 参照）。この結果により、雇用改善に波及していけば、政策効果が息切れる今年後半の成長率の鈍化が軽微で済むことになるだろう。

金融政策については、長期間のゼロ金利政策を正当化する理由として FRB は公開市場委員会(F O M C)の声明文のなかで繰り返し、 経済全体の稼働率が低い、インフレ率が低い、 期待インフレ率が抑制されている、という 3 つの条件を挙げている。対する足許の状況は、徐々に期待インフレ率が高まる一方で、実際のコア消費者物価指数上昇率は鈍化していることから、早期に、たとえば今年半ばに利上げする可能性は後退したと言えるだろう。低金利の継続は、負債を抱える家計・企業そして金融機関の回復を促進し株価などの資産価格には追い風となる一方で、長期間の低金利期待の蔓延は、その後の金利上昇ショックに対する耐久力を弱めることになる。

従って、FRB としては、経済回復のトレンドが損なわれないことが確認できた段階では、仮にインフレ率が高まらなくとも、徐々に金利正常化に向けた試みと市場との対話を開始することになるだろう。その時期については、大底からの回復過程にある現在の回復循環が一服する今年半ばであることが容易に想像がつく。その時点の失業率の改善や貸出需要の回復が十分であれば、次の回復循環への流れが期待できるので、徐々に正常化に向けた利上げへの素地をつくることになるだろう。

こうした想定を前提にすれば、米長期金利は今年後半より、政策金利の正常化期待に伴う上昇トレンドに移ることが予想される。かかる金利上昇に実体経済の改善の遅れが完全には払拭できない過渡期においては、金利や株価のボラティリティが高まる可能性がある。その株価については、将来の経済回復期待と低金利の継続を享受する今年前半が最も株価にとって追い風になり、むしろ後半は利上げ期待が醸成されるにつれ、やや鈍化する可能性に留意したい。本格的な株価上昇は、銀行貸出が増加し、信用創造が活発化してからになるだろう。

なお、企業の信用スプレッド（例えば、投資適格等級の Baa 格や投機的等級の BB 格の国債レート対比の上乗せ幅）は、銀行の貸出態度の緩和に遅れた企業デフォルト率の低下が実際に観察されるのに従って、現在の水準よりもやや縮小する可能性はあるだろう。

かかる見方はいずれも、現在の回復が失業率や雇用環境の改善に繋がっていくことを前提にしている。足元やや改善が足踏みとなっている新規失業保険申請件数の推移に引き続き注目していくことが、上で整理したシナリオとリスクを検討する上で重要となるだろう。

表2 米国経済金融予測総括表

	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	2.2	5.7	3.3	2.6	2.5	3.5	2.1	0.4	-2.4	3.1	2.7
	個人消費	-3.5	-3.1	0.6	-0.9	2.8	2.0	1.8	1.8	2.0	2.5	2.7	-0.2	-0.6	1.9	2.5
	非住宅投資	-6.1	-19.5	-39.2	-9.6	-5.9	2.9	3.2	3.4	4.2	4.5	6.2	1.6	-18.4	1.4	3.5
	住宅投資	-15.9	-23.2	-38.2	-23.3	18.9	5.7	5.5	6.0	7.5	7.5	-18.5	-22.9	-20.4	5.5	6.0
	輸出	-3.6	-19.5	-29.9	-4.1	17.8	18.1	10.0	9.0	6.5	7.5	8.7	5.4	-9.9	10.4	8.0
	輸入	-2.2	-16.7	-36.4	-14.7	21.3	10.5	8.0	7.0	6.5	7.0	2.0	-3.2	-14.2	7.8	6.5
	名目GDP(前期比年率%)	1.4	-5.4	-4.6	-0.8	2.6	6.4	5.6	4.1	4.3	5.8	5.1	2.6	-1.3	4.5	4.5
物価等	CPIコア(前年比)	2.5	2.0	1.7	1.8	1.5	1.7	1.2	1.3	1.5	1.6	2.3	2.0	1.7	1.6	2.1
	CPI総合(前年比)	5.3	1.6	0.0	-1.2	-1.6	1.4	2.4	1.8	1.5	1.6	2.9	4.6	-0.5	1.8	2.2
	PCEコア(前年比)	2.6	2.0	1.7	1.6	1.3	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6	2.1	1.9	1.4	1.5	2.0
	失業率(%)	6.2	7.2	8.5	9.5	9.7	10.0	10.0	9.5	8.8	8.7	5.0	7.2	10.0	8.7	7.5
金利 未 償 %	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	1.14	1.10	1.25	1.75	2.25	3.05	0.76	1.14	2.25	3.00
	10年債レート(b)	3.82	2.20	2.66	3.53	3.30	3.83	3.60	4.00	4.15	4.25	4.02	2.20	3.83	4.25	4.50
	B B 格社債(c)	10.11	13.22	11.10	9.21	7.75	7.54	7.50	7.50	7.65	7.75	8.30	13.22	7.54	7.75	7.75
	Moody's Baa社債(d)	8.75	8.07	8.45	7.17	6.17	6.36	6.40	6.30	6.30	6.30	6.56	8.07	6.36	6.30	6.70
	長短スプレッド(bp) (b-a)	182	144	185	243	235	269	250	275	240	200	97	144	269	200	150
	BB格スプレッド(bp) (c-b)	629	1102	844	568	445	371	390	350	350	350	428	1102	371	350	325
	Baaスプレッド(bp) (d-b)	493	587	579	364	287	253	280	230	215	205	254	587	253	205	220

(資料) 調査部予測(2/23時点)、金融指標は未償。

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。