

経済・金融 フラッシュ

米 6 月 FOMC: 昨年 9 月からの利下げを停止

経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋

TEL:03-3512-1835 E-mail: doihara@nli-research.co.jp

(利下げ停止の概要と経緯)

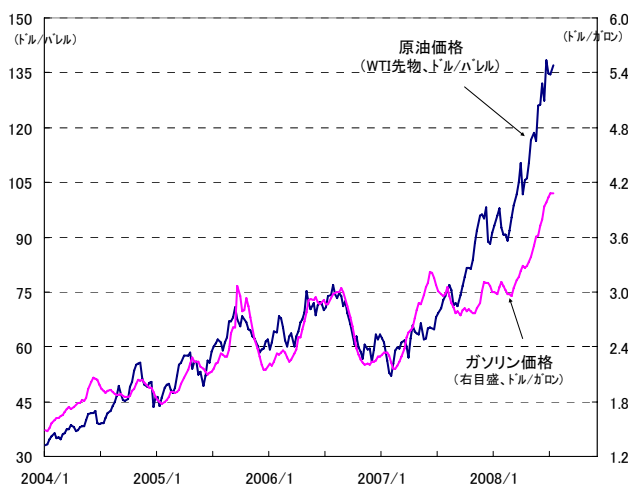
1. インフレ警戒の高まりで、利下げ政策は停止へ

6/24・25 日開催の FOMC (米連銀: 連邦公開市場委員会) は、F F 目標金利を 2.0% で据え置くことを決定した。F F 目標金利の利下げは昨年 9 月に開始され、今年に入ってから 1 月 (2 回)、3 月の大幅利下げを経て、4 月は 0.25% の小幅利下げが実施されていた。昨年 9 月以降の累計では計 7 回、3.25% 幅の引き下げが行われていたが、今回で一連の利下げが停止されたこととなる。

米国経済は一時リセッション入りの懸念が強まっていたが、6 月に入るとバーナンキ議長が「米景気が大きく失速するリスクは小さくなった」とし、「金融政策は緩やかな成長と物価の安定を推進するのに適切なポジションにあるようだ」と現状の金融政策を肯定、利下げの停止を示唆していた。これは、前回利下げ時の FOMC の議事録 (5/21 公表) で、「インフレリスクが増幅する中、景気の下ぶれリスクのみを強調することは最早適切とは言えない」として、利下げの停止を示唆したことを追認した形ともなっていた。

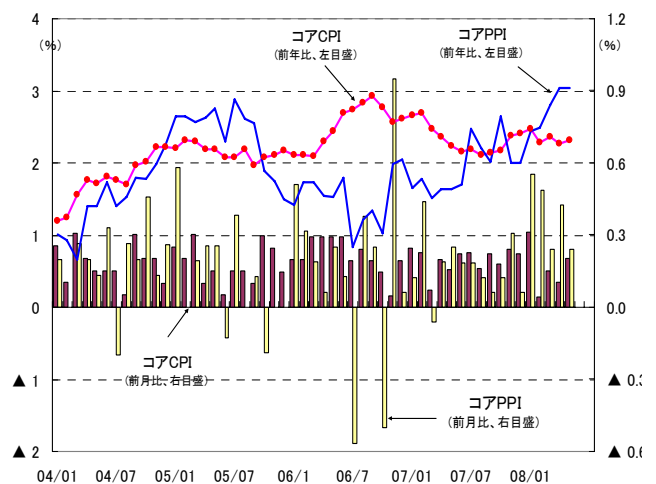
なお、FOMC の資料となる 6/11 発表のページブックでは、景気は弱いままであるとする一方、「エネルギーと食料の値上がり」が所得を侵食して消費は減速し、製造業ではエネルギーを中

(図表 1) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) エネルギー省、他

(図表 2) 物価の推移(月別)



(資料) 米労働省

心に投入コストが上昇している」とインフレ圧力の広がり指摘していた。その後、ガソリン価格が過去最高値を更新、5月の物価指標では特にコアPPIが高水準にあること等から、市場では金利据え置き予想が大勢だった。今後はややインフレに軸足を移した金融政策の舵取りが予想される。

(声明文の内容)

2. FOMC声明文のポイント～反対1委員は利上げを主張

今回の金利据え置きは、最近の景気下ぶれリスクの緩和とインフレの上振れリスク増加を考慮し、これまでの利下げ策を停止したものであるが、前回利下げに反対した2名のうち1委員が利上げを主張して反対票を投じるなど、依然、委員の間は一枚岩とはなっていない。その声明文の「ポイント」を整理すると、

- ① 経済状況については「最近の指標は、家計支出がやや堅調であることを一因に、経済活動全般が拡大を続けていることを示した。しかしながら雇用は一層軟化し、金融市場が相当の緊張下にあることには変わらない。信用市場の引き締めと住宅市場悪化の進行、エネルギー価格の上昇が今後数四半期にわたり、経済成長の重石となりそうである。」としている。前回との比較では、今回、家計支出の持ち直しとエネルギー価格の景気への影響に触れた点が異なっている。
- ② インフレに関しては「委員会では、今年後半と来年のインフレが緩和に向かうと期待しているが、エネルギー価格と商品価格の上昇が続き、インフレ期待の高まりを示す指標があることから、インフレに関する不透明感が強まる状態が続いている。」とした。ここでは、前回の「インフレが幾分緩和された」とする表現が除かれ、最近のインフレ懸念の強まりを反映したものとなった。なお前回までの「今後の資源利用度低下によるインフレ圧力の緩和」については削除されている。
- ③ 金融政策に関しては、「これまでの大幅な金融緩和策は、併行して推進中の流動性供給策と一体化して、緩やかな成長を促進するだろう。」とし、「緩和されたとはいえ、景気の下ぶれリスクは残されており、一方、インフレの上振れリスクとインフレ期待は増加している。委員会は、経済・金融活動の監視を続け、持続的な経済成長と物価の安定に必要なとされる行動を取るだろう」とした。ここでは、前々回までの「景気の下ぶれリスク」が再登場する一方、「インフレの上振れリスク」と並列されており、インフレ懸念を高めながらも、景気とインフレを両睨みにするスタンスを前面に出し、バランスを取ったと思われる。
- ④ 今回の決定については、賛成9、反対1。前回のFOMC時に、利下げに反対票を投じたフィッシャー委員（ダラス連銀総裁）とプロッサー委員（フィラデルフィア連銀総裁）のうち、フィッシャー委員が利上げを主張して再び反対票を投じた。昨年9月からの一連の利下げに関し、10月以降のFOMCではすべて何らかの反対票が投じられたこととなる。

(今回利下げ停止の注目点)

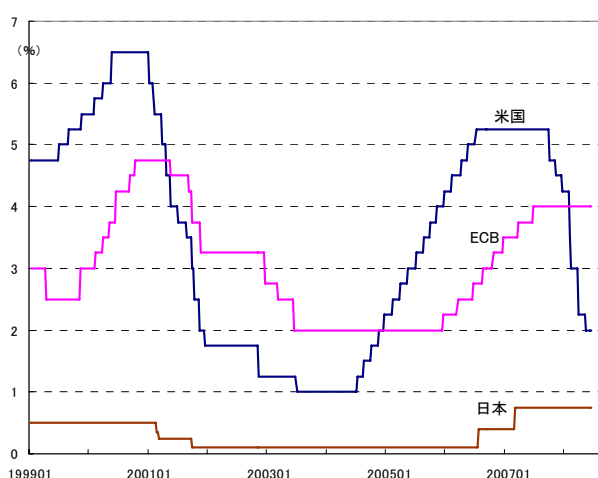
3. 金融政策を左右するのは、物価動向と米政府の市場監視策

今回のFOMCでは、FRBのスタンスが、景気や金融市場に目配りしながらもインフレ警戒へと軸足を移しつつあることが窺われる。FRBがインフレ警戒を強める背景には、原油価格の高騰に加え、ドル安の進展による物価への影響を懸念したことが挙げられる。サブプライム問題に関連

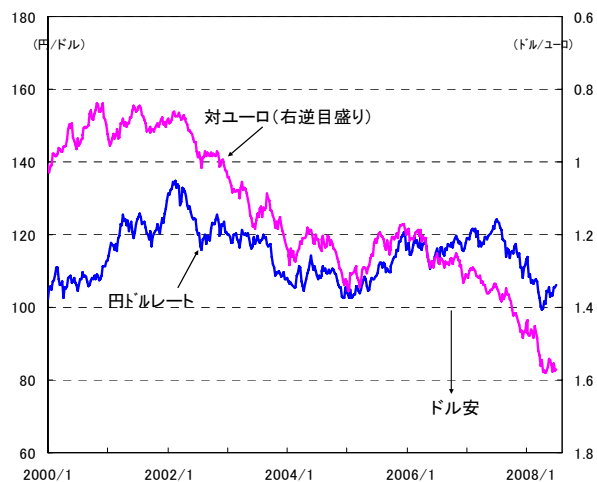
した金融機関の損失拡大とそれに伴う信用不安や住宅主導の景気減速に対処するため、FRBは潤沢な資金供給と大幅利下げを進めてきたのであるが、こうした大幅な金融緩和は、ユーロとの政策金利との逆転を生じた。

ユーロ圏では経済に変調の見られる国はあるものの、全体としては利下げするほどの景気減速とはなっておらず、半面、インフレ警戒姿勢が強く、先日のECB（欧州中央銀行）会合では、7月利上げを視野に入れたものとなっていた。そのため、昨年9月の5.25%から現行2%へと急速な利下げを実施した米国と、4%で金利を据え置いたユーロとの金利は、逆転後、その差が拡大しており、対ユーロでのドル安が進展した。

(図表3)各国の政策金利の推移(%)



(図表4) 為替レートの推移



また、ドル安を回避するための資金の流入が、原油・商品価格高騰を一層押し上げたとされている。こうした状況は、既に前回FOMC（4月末開催）で金利据え置きを主張して反対票を投じたフィッシャー委員（今回は利上げを主張）からも指摘されていたが、それでも利下げを実施したのは、利下げ政策の急速な停止が金融市場の混乱を招き、サブプライム問題の表面化以来、FRBが最優先してきた信用秩序の維持に不安を感じたからだ。

ただし、6月FOMCで利下げを停止しインフレ警戒を強めたからといって、今後の物価が現状水準にとどまるのであれば、すぐに利上げに転じることには疑問が伴う。現在実施中の景気対策（減税還付金）の効果は一時的と見られ、FRBは、住宅市場が底を打つまでは本格的な景気回復は訪れないと見ており、住宅市場の調整をさらに長引かせる利上げは避けたいところだ。

そうであれば、今後のインフレの進行を防ぐためにも、ドル価値の維持が課題となってくる。ドル価値が維持されるのであれば、原油価格上昇の勢いも抑制されよう。6月上旬の講演会でバーナンキ議長は、「ドル下落が、歓迎されない輸入物価や消費者物価の上昇を生じさせており、ドル価値の変化によるインフレへの影響に注目している」とドル安の影響に懸念を表明したが、その後、ポールソン財務長官やブッシュ大統領までもドル安への警戒を繰り返すなど、米政府が一体となってドル安を阻止する意向であることが判明している。

加えて、米政府は原油・商品取引の監視を強めている。これまで市場への不介入の姿勢を堅持

してきた米政府の政策転換の影響は無視できない。今後、投資ファンド等への監視が強まれば、これまでの原油・商品取引のうち金融取引によって価格上昇が加速された部分が剥落していく可能性も指摘されよう。

このため、今後のFRBの金融政策にとって、現在の物価上昇の背景にある原油価格とドル相場の行方による影響は大きいと思われる。政策的な意向に反して、景気減速下で、原油高、ドル安が今後も続くのであれば、既に限界に近いと見られる企業のコスト転嫁の動きを加速することにもなりかねず、スタグフレーションの可能性が現実味を増してくることも考えられる。半面、こうした策が功を奏し、一層のドル安、原油高騰が抑制されるのであれば、FRBの低金利政策はより持続的なものとなるだろう。

もっとも、より短期的に、次回8月5日以降のFOMCの動向に関しては、今回の声明文では、景気・物価を両睨みにしたスタンスを示しただけで不明であるが、市場では、声明文にあるとおり、FRBがインフレリスク増加を認めている以上、伝統的にインフレ抑制には利上げ策がとられたとして、次回はともかく、次に取られる行動は利上げ方向のものとなる可能性が強まったとの見方が増えている。いずれにしても、当面は、物価指標の動向が注目を集めることとなりそうだ。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。
(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)