

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

米経済：軽視できない金融引締め効果

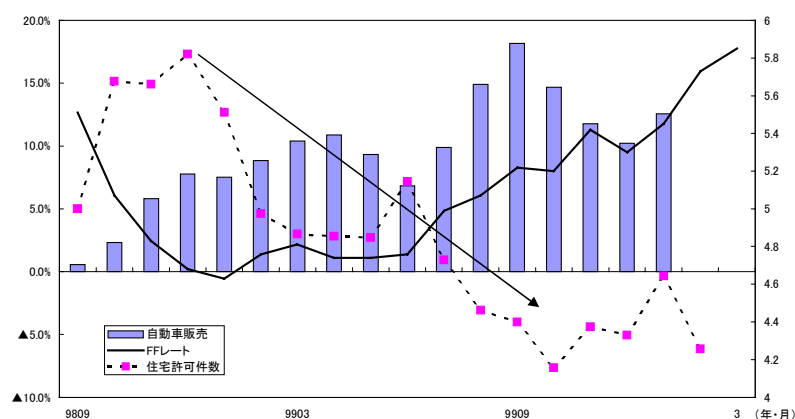
< 今週の焦点：米経済に景気変調の芽はないのか？ >

1. やや過熱感の出始めた米景気に対し、99年6月以降FRBは金融引締めへ転じた。しかし、政策転換の効果が減殺されているとの見方が多い。
2. 過去、景気変調（景気後退に至らない場合も含め）に先立つ経済的な兆候として、持続的なインフレ率の上昇、その後の金融引締め転換が挙げられる。
 - 1) 引締め転換の3四半期後に成長率がピークを迎え易い。現在、住宅面で影響は顕在化へ
 - 2) インフレ率が3.5%（下記グラフ・変化率では1.5%）を超える状況になると、過去は景気変調を迎えた。現在コアは2%弱だが、CPI全体では3%弱と警戒ゾーンにある

< 最新の基礎研インデックス（P5参照） >

- 二面等価月次GDP：3月はうるう年の反動で▲0.9%。1-3月期は2%超の大幅成長に
- 為替インデックス：5月の▲2.1%と緩やかな円高圧力の継続

今回も引締め効果は出ている：民間消費は強さを維持するが、住宅は減少に向かう



主任研究員 小巻泰之（こまき やすゆき） (03)3597-8472 ykomaki@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

< 今週の焦点 >

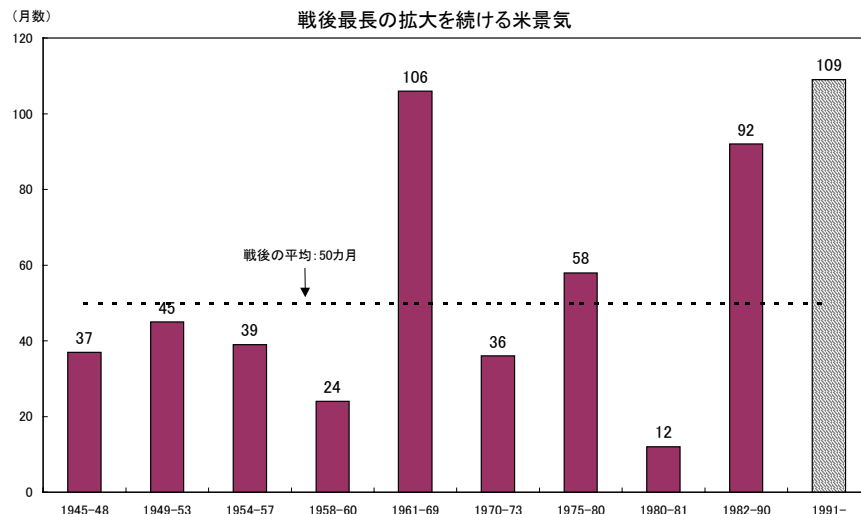
米経済に景気変調の芽はないのか？

● インフレ懸念、その結果の金融引締め効果は軽視できない

FRB は、3/22 に 99 年 6 月以降 5 回目となる金融引締めを実施した。今回の引締めにより FF 金利誘導目標は 6 % と 95 年 7 月の 5.75 % 以来、4 年 8 カ月振りの水準となっている。公定歩合 (5.5 %) も 91 年 9 月以来の 8 年半振りの水準となった。今回の追加利上げは、過熱気味の景気を減速させ物価安定させる「インフレ警戒型」の金融スタンスを明確にした。

利上げ直後の米経済・金融市場は、当初こそ株価で調整がみられるなど、一定の効果がみられた。しかし、その後はグリーンスパンの金融政策の手綱さばきを好感し、長期金利は低下し株価も安定するなど、当局の思惑どおりに引締め効果が現れず、「グリーンスパン・バブル」と指摘する見方もある。

91 年 3 月に始まった現在の景気拡大は、2000 年 4 月で 109 カ月と戦後最長記録を更新し、現在も消費を中心に需要の大きなかげりはみられない。しかし、過去の景気変調（以下では、景気後退に至らない調整的な局面も含めた意味で用いている）に先立つ経済的な兆候として、持続的なインフレ率の上昇、それに伴う、金融政策の変更（引締め）は重要な意味をもっているようである。

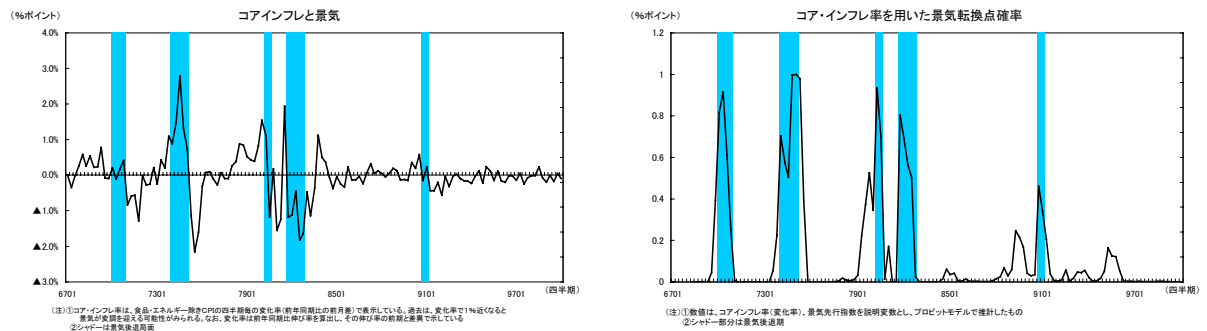


● コア・インフレ率 3.5% 超えは景気変調のサイン

戦後、景気変調の先行的な兆候として、持続的なコア・インフレ率の上昇が起こっている。過去のインフレ率上昇の原因は、国内需要の引き締めや原油価格高騰などの海外要因など、局面

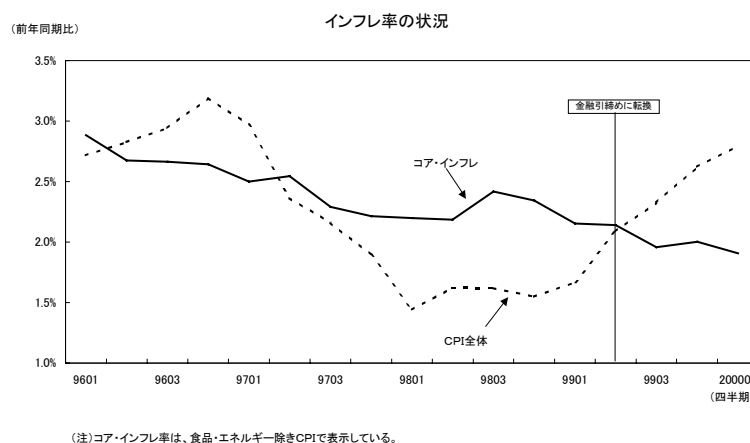
毎にその原因を異にしている。しかし、インフレ率の持続的な上昇が短期金利上昇の引き金となっている点は共通したパターンといえる。

過去、コア・インフレが変化率（前年同期比伸び率の前月差）で 1.5% を超えてきた当たりで、景気の変調を向かえる可能性が指摘できる。



ここで、コア・インフレ率の変動と米景気先行指数を用いて、景気の変調を迎える確率（景気転換点確率）を計算すると、説明力が高い。今回、仮にコア・インフレ率が 3.5%（＝変化率 1.5%＋2000 年 1 月時点の前年比 1.9%）を超えるような状況となると、米国景気は変調を向える可能性が高いと考えられる。

足もとのコア・インフレ率は 2% 弱の低下基調と落ち着いてるものの、CPI 全体は 98 年 1-3 月期以降上昇局面にある（2000/1 月時点、2.8%）。原油価格の高騰や国内需給の不均衡など物価を取り巻く環境は悪化している。



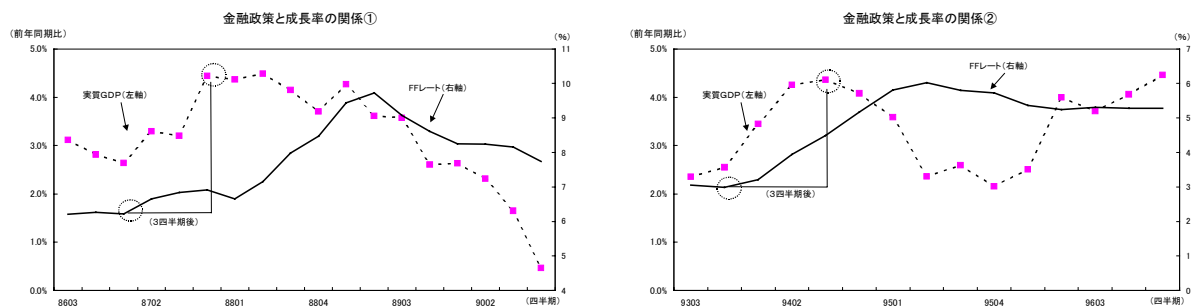
●顕在化してきた引締め効果

また、インフレとの関係で見逃せないのが、インフレ抑制のために、その後金融政策が引締めに転換されることである。インフレ率を懸念した米当局の金融政策効果の影響も無視で

きない。

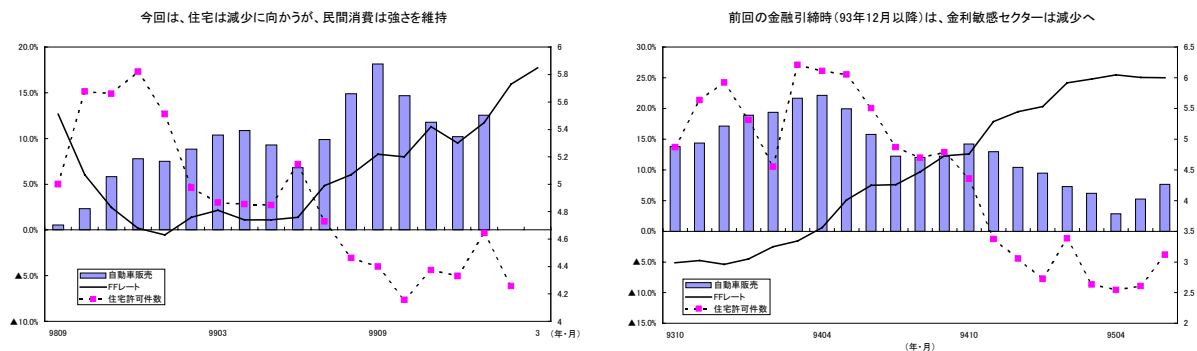
(1) 金融引締局面への転換と景気の関係

直近2回の金融引締局面とGDP成長率の関係をみると、引締局面転換後3四半期程度でGDP成長率がピークを迎えている。もちろん、当時の国内外の経済環境や経済政策の差異などから単純な比較はできないが、今回の金融引締局面は99/6月とすれば、2000/1-3ないし4-6月期に経済成長率に影響を与える可能性が指摘できる。



(2) 住宅着工は減少へ。顕在化している引締効果

今回の引締局面では、民間消費の好調持続や世界的なIT関連需要の拡大から、需要関連の月次統計も建設関連（新設住宅着工許可件数）を除いて、増加基調を維持している。しかし、金利敏感セクターの一つである住宅関連は抑制的に効果がでているのも事実である。住宅着工許可件数は98/12月をピークに増勢が鈍化し、99/8月には減少に転じた。



全体として、米国経済の力強さに陰りはみられないものの、景気変調に先立つ兆しが散見できるのも事実である。「生産性が上昇したからといってインフレが死んだわけではない」(グリーンズパン FRB 議長)のとおりに、インフレ懸念を軽視すべきではなからう。

NLI Research INDEX

<二面等価月次GDP（日本） 予測の詳細は P6 を参照>

- 3月の二面等価GDPは▲0.9%。2月の月次指標は、ほぼ「うるう年効果」分だけ嵩上げ（単純試算、下表参照）されたものの、3月はその反動から減少した。「うるう年効果」が端的に表れたのは日数増加により販売・生産量が影響を受け易い統計に集中し、生産面（鉱工業生産統計、商業販売額統計）支出面（家計調査）とも2～3月にかけて大きく変動した。
- 1-3月期は、二面等価ベースで2.3%、支出面（企画庁公表ベース）で2.1%と高成長となろう。ただし、「うるう年効果」で0.5%程度、Y2Kなどを背景とする輸出入面の変動で0.4%程度の嵩上げが含まれており、実質的には1%強の伸びといえよう。1-3月期の実勢の伸びを支えたのはIT関連産業である。IT関連、特に情報関連サービス（通信業、ソフト開発）は好調を維持し、第3次産業は99年11月以来増加基調を継続するなど、IT牽引型の回復色は一層強まっている。
- この結果、99年度成長率は政府見通し達成へ

想定とおりに上昇した「うるう年」消費統計 ― 趨勢はマイナスで変わらず

(単位:百貨店、スーパーは億円、家計調査は円)			備考	
うるう年効果			前年販売額 (99年2月)	販売趨勢 (直2カ月平均)
実績	推計値	差異		
百貨店販売 (前年比)	6981 1.2%	6961.2 0.9%	6897	▲2.6%
スーパー (前年比)	9268 3.2%	9210.8 2.5%	8983	▲1.0%
家計調査	311775 2.9%	310779.6 2.5%	303094	▲1.0%

(注)うるう年効果は、前年の数値を(1)は直近2カ月の趨勢が続き、(2)29日分に換算し推計。
うるう年販売額(推計値) = (前年販売額 × 販売趨勢) ÷ 28営業日 × 29営業日

(うるう年要因の試算方法)

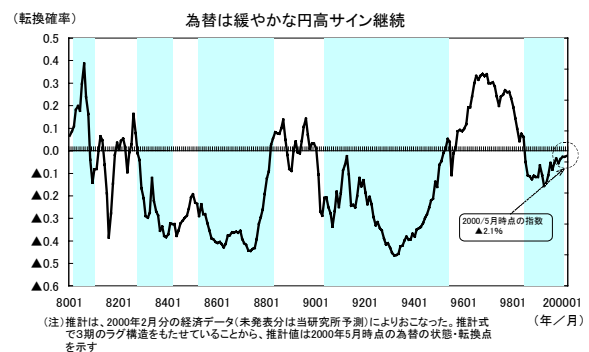
左表（簡便法）は、前年（99年2月）の数値に足元の趨勢（直近2カ月の平均伸び率）を乗じ、それを29日分に換算する。推計した数値と今年の数値と比較し、推計値（理論値）と公表された数値（実績値）との差異が小さければ、うるう年要因のみの上昇と確認できるのである。

実際、上記の方法で計算すると、理論値と実績値との差異は小さく、今回の消費関連統計の大幅増加はうるう年によるものといえる。

なお、通産省ではうるう年調整後の季節調整値を公表しているが、2月は前月比マイナスと実勢は弱いことを示している。

<為替インデックス>

- 5月の為替インデックスは▲2.1%
- 為替は再び、米国金融市場の不安定な動きを背景に、円高圧力がやや優勢な状況となっている。ファンダメンタルズ面でも、日米貿易収支動向などから円高圧力が勝っている



月次GDP予測結果

〔月次〕 →実績値による推計						〔四半期〕 公表値 ← → 予測			
						99/7-9	99/10-12	2000/1-3	2000/4-6
二面等価GDP (前期比)						▲0.1%	▲1.0%	2.3%	0.2%
(前年比)						1.3%	0.8%	1.8%	1.3%
需 要 面 か ら み た G D P	実質GDP (需要面)	470,512	468,146	485,532	490,519	482,619	475,829	485,859	486,262
	前期比年率					▲3.9%	▲5.5%	8.7%	0.3%
	前期比	▲0.8%	▲0.5%	3.7%	1.0%	▲1.0%	▲1.4%	2.1%	0.1%
	前年同期比	▲1.4%	▲1.3%	▲0.3%	3.1%	1.0%	0.0%	0.6%	▲0.3%
	内需寄与度	465,170	461,121	471,579	475,197	470,552	465,951	471,880	472,016
	前期比	0.8%	▲0.9%	2.2%	0.7%	▲1.4%	▲1.0%	1.2%	0.0%
	前年同期比	▲0.6%	▲0.3%	▲0.3%	1.5%	1.2%	0.5%	▲0.0%	▲1.1%
	民間消費	283,538	277,944	286,182	290,741	287,213	282,571	285,847	286,700
	前期比	▲0.9%	▲2.0%	3.0%	1.6%	▲0.2%	▲1.6%	1.2%	0.3%
	前年同期比	▲1.0%	▲0.9%	▲0.8%	3.3%	1.6%	0.1%	0.3%	▲0.4%
	民間住宅投資	19,149	19,039	18,610	18,968	19,193	18,078	18,774	18,808
	前期比	▲1.2%	▲0.6%	▲2.3%	1.9%	▲3.2%	▲5.8%	3.9%	0.2%
	前年同期比	4.9%	4.0%	8.7%	8.6%	5.0%	4.4%	6.9%	▲5.1%
	民間設備投資	81,901	81,681	82,866	80,000	76,919	80,469	81,049	81,947
	前期比	5.2%	▲0.3%	1.5%	▲3.5%	▲1.6%	4.6%	0.7%	1.1%
	前年同期比	5.5%	5.6%	4.7%	0.8%	▲6.8%	3.1%	1.5%	4.8%
	民間在庫	447	433	1,202	1,205	73	439	1,170	1,220
	前期比	0.0%	▲0.0%	0.2%	0.0%	▲0.1%	0.1%	0.2%	0.0%
	前年同期比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
G D P	政府消費	46,837	48,745	45,626	45,475	46,339	46,276	45,960	46,100
	前期比	8.3%	4.1%	▲6.4%	▲0.3%	0.9%	▲0.1%	▲0.7%	0.3%
	前年同期比	0.6%	0.2%	▲1.2%	▲1.8%	1.1%	0.2%	▲1.3%	0.3%
	公的固定資本形成	33,748	33,715	37,052	38,767	40,752	38,561	39,040	37,090
	前期比	▲2.3%	▲0.1%	9.9%	4.6%	▲8.5%	▲5.4%	1.2%	▲5.0%
	前年同期比	▲7.1%	▲6.3%	▲9.9%	▲9.9%	12.0%	▲5.5%	▲9.9%	▲16.7%
	外需寄与度	5,342	7,026	13,953	15,322	12,067	9,878	13,980	14,247
	前期比	▲1.6%	0.4%	1.5%	0.3%	0.4%	▲0.5%	0.9%	0.1%
	前年同期比	▲0.8%	▲1.0%	0.0%	1.5%	▲0.3%	▲0.4%	0.7%	0.8%
	財貨・サービスの輸出	69,207	69,028	67,936	73,646	68,577	68,851	70,730	71,511
	前期比	1.3%	▲0.3%	▲1.6%	8.4%	5.0%	0.4%	2.7%	1.1%
	前年同期比	8.1%	4.8%	3.6%	16.7%	3.8%	3.1%	9.3%	9.2%
	財貨・サービスの輸入	63,866	62,002	53,984	58,324	56,510	58,973	56,750	57,264
	前期比	15.2%	▲2.9%	▲12.9%	8.0%	2.8%	4.4%	▲3.8%	0.9%
	前年同期比	13.3%	11.9%	5.6%	7.2%	7.1%	6.8%	6.1%	4.4%
供 給 面 か ら み た G D P	実質GDP (供給面)	103.5	103.7	104.1	106.1	103.3	103.0	105.6	105.9
	前期比	1.7%	0.2%	0.3%	2.0%	1.3%	▲0.2%	2.5%	0.3%
	前年同期比	2.8%	2.6%	2.8%	4.7%	1.9%	2.1%	3.7%	3.9%
	建設業	74.3	73.8	74.9	76.4	77.4	74.2	76.1	75.3
	前期比	▲0.3%	▲0.6%	1.5%	2.0%	▲4.6%	▲4.2%	2.6%	▲1.1%
	前年同期比	▲5.4%	▲5.3%	▲4.3%	▲3.0%	2.1%	▲4.5%	▲3.3%	▲7.5%
	製造業	97.3	96.1	96.3	99.3	94.7	95.5	98.1	98.2
	前期比	4.5%	▲1.2%	0.2%	3.0%	3.9%	0.9%	2.7%	0.1%
	前年同期比	6.7%	5.3%	6.5%	8.4%	2.6%	4.4%	6.5%	7.7%
	第3次産業(除政府)	103.6	104.4	104.9	106.5	103.3	103.5	106.8	106.3
	前期比	1.3%	0.7%	0.5%	1.5%	0.8%	0.1%	3.2%	▲0.4%
	前年同期比	2.2%	2.7%	2.3%	5.3%	1.5%	2.0%	4.0%	3.8%

(注) 「二面等価GDP」とは、需要面・供給面の実質GDPより作成
「供給面の実質GDP」には帰属計算、政府・公共サービス等を含めており、内訳の数値とは合わない
前期の実績が0またはマイナスの場合には伸び率を計算せず、*****とした。
民間・公的在庫は寄与度表示



月次景気指標の動き

2000 年 4 月

日本				米国			
公表日	統計等	基礎研予測 (実績)	前月実績		統計等	前月実績 (当前月実績)	
4/3 月	3月新車登録台数(除軽)(前年比)	(▲4.0%)	0.8%	10:00	2月建設支出(前月比年率)	(1.5%←2.2%)	
	8:50 日銀短観:大企業製造業(3月調査)	(-9)	-17	10:00	3月NAPM指数(製造業)	(55.8←56.9)	
	日銀短観:大企業非製造業(3月調査)	(-16)	-19				
4/4 火							
4/5 水							
4/6 木							
4/7 金				8:30	3月非農業部門雇用者(前月比)	(416←7千人)	
					3月失業率	(4.1%←4.1%)	
					3月平均時給	(13.60←\$13.55)	
				15:00	2月消費者信用残高(前月比年率)	(10.2%←15.7%)	
4/10 月	8:50 3月国内WPI(前年比)	(0.1%)	▲0.1%				
	金融政策決定会合(日銀)	-	-				
	2月機械受注:船舶・電力除民需(前月比)	(▲2.5%)	0.8%				
4/11 火	-	2月経常収支	(1.53兆円)	1.27兆円			
4/12 水				8:30	3月輸入物価(前月比)	(0.3%←2.0%)	
					3月輸出物価(前月比)	(0.4%←0.5%)	
4/13 木				8:30	3月生産者物価(前月比)	(1.0%←1.0%)	
				8:30	3月小売売上高(前月比)	(0.4%←1.8%)	
4/14 金	8:50 3月マネーサプライ(M2+CD)(前年比)	(1.9%)	2.1%	8:30	3月実質賃金(前月比)	(▲0.4%←▲0.4%)	
				8:30	3月消費者物価(前月比)	(0.7%←0.5%)	
					3月消費者物価コア部分(前月比)	(0.4%←0.2%)	
				9:15	3月鉱工業生産(前月比)	(0.3%←0.1%)	
					3月設備稼働率	(81.4%←81.5%)	
4/17 月							
4/18 火				8:30	3月住宅着工件数(年率)	(160.4←180.7万)	
4/19 水				8:30	2月貿易収支(財・サービス)	▲280億ドル	
4/20 木							
4/21 金	8:50 2月第3次産業活動指数(前月比)	▲0.7%	0.5%				
	8:50 2月全産業活動指数(前月比)	▲0.1%	0.5%				
4/24 月							
4/25 火				10:00	4月消費者信頼感指数	136.7	
4/26 水	8:50 3月商業販売統計(小売業)(前年比)	▲1.8%	▲0.1%	8:30	3月耐久財新規受注(前月比)	▲2.7%	
4/27 木	8:50 3月鉱工業生産(前月比)	▲0.5%	3.0%	8:30	3月期雇用コスト指数(前期比)	1.1%	
	金融政策決定会合(日銀)	-	-	8:30	1Q実質GDP(前期比年率)(advance)	7.3%	
4/28 金	8:00 3月失業率	5.0%	4.9%	8:30	3月名目個人所得(前期比)	0.4%	
	8:00 3月CPI(全国、総合)(前年比)	▲0.7%	▲0.6%		3月名目個人消費(前期比)	1.0%	
	8:00 4月CPI(東京都都区部)(前年比)	▲0.6%	▲0.7%				
	8:00 3月家計調査(勤労者、名目)(前年比)	▲1.3%	2.9%				
	14:00 3月住宅着工戸数(前年比)	▲5.9%	2.4%				
	3月有効求人倍率	0.54	0.52				

(注1) ()内の数値は実績値

(注2) 通関統計、国際収支は季調値。

(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)