

米国経済

F O M Cの次の一手 : デフレ阻止には4%超成長の持続が不可欠

当局が最も信頼するコア個人消費デフレータの前年比に3四半期程先行する「累積GDPギャップ」を使って、デフレ阻止に必要な成長軌道を考えると、03年下期～05年末まで4.5%成長を続けるケース以外では、たとえ3%成長を続けても、デysinフレが続くとの結果になる。しかし、デysinフレ下で設備・雇用の力強い回復を期待するのは難しい。唯一のエンジン・住宅部門をさらに刺激するなら、長期金利のより直接的な抑制措置が必要になってこよう。

デフレ阻止に必要な成長軌道は？

食料・エネルギーを除く消費者物価指数(コアCPI)の前年比でみたインフレ率が、当面、低下を続ける可能性が高いことは、マクロの需給ギャップとの関係からみた本誌2003年5月号の「米国経済」、指数の中身を個別に検討した同先月号の「米国経済」で述べてきた通りである。本稿では、再び、マクロの需給ギャップとインフレ率との関係に焦点を当て、デフレを未然に防ぐには、どのような成長軌道が必要なのかを考えてみたい。

累積GDPギャップの概念

コアPCED前年比に3四半期先行する累積GDPギャップ

03年5月号の「米国経済」では、国内総生産(GDP)ギャップそのものとコアCPI前年比インフレ率の前年差との関係から、デフレ・ギャップが存在する間は、その後1年間程度、コアCPI前年比が前年対比で低下を続けることを明らかにしたが、今回は、コア消費者インフレ率の予想される方向や水準をより直接的に捉えるため、「累積GDPギャップ」という概念を用いる。これは、議会予算局(CBO)推計の潜在GDPからの現実の実質GDPの乖離率として表わされる「GDPギャップ」を、ギャップがほぼゼロであった1959年1～3月期を基準(=ゼロ)に累積させたものである。累積GDPギャップは、デフレ(インフレ)・ギャップがあるときには低下(上昇)する。

累積GDPギャップのシミュレーション

次に、03年後半から05年末にかけて、4.5%程度の高成長が持続する、『ブルーチップ・エコノミック・インディケーターズ』集計のコンセンサス予想並みである3.5%成長が続く、潜在成長率並みの3%成長が続く、という3つのケースを仮定し、各々について、累積GDPギャップのシミュレーションを行なった。結果をみると、デフレ・ギャップが解消し、累積GDPギャップが上昇に転じるのはのケースのみだった。のケースでもデフレ・ギャップは縮小するが、解消には至らず、累積GDPギャップは低下を続ける。のケースに至っては、デフレ・ギャップの拡大は止まるものの、縮小には至らず、累積GDPギャップの低下はかなりのものになってしまう。

- 4.5%成長持続
- 3.5%成長持続
- 3.0%成長持続

**累積GDPギャップは  
コアPCED前年比に3  
四半期先行**

**ケース ではディス  
インフレが続く**

**当局もシミュレーショ  
ンの結果をおそらく認  
識**

**デフレ阻止には4%超成  
長の持続が必要**

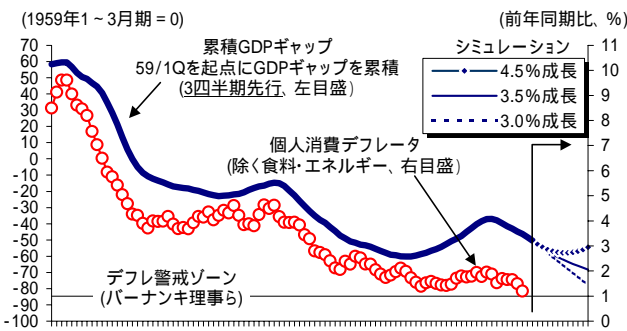
実は、この累積GDPギャップが、金融当局の最も重視するコア個人消費デフレーター(PCED)の前年比でみたインフレ率の動きに3四半期程度先行するのである。そうすると、 のケース以外、コアPCEDのインフレ率は低下を続け、特に、累積GDPギャップの低下がきつい のケースでは、潜在成長率並みの成長を維持しているにもかかわらず、デフレに追い込まれかねないという結果になってしまうのである(図表1、2)。

**デフレ懸念払拭には4%超成長の持続がやはり不可欠**

以上のことを当局が認識しているなら、03年下期以降、成長率が緩やかに持ち直す程度で安心などできるわけがない。実際、5月の連邦公開市場委員会(FOMC)議事録をみると、「今年から来年にかけ、現在の予測に沿った形で経済活動の拡大ペースが上向くと想定しても、労働・財市場の過剰供給能力がなお拡大を続け、今後数四半期にかけてはさらなるディスインフレを当然のことながら助長することになる」との見方が示されていた。

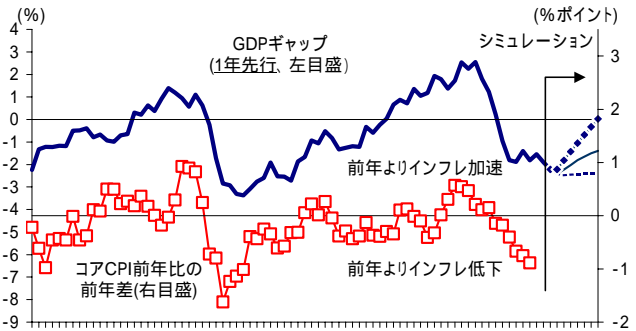
本誌先月号「米国経済」で紹介したように、マネタリストでインフレ警戒論者のセントルイス連銀ブル総裁までもが、「実際のGDPが潜在GDPに到達するには、4~4.5%成長が2~3年続く必要がある」(5月19日、ブルームバーグとのインタビュー)と述べ、また、6月のFOMCが、景気認識を前進させ、成長に対するリスクは均衡していると述べたにもかかわらず、「まだ持続的成長をみせていない」ことを理由に、利下げに踏み切り、ディスインフレを警戒しているのも、上記のシミュレーション結果と符合する。

**図表1. 累積GDPギャップとコアインフレ率**



(注)GDPギャップは議会予算局推計(02年3月)の潜在GDPからの現実の0年、四半期)実質GDPの乖離率。(出所)米商務省「GDP」、議会予算局

**図表2. GDPギャップとコアインフレ率の変動**



(注)GDPギャップは議会予算局推計(02年3月)の潜在GDPからの現実の(年、四半期)実質GDPの乖離率。(出所)米商務省「GDP」、議会予算局

**ディスインフレ継続で  
企業の価格決定力も一  
段と低下**

**ディスインフレ下では設備・雇用の力強い回復は困難**

では、果たして、4.5%成長の持続は可能なのか。これまでのデフレ・ギャップの存在により、今後1年程度はコア消費者インフレ率の低下が予想される状況では、少なくとも、企業の支出である設備投資と雇用について、力強い回復を想定するのは難しい。本欄で度々述べてきたことだが、企業の価格決定力は一段と低下することが見込まれるため(図表3)、収益マージンを拡大

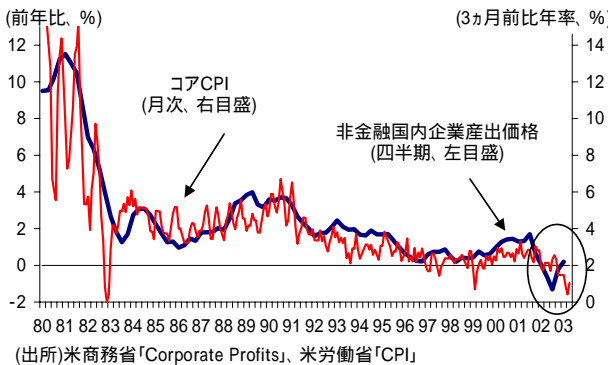
**雇用低迷 = 設備低迷**

させるには、一段のリストラが不可欠となる(図表4)。雇用がしばらくは低迷するとなれば、おそらく設備投資も低迷することが予想される(図表5)。

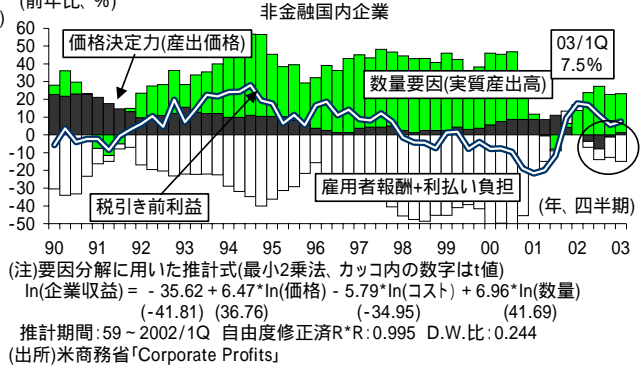
**唯一の刺激経路は住宅ローン金利だが...**

そうすると、景気を加速させる唯一といってよいエンジンは、住宅ローン金利低下を背景とした家計の支出ということになる。しかし、これも、既に当面の需要が飽和状態にある中で、雇用が低迷している状況では、よほどの金利低下がない限りは、それを通じた支出の伸び加速は期待しづらい(図表6)。

**図表3. 企業の価格決定力は一段と低下**



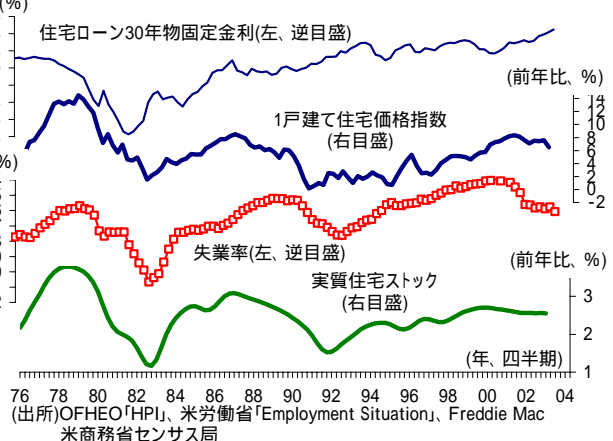
**図表4. 税引き前利益増減の要因分解**



**図表5. 雇用・設備の悪化を示す求人広告**



**図表6. 住宅部門: 雇用 v.s. 金利**



**6月FOMC前後の長期金利上昇は当局にとって誤算**

**期待形成の徹底と長期金利抑制のための措置が必要に**

こうした状況にもかかわらず、6月FOMC声明が景気に楽観的なトーンを示し、利下げ幅を25 ベーシス・ポイント(bp)にとどめたこともあり、長期金利はFOMC前後からやや上昇している。これは当局にとってはおそらく誤算である。そうすると、「単なる回復」と「高成長持続の必要性」の区別をより徹底し、後者が満たされなければ、デフレリスクは決して遠のかないことを市場に周知させる必要が出てくる。その意味で、当局の意図に沿った期待形成と長期金利のより直接的な抑制措置が早晩不可避になるとみられる。

**高成長持続が不可欠であることを市場に周知徹底させる必要**

つまり、デフレ阻止に必要な成長という観点からも、非伝統的手段を含む追加緩和措置が必要になってくというわけである。

(2003.7.1 主任研究員 森山 昌俊)