

## 米国経済

### 失業率から距離を置き始めた当局

バーナンキFRB議長は、2月27日の世界同時株安後も、緩やかな拡大という見通しに変化はないと述べたが、景気については、住宅と設備で、見通しより明らかに弱めの数字が出ており、限界的には下ぶれリスクが増している。こうした中、議長は失業率とインフレの関係の緩みに言及し始め、徐々にCPI等の上方バイアスも指摘。高水準の資源利用率や高すぎるコアインフレへの認識を微修正することで、中立バイアスへの地均しを始めた可能性あり。

**2月27日の世界同時株安はバーナンキ初の試練**

**冷静な対応に市場も安心感**

**緩やかな拡大見通しが不变なことも強調**

**市場の景気懸念緩和にも努める**

**サブプライム・ローン問題についても、影響は限定的との立場**

**世界同時株安後も、インフレが主要な懸念？**

**2月14-15日の議会証言**

#### 経済見通しに変化はないと言うが・・・

上海株急落を直接のきっかけとする2月27日の「世界同時株安」は、バーナンキ連邦準備制度理事会(FRB)議長の危機管理能力を試す初の機会となったが、翌28日の下院予算委員会で議長は、「大統領のワーキング・グループと共に、市場の動きを注意深く監視してきた」が、「市場は正常に機能している」ようであり、「流動性に問題があるとは思われない」と冷静に対処。市場に安心感を与えることに、ひとまず成功した。

ニューヨーク市場では、2月26日のグリーンスパン前FRB議長による「景気後退」発言や弱かった1月耐久財受注など起因する景気懸念も、株安を加速させていたが、「経済についても緊密に監視をしている」と述べた議長は、昨年10～12月期の実質国内総生産(GDP)成長率が、速報の前期比年率3.5%から同2.2%に下方改訂されても、「改訂値のほうが、我々の経済の全体観により合致する」と言い切り、「(弱い)新たな全てのデータを考慮に入れても、我々の経済に対する期待は、(2週間前の議会証言時から)、実質的な変化はない」=引き続き「緩やかな拡大を期待している」と明言。米国市場でリスク認識の再評価を促すきっかけになった低所得者層向け(サブプライム)住宅ローンの問題にしても、「幾分の懸念」はあり、「緊密に監視している」ことは認めつつも、「より広い、健全なローン市場に波及している証拠があるわけではない」とし、「大きな金融上の懸念や経済見通しの修正を迫る主たる要因とは見ていない」と述べていた。

#### 住宅と設備は明らかに下ぶれ

だとすれば、世界同時株安を経てもなお、当局の「政策上の主要な懸念」は、なお「インフレ」ということになるが(2月14日、バーナンキ議長)、実際のところはどうなのか。以下では、議長が「実質的な変更点はない」とした経済見通しを披露した定例の議会証言(2月14日：上院銀行委員会、15日：下院金融サービス委員会)を振り返ることとする。

同証言は、連邦市場委員会(FOMC)を代表する性格が強いことから、1月FOMC声明の内容(先月号の本欄)を、ほぼ踏襲するものだったが、実際、景気については、「住宅からの下押しが弱まるにつれ成長率はやや強まり、今年と来年、緩やかなペースで拡大する可能性が高いとみられる」という見方を堅持。(a)「住宅市場安定化の暫定的兆候

**景気については、緩やかな  
拡大見通しを継続**

が出てきた」中、(b)「家計の財務状況は全体的にしっかりしている」上、(c)「労働市場が健全で、実質賃金の上昇継続が期待される」こと、(d)「生産の着実な拡大と良好な財務状況を支えに、設備投資は緩やかなペースで拡大するはずである」こと、(e)「海外の経済成長が、輸出のさらなる着実な拡大を支えるはずである」ことが根拠とされた。

**その後の指標は、住宅と設  
備の下ぶれを示す**

ただ、その後の指標をみると、1月住宅着工は前月比14.3%の大幅減。1月耐久財受注では、機械投資の基礎統計である非国防資本財除く航空機出荷が前月比2.7%、同受注が6.0%となった上、各々2.8%、6.8%に下方改訂された。つまり、上記(a)と(d)では明らかに下ぶれが起こっている。議長は当時、「消費が力強いペースで拡大を続ける」という上ぶれリスク、「予想を上回る住宅市場の調整や、消費・住宅関連雇用への予想以上の波及」という下ぶれリスクとも、「かなりのもの」としていたが、限界的に下ぶれリスクが増しているのは明らかである。2月28日の質疑応答で、住宅市場が底入れし、在庫調整が終わるなら、「年央のどこかで、経済がやや力強さを増す可能性は十分ある」としたのも、前半は低成長が続くことを暗に認めたものともいえる。

**景気リスクは、限界的には  
下ぶれに傾いているはず**
**コアインフレはやや上ぶれも、懸念に当たらず**
**コアインフレについては  
警戒姿勢継続**

一方、コアインフレについては、「なお幾分高い」中、「月次指標にはノイズがあり、インフレの基調が予想通りに鈍化していると自信が持てるまで、幾分時間が必要」なこと、「原油や他の商品価格は予測が極めて困難ゆえ、重要な不透明要因」であり、「持家需要の回復や貸家の供給増による家賃の伸び鈍化も、程度やペースは不透明」なこと、「最終需要が持続的に生産能力を上回れば、インフレ圧力が顕在化し得る」ため、「高水準の資源利用率は、なお、インフレの重要な上ぶれリスクである」点を挙げ、「インフレが期待通りに低下しないリスクが政策上の主要な懸念であり、状況次第ではリスク是正のため、行動をとる用意がある」と、引き続き、警戒姿勢を維持していた。

**ただし、低下継続が、引き  
続きメインシナリオ**

それでもメインシナリオは、「来年にかけ、低下が継続」と従来通り。「インフレ圧力の後退開始を示す幾つかの兆候」があると判断をやや前進させる中、「一時的要因(原油価格などの上昇や家賃の伸び加速)の剥落が、コアインフレの持続的低下を助ける」上、「生産性の基調が良好で、利益率が歴史的な高水準にある」ため、「名目報酬の増加は、生産性上昇が相殺するか、企業の利益率圧縮で吸収され、消費者に転嫁されない」ことは「確かに可能」なこと、「経済が緩やかなペースで拡大するなら、財・労働市場での圧力も僅かながら緩和するはず」であること、「インフレ期待が引き続き抑制されているようであるのは心強い」ことが指摘されていた。

**1月のコアインフレはやや  
上ぶれ**

その後に発表された1月の食料・エネルギーを除く消費者物価(コアCPI)上昇率は、前月比0.3%、前年比2.7%(当局がより重視するコア個人消費デフレーター<PCED>の伸びも、前月比0.3%、前年比2.3%)に加速したため、は解消されず、は水を差された形になった。しかし、CPI発表直後にサンフランシスコ連銀イレ

当局者は見通しを変えず

家賃の伸びは着実に鈍化

1月コアCPI前月比は限りなく0.2%に近い

水準の表示桁変更で12月との単純な比較はできず

1月は医療費とタバコが急上昇

上ぶれ常習犯以外は、むしろ鈍化が鮮明

ン総裁は、「ノイズの多いインフレ指標」の「単月の数字に焦点を当てるのは生産的でない」と述べ、「月々の変動を均せば、この数カ月に鈍化」との判断を披露。ブルームバーグTVに出演したセントルイス連銀プール総裁も、「最善の見通しを変更するほどの内容でなかった」と述べていた。原油価格は上昇しているが、CPIの家賃関連が着実に鈍化している点は、をサポートし、への懸念を後退させたはずである(図表1)。

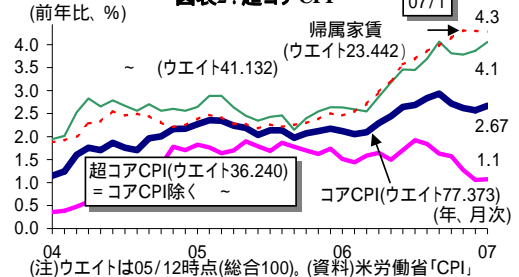
そもそも、1月コアCPIの前月比は0.256%と限りなく0.2%に近かった。また、指数の「水準」の公表が、1月分より小数第3位までとなったため、同第1位までの昨年12月分と単純に比較はできない面もある。12月コアCPIは208.1(季節調整値、82~84年=100)だが、小数第3位までが208.149なら、1月(208.632)の前月比は0.232%と0.3%にならない(こういうケースを避けるため、指数の詳細が公表されるようになった)。さらに言えば、1月は、医療費とタバコが急上昇(各々、前月比0.8%、3.1%)。労働統計局(BLS)のシニアアナリスト、パトリック・ジャックマン氏によれば、前者では、製薬会社が昨年に予告した以上に薬価を引き上げた上、昨年、抑制気味だった診察費が、新料率提示月に当たる1月に大きく引き上げられたとのこと。後者では、テキサス州の大幅増税(1パック0.41~1.41ドル)と、昨年12月18日からのメーカーの値上げが響いたという。同氏は、コアCPI前月比の「加速」のうち、6割が医療費、15%がタバコの「加速」による(つまり一時的要因による)ものだったとしている。本欄は、アパレル(しばしば季節調整難)、航空運賃とホテル代(事実上のエネルギー関連項目)、家賃関連(ウエイトが過大)、医療サービス(高めの伸び)を、問題児ないしは上ぶれ常習犯と呼んでいるが、これを除いた「超コアCPI」は、1月も前月比0.07%、前年比1.1%の伸びにとどまっている。問題児以外は、鈍化が鮮明である(図表1、2)。

図表1. CPIの詳細

前月比、%	ウエイト	06/1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	07/1
総合	100.0	0.6	0.1	0.3	0.6	0.5	0.2	0.4	0.3	-0.5	-0.4	0.0	0.4	0.2
エネルギー	7.1	4.6	-1.1	0.4	3.9	3.7	-0.5	2.5	0.4	-7.3	-6.7	-0.2	4.2	-1.5
コア	78.5	0.15	0.20	0.29	0.29	0.24	0.29	0.24	0.24	0.19	0.145	0.096	0.144	0.256
アパレル	4.0	0.3	-0.6	0.6	0.6	0.0	0.0	-0.6	0.6	0.5	-0.5	-0.1	0.2	0.3
航空運賃	0.7	1.1	-0.2	-0.1	-0.4	1.6	1.1	0.2	0.5	-0.4	-1.6	-2.6	0.1	2.1
ホテル	3.0	0.3	0.5	0.6	0.1	0.3	0.2	0.4	0.1	0.4	-0.1	0.7	0.3	1.1
家賃関連	29.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2
医療サービス	4.6	0.1	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.9
コア除く	~	36.8	0.06	0.11	0.20	0.20	0.09	0.18	0.23	0.11	0.00	0.07	-0.14	-0.04

(注)ウエイトは03/12時点。(資料)米労働省「CPI」

図表2. 超コアCPI



U L C上ぶれも、ただちにインフレとは言えず

06/4QのU L Cは大幅上方改訂だが...

報酬の上ぶれは特殊要因

昨年10~12月期の非農業単位労働コスト(U L C)が、報酬の上方改訂と生産性の下方改訂により、前期比年率1.7%~6.6%増に上方改訂されたことが、前述の にマイナスなのは確かだが、商務省経済分析局(BEA)によれば、10~12月期の報酬の上方改訂は、ほとんどが、臨時ボーナスかストックオプション行使によるものとのこと。雇用統計(労働省)の年次改訂による労働時間の改訂を主因に06年全体の生産性上昇率が2.1~1.6%に下方改訂されたのは別に、10~12月期が前期比年率3.0~1.6%に半減したのは、生産高の下ぶれによるもので、「基調」としての生産性鈍化とは言えない(需要が弱く、本来の生産性を発揮できなかった)。利益率が高くコスト吸収余地が大きいことに

生産性の下ぶれは、基調の低下を意味せず

変わりはなく、目先の生産性鈍化・U L C上ぶれが、ただちにインフレにつながると当局がみていないのは、前述 からも明らかである。

緩やかな拡大見通しなら、需給の逼迫懸念も低下へ

先に、景気については、2月中旬の当局の見通しに比べ、やや下ぶれていると述べたが、そうであれば、前述の の労働市場における圧力低下の可能性は限界的に増し、の「高水準の資源利用率」への懸念は後退していると推測される。つまり、特殊要因以外の報酬の伸び加速への懸念は低下しているはずである。

#### 失業率から距離を置こうとする当局

インフレ見通しはほとんど変わらない一方で…

結局、インフレ面では、均せば2月中旬以降、見通しが「実質的に変わった」点はなさそうだが、その背後では、興味深いことが進行している。それは、なお低水準にある失業率から、当局者が距離を置こうとしているという点である。2月中旬の議会証言時に公表されたF O M C経済見通しをみると、07年10~12月期の失業率予想(中心傾向)が、昨年7月時点の4.75~5.0%から4.5~4.75%に引き下げられていたのに対し、コアP C E D前年比予想は2.0~2.25%のままだった。ウォールストリート・ジャーナル紙のF e dウォッチャー、アップ記者は、当局が、自然失業率(インフレを加速させない失業率=N A I R U)の推定を4.5%程度に引き下げた、一時的要因の剥落によるインフレ抑制効果が、失業率低下の影響を上回るとみている、という2つの解釈を紹介していたが、前者なら低失業率への懸念は限界的に後退していることになる。

低失業率から距離を置き始めた当局

F O M C経済見通し:失業率引き下げも、インフレは不変

自然失業率を引き下げ?

この点で、タカ派で労働市場の専門家のシカゴ連銀モスコウ総裁でさえ、4.5%の失業率はN A I R Uの下限にはあると認めている(1月10日)というのは、に通じる。一方、の説に立てば、原油価格や家賃といった「一時的要因」が再び上昇ないしは伸びを高めるようなら、低失業率も再び問題になる。ただ、とは別に、失業率とインフレに一定の関係を認めない当局者も多い(1月21日、イエレン総裁など)。バーナンキ議長も、2月15日の議会証言後の質疑応答で、「インフレを誘発する特定の雇用水準があるわけではない」と述べていた。これは第3の立場ということになるが、注目すべきは、議長がこの立場を、その後も繰り返して述べている点。2月28日の下院予算委員会でも、「雇用状況とインフレの関係は、過去に比べ緩んでいる」と述べ、3月2日の講演の際にも、グローバル化を根拠とするインフレ楽観論を牽制する一方、質疑応答では、「失業率や他の余剰資源を示す指標とインフレの関係は、次第に緩んできている」と指摘していた。だとすれば、先に示したの「高水準の資源利用率は、なお、インフレの重要な上ぶれリスク」との主張も、微妙に後退している可能性がある。

特殊要因を重視?

第3の立場=失業率とインフレに一定の関係を認めず?

関係の緩みを頻繁に指摘する議長

高水準の資源利用率への警戒も微妙に後退か

#### 中立バイアスへの変更は近いが、インフレ警戒姿勢は継続

その含意は大

この仮説の含意は小さくない。なぜなら、低失業率に伴う賃金インフレの可能性こそ、「政策の主要な懸念」である「コアインフレが予想通りに低下しないリスク」の大きな根拠の1つだったからである。その失業率から距離を置き始めたということは、リ

リスク見直しの一歩？

「高すぎるコアインフレ」  
認識の修正にも着手？

インフレ指標の上方バイ  
アスに徐々に言及

近づく「中立バイアス」

それでもインフレ警戒

より重要となるのはイン  
フレ期待

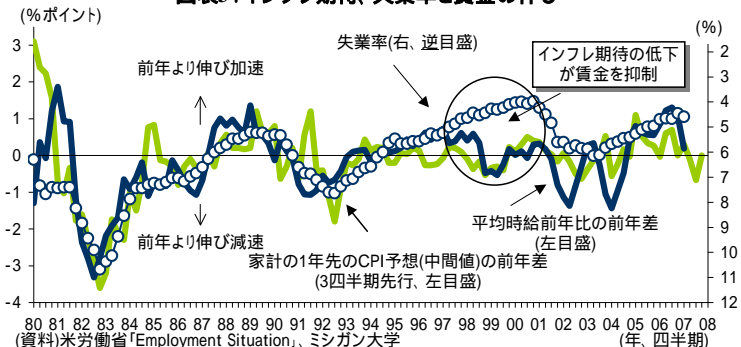
失業率とインフレの関係  
が緩むほど、インフレ期待  
の抑制が重要に

中立バイアスと矛盾せず

スク判断見直しの最初の一歩と言えなくもない。もちろん、当局者の言う「安心ゾーン」の上限 2%までコア P C E D前年比が低下してこなければ、「予想通りに低下しないリスク」は残るため、見直しどころではないが、この点でも、議長は地均しを始めた兆候がある。3月2日の講演後の質疑応答で、インフレ指標の上方バイアスに言及したのがそれ。C P Iで約 1%ポイント、P C E Dでも約 0.5%ポイントはインフレを過大評価しているというのなら、コアインフレ(前年比)の実態は、C P Iで 1.7%、P C E Dでも 1.8%。1~2%の「安心ゾーン」も上方バイアスを考慮したものであり、単純な議論はできないが、本欄の知る限り、この問題に議長が触れたのは、当局への信認が問題とされる前の、昨年5月24日付両院合同経済委員会への書簡以来だった。

よって本欄は、昨年12月に1人が主張し、1月は議題に上った「リスク判断の変更」、より正確には、双方向への政策変更の可能性を示す「中立バイアスへの復帰」は、着実に近づいているとみる。ただ、それでも、インフレ警戒姿勢は続く。失業率とインフレの関係が薄れているというのは、以下の2点で、「インフレ期待」がより重要になってくるからである。第1に、「エネルギー高などによる一時的な物価変動が、賃金や価格の決定過程に組み込まれ、インフレ率に持続的影響を及ぼすか否かは、インフレ期待次第」になるからである(2月14日、バーナンキ議長、上院銀行委員会～図表3)。

図表3. インフレ期待、失業率と賃金の伸び



第2に、自己増殖しやすいインフレ期待の上昇でインフレが加速した場合、失業率とインフレの関係が薄れていれば、インフレを低下させるのに、失業率を相当に上昇させなければならなくなる(05年9月29日のコーンF R B理事<当時>の講演、「インフレーション・モデリング」を参照)。いずれにせよ、失業率とインフレの関係が薄れているとみるほど、インフレ期待の抑制は一段と重要になる。ゆえにインフレ警戒は欠かせないわけだが、これと中立バイアスへの復帰とは矛盾しない。

(2007.3.8 主任研究員 森山 昌俊 Tel : 03-3572-9109 E Mail : [m.moriyama@murc.jp](mailto:m.moriyama@murc.jp))

本資料の記載内容の一部を引用あるいは転載される場合には、必ず「三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部 資料より」と明記して下さい。本資料に掲載された分析・予測等は基本的にエコノミスト個人の見解に基づいています。また、資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものではありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング 投資調査部

〒105-8631 東京都港区新橋1丁目11番7号

URL : <http://www.murc.jp/>

TEL : 03-3289-1685 (部代表) FAX : 03-3289-1682