



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Shiro Katsufuji 勝藤 史郎
Senior Vice President & Chief Economist
+1(212)782-5701, skatsufuji@us.mufg.jp

April 30, 2010

<FOCUS>

元気がでる内需：第1四半期 GDP は3.2%成長

- 第1四半期のGDP成長率は前期比年率+3.2%とほぼ予想通り、内容は個人消費をはじめ民間の内需が予想以上に強いとの結果になった。今後も経済は民間による自律回復へ徐々に移行しながら持続的に成長を続けるであろうことを示唆する心強い内容となった。
- 民間内需が強いことは、景気後退に対応した政府支援による回復が徐々に民間の自律的な回復に移行していることにもなっている。第5図から読み取れるように、政府の直接支出が逡減していくのを越えるペースで内需が成長を押し上げていて、少なくとも数字の上では、政府から民間へのバトンタッチは順調に行われていることになる。
- 今後連邦政府支出は景気対策法による支出額が漸減していくことで成長への寄与はさらに低下するはずだ。その分を民間がカバーできることが持続的成長への鍵になるわけだ。
- 幸い、民間部門の持続的成長への見通しは明るい。第1四半期は雇用の拡大がまだ端緒であり、今後雇用の増加ペースが加速していくことを考えれば、中期的には個人消費中心に内需は持続的に拡大していくだろう。企業業績の回復も第1四半期決算の結果からは順調で、設備投資余力は更に大きくなると見込む。
- 従って、今後も成長率は3%前後の安定した数字を今年一杯続けるという当レポートの見通しをそのまま維持する。数字上は昨年第4四半期の+5.6%、今年第1四半期の+3.2%にくらべてやや成長率の数字は低下する可能性がある。だが、持続的な成長が年後半に確認できるであろうことに変わりはない。

<トピック1> まだ多くを語らず：4月FOMC声明文

27、28日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会(FOMC)は、現状金融政策を据え置くことを決定した。「長期間に亘る超低金利政策」文言は存置された。公定歩合、資産売却や資金吸収に関する言及もなかった。

<トピック2> ハト派勢力じりじり拡大：FRB副議長候補にイエレン氏

オバマ大統領は29日、FRB新任理事候補3名を指名した。目玉であった副議長ポストには事前評判通りサンフランシスコ連銀のジャネット・イエレン総裁が候補として指名された。

<経済・金融の動向：4月26日～30日現在> 9週連騰ならず：5月には一旦調整と見る

<経済指標コメント> S&P ケースシラー住宅価格指数(20都市、2月)は前年比+0.6%、季節調整済前月比-0.1%、他。

<FOCUS> 元気ができる内需：第1四半期 GDP は3.2%成長

第1四半期のGDP成長率は前期比年率+3.2%とほぼ予想通り、内容は個人消費をはじめ民間の内需が予想以上に強いとの結果になった。今後も経済は民間による自律回復へ徐々に移行しながら持続的に成長を続けるであろうことを示唆する心強い内容となった。

個人消費・設備投資は予想以上に強い

30日に公表された第1四半期の実質GDP成長率は前期比年率+3.2%と、ほぼ当レポート予想(3.5%)に近い結果となった(第1図)。数字上はやや下ブレしたが、これは主に州・地方政府支出の大幅なマイナスによるもので、むしろ民間の内需の伸びは予想以上に強い。

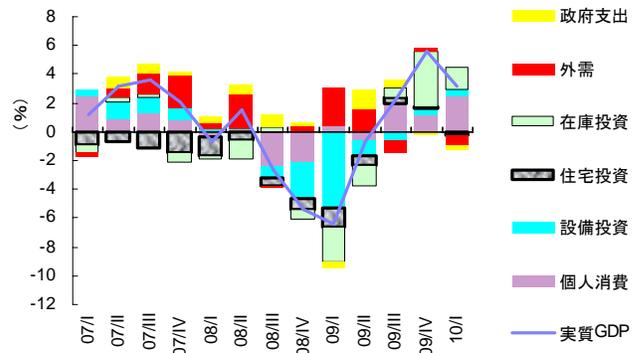
まず個人消費は前期比年率+3.6%と予想以上の強さだった。3月分の個人消費統計は5月3日に公表予定だが、前月比+0.5%の大幅増加になっているか、もしくは前月比横ばいに終わった2月分が上方改訂されているはずだ。特に大手日系メーカーのリコール問題による自動車販売の2月の減少が一時的なものにおわり、むしろ3月の各社キャンペーンが奏効したことで、耐久消費財の伸びが2桁になったほか、非耐久消費財、サービス消費もいずれもプラスの伸びを維持した。

また企業の設備投資の回復も、低い設備稼働率にもかかわらずかなり強いペースだ。機器ソフトウェア投資は2四半期連続の2桁成長で、民間設備投資項目を2四半期連続のプラス成長に押し上げた。事業用不動産建設などの構造物投資は依然マイナスが続いているが、IT投資や生産設備などの回復がこれをカバーした(第2図)。

全体的にはサプライズの少ない結果だが、政府部門が数字を下ブレさせた

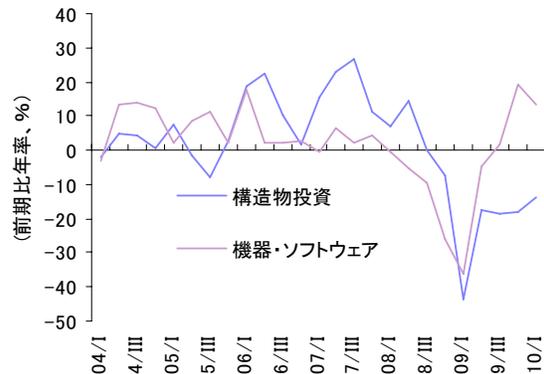
逆にマイナス成長に転化したの住宅投資である。これは前期に住宅着工がマイナスだったに

第1図：実質GDP成長率の推移(需要項目別寄与度)



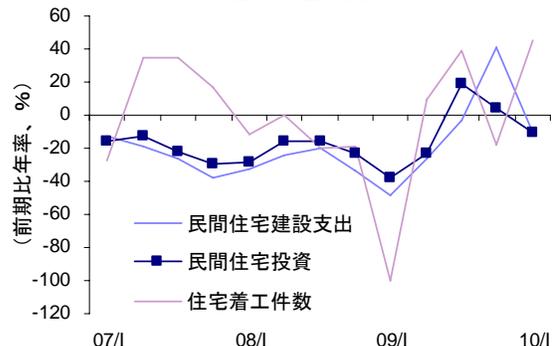
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：民間設備投資



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：民間住宅建設支出



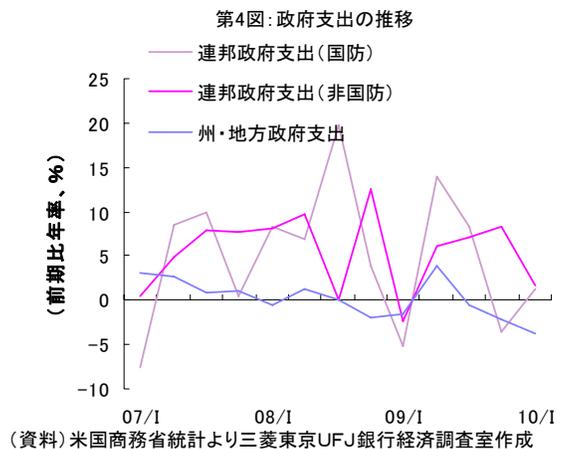
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

もかからず GDP 統計上の住宅投資がプラスだったことや、建設支出統計上の住宅建設支出が第 1 四半期にマイナス成長になっていることから、統計のブレとして可能性を想定していたものである。この悪化は一時要因によるものであって懸念には及ばない。すでに住宅着工件数は第 1 四半期に前期比で大幅増加に回復していることから、第 2 四半期には住宅投資は再びプラス成長にもどるだろう（第 3 図）。

企業在庫が 2 年ぶりに積み増しに転じて成長にプラス寄与したこと、また内需の拡大で輸入の増加が輸出の増加ペースを上回ったことによる貿易赤字の拡大で外需が成長にマイナス寄与したことはほぼ予想通りだった。

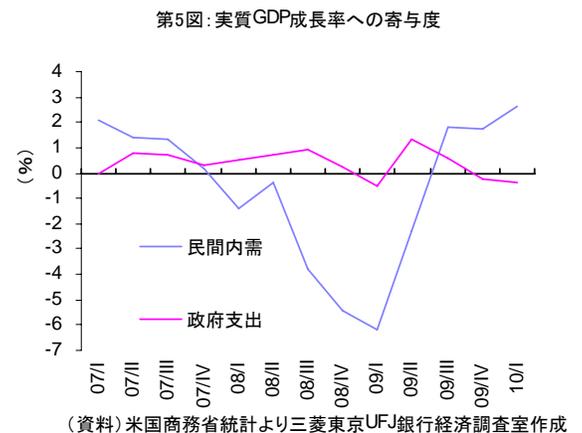
いっぽうで、政府支出が 2 四半期連続となるマイナス成長になったことが全体の数字の下のブレの要因になっている。第 1 四半期は連邦政府支出は何とかプラスの伸びを保ったが、州・地方政府支出が 3 四半期連続のマイナスかつマイナス幅を大きく拡大したことが政府支出全体の減少の要因になっている（第 4 図）。

総じてみると今回の統計は、サプライズの少ない結果になった上、個人消費・設備投資・住宅投資をあわせた国内民間最終需要（民間内需）は前期比年率+3.2%と 2006 年第 1 四半期以来の強い伸びになっているなど、民間の内需の回復ペースが極めて強い。またこれに応じて貿易赤字が拡大するなど本来の米国の内需主導型の成長に回帰していることが分かる結果になった。



政府による押上げから、民間の自律的成長への移行が円滑に進んでいる

民間内需が強いことは、景気後退に対応した政府支援による回復が徐々に民間の自律的な回復に移行していることにもなっている。第 5 図から読み取れるように、政府の直接支出が逡減していくのを越えるペースで内需が成長を押し上げていて、少なくとも数字の上では、政府から民間へのボタンタッチは順調に行われていることになる。今後連邦政府支出は景気対策法による支出額が漸減していくことで成長への寄与はさらに低下するはずだ。その分を民間がカバーできることが持続的成長への鍵になるわけだ。



幸い、民間部門の持続的成長への見通しは明るい。第 1 四半期は雇用の拡大がまだ端緒であり、今後雇用の増加ペースが加速していくことを考えれば、中期的には個人消費中心に内需は持続的に拡大していくだろう。企業業績の回復も第 1 四半期決算の結果からは順調で、設備投資余力は更に大きくなると見込む。第 1 四

半期の住宅市場は政府のインセンティブ制度の谷間や悪天候などでかなり数字がぶれる環境にあった。今後そうした一時的要因が剥落すれば、住宅市場はより安定的な回復になるはずだ（もっとも従前より指摘している通り、4月末で終了した住宅購入インセンティブ制度の効果の剥落後に住宅販売が増加基調を維持できるかは6月以降の販売状況を確認してみなければ分からない）。

従って、今後も成長率は3%前後の安定した数字を今年一杯続けるという当レポートの見通しをそのまま維持する。数字上は昨年第4四半期の+5.6%、今年第1四半期の+3.2%にくらべてやや成長率の数字は低下する可能性がある。昨年第4四半期は一時的な在庫不足に対応した急遽の在庫積上げや廃車インセンティブ制度による一時押し上げがあったし、今年も年前半まではいわゆる積み上がり潜在需要が一気に実現することで一時的にトレンドを上回る成長が実現できた。しかし、年後半はもう少し本来の潜在成長率に近いややそれを下回る数字になる可能性が高い。だが、持続的な成長が年後半に確認できるであろうことに変わりはない。

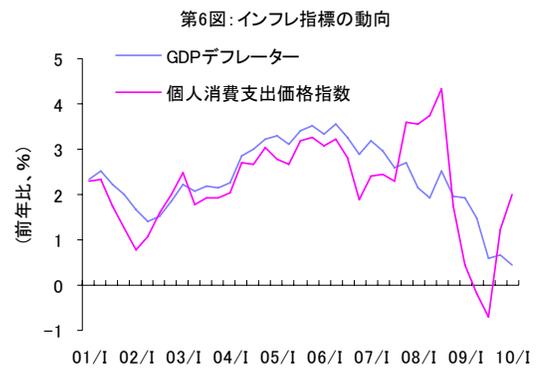
GDP デフレーターへの伸び低下はまだデフレ圧力が強いことを表す悪材料

今回の GDP 統計から読み取れる悪材料をも一応見ておこう。

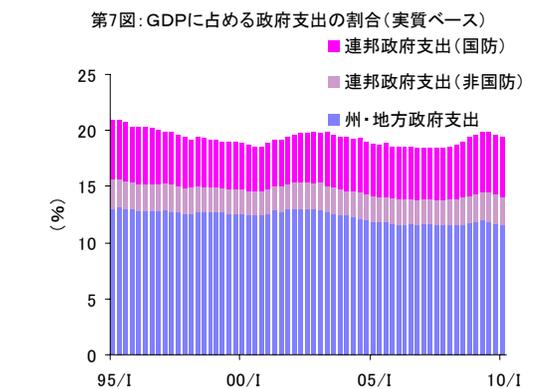
まず気になるのは、GDP 統計から見たインフレ率の低下が続いていることだ。GDP 価格指数（GDP デフレーター）の伸びは第1四半期に前年比+0.4%にまで低下している。これは1949～50年にかけて GDP デフレーターがマイナスになって以来、最低の伸び率である（第6図）。

消費者物価指数は今年に入り前年のマイナスからプラスの伸びに転じた。また GDP 統計における個人消費支出価格指数（PCE デフレーター）も一時のマイナスの伸びからプラスに転化している。しかし企業部門などを含めた経済全体の物価指数である GDP デフレーターは中期的に2006年以降一貫した低下基調を保っている。これは原油価格の変動などに左右される物価が上昇していても、企業の設備や住宅価格など実物資産も含めた経済全体の財・サービス価格が依然として伸びを鈍化させていることを表している。つまり第1四半期時点ではすくなくとも、消費者インフレ率から読み取れる以上にデフレ圧力が強いことが示唆されている。

もう1つは、州・地方政府の財政悪化状態だ。



(資料) 米国商務省、米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

上記では政府部門から民間への移行がうまくいっている証跡として政府支出の数字を見たが、州・地方政府財政の悪化は職員の雇用喪失や公共サービスの低下などを通じてそれ自身が成長率を押し下げているばかりでなく、消費者の福利の低下にもつながっている。バーナンキFRB議長は先日の議会証言でこの問題を景気拡大抑制要因として初めて採り上げた。州・地方政府の税収の回復は景気の回復に遅行するのが通常だから、この悪要因が解消されるのにもそれなりの時間がかかるだろう。政府支出がGDPに占める割合は20%前後とかなり大きく、州・地方政府はその半分以上を占めている（第7図）。今回の成長の下ブレの主要因が州・政府支出であったことは、この部門が今後も成長を抑制する可能性があることを数字で明らかにしたといえる。

第1表：米国経済成長率の推移

	2007	2008	2009	2008				2009				2010	寄与度 (%)
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
	(前期比年率、%)												
実質GDP	2.1	0.4	-2.4	-0.7	1.5	-2.7	-5.4	-6.4	-0.7	2.2	5.6	3.2	5.57
個人消費支出	2.6	-0.2	-0.6	-0.6	0.1	-3.5	-3.1	0.6	-0.9	2.8	1.6	3.6	1.16
耐久消費財	4.3	-4.5	-3.9	-8.9	-5.7	-11.7	-20.3	3.9	-5.6	20.4	0.4	11.3	0.03
非耐久消費財	2.5	-0.8	-1.0	-3.0	2.2	-5.6	-4.9	1.9	-1.9	1.5	4.0	3.9	0.63
サービス	2.4	0.7	0.1	1.8	0.4	-1.3	0.5	-0.3	0.2	0.8	1.0	2.4	0.49
民間固定資本形成													
民間設備投資	6.2	1.6	-17.8	1.9	1.4	-6.1	-19.5	-39.2	-9.6	-5.9	5.3	4.1	0.51
構造物投資	14.9	10.3	-19.8	6.8	14.5	-0.1	-7.2	-43.6	-17.3	-18.4	-18.0	-14.0	-0.62
機器ソフトウェア投資	2.6	-2.6	-16.6	-0.5	-5.0	-9.4	-25.9	-36.4	-4.9	1.5	19.0	13.4	1.13
民間住宅投資	-18.5	-22.9	-20.5	-28.2	-15.8	-15.9	-23.2	-38.2	-23.3	18.9	3.8	-10.9	0.10
民間在庫投資(億ドル)	195	-259	-1,082	6	-371	-297	-374	-1,139	-1,602	-1,392	-197	311	3.79
純輸出(億ドル)	-6,477	-4,943	-3,556	-5,509	-4,760	-4,792	-4,709	-3,865	-3,304	-3,574	-3,480	-3,670	0.27
輸出等	8.7	5.4	-9.6	-0.1	12.1	-3.6	-19.5	-29.9	-4.1	17.8	22.8	5.8	
輸入等	2.0	-3.2	-13.9	-2.5	-5.0	-2.2	-16.7	-36.4	-14.7	21.3	15.8	8.9	
政府支出・投資	1.7	3.1	1.8	2.6	3.6	4.8	1.2	-2.6	6.7	2.6	-1.3	-1.8	-0.26
(国内民間最終需要)	1.8	0.1	0.0	-1.7	-0.5	-4.4	-6.4	-7.3	-2.8	2.2	2.1	3.2	1.77
GDP価格指数	2.9	2.1	1.2	1.9	1.8	4.0	0.1	1.9	0.0	0.4	0.5	0.9	-

(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成
 2010年第1四半期のGDPは4月30日発表の速報値。「民間在庫投資」「純輸出」は年率換算した額(2005年連鎖価格)。
 国内民間最終需要は個人消費支出・民間設備投資・民間住宅投資の合計

(< FOCUS >)

<トピック 1> まだ多くを語らず： 4 月 FOMC 声明文

27、28 日に開催された FRB の連邦公開市場委員会 (FOMC) は、現状金融政策を据え置くことを決定した。「長期間に亘る超低金利政策」文言は存置された。公定歩合、資産売却や資金吸収に関する言及もなかった。「長期間」文言がまたも据え置かれたことで、当レポート予想である 8 月利上げはいまや後倒しのリスクが高いといわざるを得ないが、引き続き年内の利上げ開始予想は維持したい。

第 1 表：FOMC 声明文の骨子

	今回(4月 28 日)		前回定例会合時(3月 16 日)
FF 金利誘導目標	0.00%~0.25% (不変)	←	0.00%~0.25%
公定歩合	0.75% (不変)	←	0.75%
信用緩和	(購入終了により削除)	←	FRB は合計 1 兆 2500 億ドルのエージェンシー住宅ローン担保証券と約 1750 億ドルのエージェンシー債の購入をしてきた。これらの購入は完了に近づいていて、残りの取引は今月末までに執行される。
委員会判断 (「委員会」を主語に持つ、または含む部分)	<ul style="list-style-type: none"> ・物価安定を伴う経済成長の強化とより高いレベルの資源利用へのゆるやかな回帰を見込む。(不変) ・インフレ圧力が暫くの間抑制される可能性が高いと見込む。(不変) ・低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済状態が、長期間に亘る FF 金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと見込みつつけている。(不変) ・経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復と物価安定を促進するために必要に応じその政策手段を採用していく。 ・(流動性ファシリティの終了時期につき実質的に内容不変、主語は「FRB」) 	←	<ul style="list-style-type: none"> ・物価安定を伴う経済成長の強化とより高いレベルの資源利用へのゆるやかな回帰を見込む。 ・インフレ圧力が暫くの間抑制される可能性が高いと見込む。 ・低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済状態が、長期間に亘る FF 金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと見込みつつけている。 ・経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復と物価安定を促進するために必要に応じその政策手段を採用していく。 ・(流動性ファシリティの終了時期につき実質的に内容不変、主語は「FRB」)

声明文は 2 会合続けてほぼ不変

3 月 FOMC 声明文は、1 月と同様、内容に殆ど変更がなく追加情報にも乏しいものだった。景気認識は雇用が「安定化しつつある」から「改善を始めた」に、個人消費は「緩やかに拡大」から「成長が上向いた」へと景気認識が上方修正された。また住宅着工についても「横ばい」から「増加」へと認識が好転している。しかし住宅着工の水準は「沈滞した depressed」という悲観的な文言が残っている。その他、住宅ローン担保証券購入や新発

CMBS の TALF の 3 月での予定通りの終了を反映した事実関係の文言が修正されたのみであった。公定歩合、資産売却、資金吸収に関する言及はなかった。

引締め・インフレについては意見は分かれていると推測する：妥協としての文言存置か

声明文を見る限りでは、FOMC は現状の金融政策を維持したまま様子見中というスタンスを市場に伝えようとしているようだ。

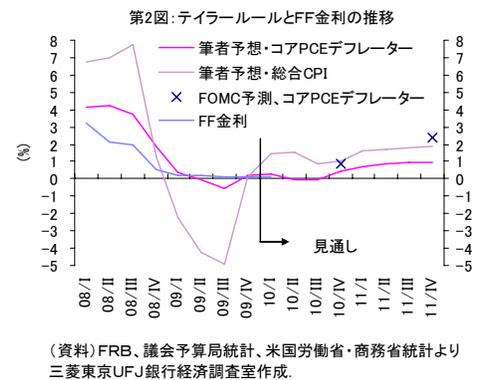
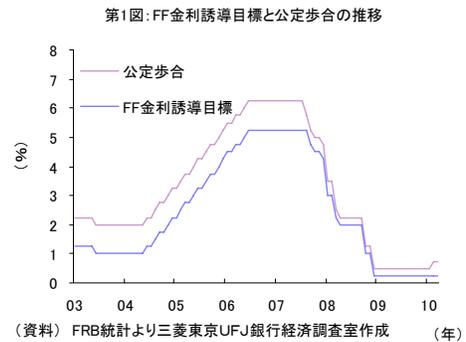
だが過去の議事録からは、引締め時期に関する委員間の意見はまだ一致していず、また物価についてもインフレ懸念派とデフレ懸念派に分かれている構造は変わっていないと推察できる。

一方で、バーナンキ議長を始めとする FRB 幹部発言や過去の議事録からは、住宅、雇用、商業用不動産などの回復のリスクを重視する観点から早すぎる利上げを警戒する立場の意見がやや優勢であるように見える。物価についてもコアインフレ率の低下などを理由にデフレ方向の懸念を明らかにする論調が一部地区連銀からしばしば見られる。今回もそうした慎重派・ハト派の意見がタカ派よりも優勢だったと推測できる。

実際、今回もカンサスシティ連銀のホーニグ総裁は「長期間」文言の変更を主張して反対票を投じた。また前回 3 月会合の議事録では「長期間」の文言は必要な場合将来の機動的な政策変更を制約するものではないと数人のメンバーが述べている。今回も同様に、必要な場合の利上げの可能性を主張する意見はあったと推測する。結果意見が分かれる中での文言の変更は市場に誤ったメッセージを伝えるリスクがあることを勘案、文言をそのままにして議論継続、という雰囲気だったのではないかとと思われる。

資産売却は早期には行われないと見る

公定歩合、資産売却、リバースレポ等による資金吸収についても今回の声明文では言及がなかった。厳密には FOMC ではなく FRB 理事会での決定事項ということもあり、また FRB のバランスシート縮小手段の手順が利上げ開始時期を示唆するものではないことはかなり市場にも浸透していることもあり、仮に言及があったとしても政策金利予想には影響がなかっただろう。また資産売却は今回の会合直前に声明文への盛り込みの可能性が市場でささやかれたが、米国債はともかく MBS の売却は住宅市場の自律回復が確認されていない段階で優先的に実施される可能性は低い。資金吸収はその制度的手続き完成の途上であることもあり、FOMC 声明に盛り込むまでにまだ技術的に完成していないことも背景にあらう。



成長・インフレ見通しからは年内利上げは開始、年末1%超のFF金利は正当化できる

景気回復は順調、本格的なデフレの懸念はないと考えることから、遅くとも年内の利上げ開始はあると見る。

経済回復は明らかに想定を上回るペースだ。過去に試算したように需給ギャップやインフレ率を基にすれば、テイラールールで年内の1%レベルまでの利上げは十分に正当化できる。30日に公表された第1四半期の成長率は前期比年率+3.2%で、前期の同+5.6%からはやや軟化したものの長期トレンドを上回るペースだ。年前半の成長ペースが速い分、年後半は自然体でやや成長率は相対的に低下せざるを得ないが、これは年後半の景気減速を意味するものではない。またコアインフレについては当レポートは年半ばにかけて1%割れにまで低下するもののその後緩やかに上昇に戻り、つまり本格的なデフレの懸念は小さいと見ている。

確かに、バーナンキ議長が述べるような6ヶ月以上の長期失業者の増加や商業不動産市場の悪化が景気拡大に対する制約であることは確かだ。しかし長期失業者の問題は構造問題である可能性もあり、もはや金融政策の範疇ではない。商業用不動産は本来景気全体に遅行する性格のものであって、完全回復を待っているのは金融政策はビハインドザカーブになるだろう。

従って、インフレ率と成長率の関係からは、年末に1%以上のFF金利誘導目標との見通しは引続き維持できる。文言の変更がみおくられたことで、8月利上げ予想は再び括弧に入れざるを得ないが、年内利上げ開始との予想は維持する。利上げ開始が9月以降になった場合は、1回の利上げ幅が0.5%など大きめになる可能性がある。

ファンダメンタルズに関する今後のポイントは、インセンティブ制度終了後の反落ののちに住宅販売が再び増加基調に戻ること、コアインフレ率が1%を大きく下回らないこと、そしていうまでもなく1月から増加を始めた雇用が引続き拡大を続けることである。

第2表:FOMC 声明文の内容

今回例会(4月28日)	前回定例会(3月16日)
<p>3月に開催された委員会以降入手された情報は経済活動が強まりを続けたこと、また労働市場は改善し始めたことを示唆した。家計消費の伸びは最近上向いているが、高水準の失業、緩やかな所得の伸び、住宅価格の下落、タイトな信用により抑制されたままである。機器ソフトウェアの設備投資は大幅に増加した。しかし非住宅構造物の設備投資は減少していて、雇用主は雇用を追加するには消極的なままである。住宅着工は上向いたが、沈滞した水準にとどまっている。銀行貸出は縮小を続けているが、金融市場の条件は経済成長に対し支援的なままである。経済回復のペースは当分の間緩やかである可能性が高いが、委員会は、物価安定を伴うより高いレベルの資源利用へのゆるやかな回帰を見込む。</p>	<p>1月に開催された委員会以降入手された情報は経済活動が強まりを続けたこと、また労働市場は安定しつつあることを示唆した。家計消費は緩やかな割合で拡大しているが、高水準の失業、緩やかな所得の伸び、住宅価格の下落、タイトな信用により抑制されたままである。機器ソフトウェアの設備投資は大幅に増加した。しかし非住宅構造物の設備投資は減少していて、住宅着工は沈滞した水準で横ばいだった、雇用主は雇用を追加するには消極的なままである。銀行貸出は縮小を続けているが、金融市場の条件は経済成長に対し支援的なままである。経済回復のペースは当分の間緩やかである可能性が高いが、委員会は、物価安定を伴うより高いレベルの資源利用へのゆるやかな回帰を見込む。</p>
<p>大幅な資源の余剰(slack)がコスト圧力を抑制し続けていること、また長期インフレ期待が安定していることから、委員会は、インフレ圧力が暫くの間抑制される可能性が高いと見込む。</p>	<p>大幅な資源の余剰(slack)がコスト圧力を抑制し続けていること、また長期インフレ期待が安定していることから、委員会は、インフレ圧力が暫くの間抑制される可能性が高いと見込む。</p>

(次頁に続く)

<p>委員会は、FF金利の誘導目標レンジを0%～0.25%に維持し、また、低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済条件が、長期間に亘るFF金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと引続き見込んでいる。(右下線削除)</p>	<p>委員会は、FF金利の誘導目標レンジを0%～0.25%に維持し、また、低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済条件が、長期間に亘るFF金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと引続き見込んでいる。<u>住宅ローン貸出と住宅市場に支援を与えるため、また民間信用市場全体の条件を改善するため、FRBは合計1兆2500億ドルのエージェンシー住宅ローン担保証券と約1750億ドルのエージェンシー債の購入してきた。これらの購入は完了に近づいていて、残りの取引は今月末までに執行される。</u></p>
<p>委員会は経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復と物価安定を促進するために必要に応じその政策手段を採用していく。</p>	<p>委員会は経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復と物価安定を促進するために必要に応じその政策手段を採用していく。</p>
<p>進行する金融市場の機能の改善に鑑み、FRBは危機において市場を支援するために創設した特別流動性ファシリティを1つを除いてすべて終了した。唯一残っているこうしたプログラムであるTALF、新発CMBS担保の融資は6月30日に終了予定、その他の担保の融資は3月31日に終了した。</p>	<p>進行する金融市場の機能の改善に鑑み、FRBは危機において市場を支援するために創設した特別流動性ファシリティを終了してきた。唯一残っているこうしたプログラムであるTALF、新発CMBS担保の融資は6月30日、その他の担保の融資は3月31日に終了予定である。</p>
<p>FOMCによる金融政策決定に賛成したのは、バーナンキ、ダッドリー、バラード、デューク、コーン、ピアナルト、ローゼングレン、タルーロ、ウォーシュ。政策決定に反対したのはホーニグ、彼は長期間に亘る例外的に低い水準のFF金利期待を表現し続けることはもはや正当化されない、なぜならそれは委員会が適度に金利を引き上げる柔軟性を制約するとともに、将来の不均衡と長期的マクロ経済と金融の安定に対するリスクを増大させるからだと考えた。</p>	<p>FOMCによる金融政策決定に賛成したのは、バーナンキ、ダッドリー、バラード、デューク、コーン、ピアナルト、ローゼングレン、タルーロ、ウォーシュ。政策決定に反対したのはホーニグ、彼は長期間に亘る例外的に低い水準のFF金利期待を表現し続けることはもはや正当化されない、なぜならそれは金融不均衡と長期的マクロ経済と金融の安定に対するリスクを増大させるからだと考えた。</p>

(注)下線部は、前回定例会合時と今回の声明文で異なる表現が用いられた部分。4月FOMC時点で7名の理事中2名が空席。コーンFRB副議長は6月末で退任予定。

(資料)FOMC声明文より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

<トピック1>

<トピック2> ハト派勢力拡大：FRB 副議長にイエレン氏

オバマ大統領は 29 日、FRB 新任理事候補 3 名を指名した¹。目玉であった副議長ポストには事前評判通りサンフランシスコ連銀のジャネット・イエレン総裁が候補として指名された。この副議長人事は、FOMC 内の勢力図をよりハト派方向に旋回させる可能性がある。

ハト派代表のイエレン総裁が時期 FRB 副議長に

イエレン氏は FRB の理事・地区連銀総裁の中ではハト派の代表として知られている。経済学者出身であるが、クリントン政権時代に FRB 理事や大統領経済諮問委員会委員長を務めていて民主党とのつながりも深い。イエレン総裁はリセッション後の景気回復見通しについてはほぼ一貫して慎重な見方をしてきた。最近では目先の成長見通しに対してポジティブな発言もしているが、同時に「V 字回復には程遠い」として、高い失業率の存在などに懸念を示すスタンスを崩していない（4 月 15 日講演）。

また、サンフランシスコ連銀は最近、ハト派的政策を積極的に支持する内容のレポートを相次いで公表している。3 月 8 日の失業率に関するレポート²では、今回のリセッションにおける失業率の上昇ペースは、これまでの失業率と GDP 成長率との相関関係を大きく崩すほどに急激であることを指摘している。そして、今後の失業率の低下ペースは極めて遅いことを予想している。また 4 月 5 日のコアインフレ率に関するレポート³では、最近のコアインフレ率が主に家賃の低下で過大に低下しているとの一部の指摘に反論し、家賃を除いたベースでのコアインフレ率も同じペースで低下していることを明らかにしている。

流動性・信用緩和策解除後の FRB からは引締め積極発言が消えた

FRB は、金融市場の回復や景気回復の状況に鑑みて、3 月をもって主な流動性供給ツールとバランスシート拡大策を終了した。特に住宅ローン担保証券（MBS）の購入停止は住宅市場回復が完全ではない時期においてかなり大胆な判断に見えた。

しかしながら、次の段階である流動性吸収や FF 金利誘導目標引上げにむけた FRB のスタンスは極めて消極的である。4 月の FOMC でも声明文の「長期間に亘る例外的な低金利政策」文言が維持されたし、4 月のバーナンキ議長の議会証言では「景気回復ペースに対する重大な制約」があるとして高い失業率特に長期失業者比率の高さに懸念を示し、引締めに向う姿勢は見られなかった。

量的緩和拡大停止の直後から FRB は突然寡黙になり、次の一手を意識して封印し始めたように見える。こうした状況証拠からは、FRB 理事のレベルではかなりハト派的意見が支配的になっている可能性が憶測できる。今回のイエレン氏の副議長指名はそうした流れを更に一

¹ FRB の議長・副議長を含む理事の定員は 7 名だが、現在 2 名が空席、また 6 月にコーン副議長が退任を予定している。今回の理事候補指名はこれらの補充になる。尚、正式就任には上院の承認が必要。

² “Okun’s Law and the Unemployment Surprise of 2009”, FRBSF Economic Letter, March 8, 2010.

³ “The Housing Drag on Core Inflation”, FRBSF Economic Letter, April 5, 2010.

歩推し進めるものである。FRB理事として常にFOMCでの投票権を持ち⁴、また副議長としてバーナンキ議長を常に補佐する重要な地位にハト派委員が就任することで、FOMC内のハト派主導が更に強まる可能性がある。

他の2理事はオバマ政権カラーの強い行政官のイメージ：SF連銀も失業重視に加勢

イエレン氏のほかの新任理事候補2名もオバマ色がかなり強い人選だ。ピーター・ダイヤモンド氏はMIT教授を務める経済学者であるが、専門はマクロ経済や金融政策ではなく社会保障や年金関連である。同氏はオバマ政権のオルザグ行政予算局長のアドバイザー的役割を果たしている。サラ・ブルーム・ラスキン氏は現在メリーランド州金融規制委員会委員長で、主として金融行政官の経歴がある。貸出の濫用防止などの規制強化に貢献して消費者団体からの支持が強いとされている（以上各種報道等による）。

イエレン氏を含めた3名の理事候補は何れも民主党政権のブレンとしての経歴がある経済学者もしくはリベラルな行政官という点で共通している。なお、オバマ政権発足直後に理事に指名されたタルーロ理事も、クリントン民主党政権のスタッフとしての経歴が長い行政官出身である。

ダイヤモンド氏、ラスキン氏の金融政策に対するスタンスは未知数ではあるが、財政・金融行政といった経歴からして、オバマ大統領の政策に整合する考えの持ち主であることは推測できる。さらにサンフランシスコ連銀は上記のレポートとは別に先週、失業保険給付延長の効果に関するレポートも公表している⁵。内容は失業保険給付を延長すると失業者の再就職意欲を失わせ結果的に失業を助長するという主に保守派寄りの批判への反論である。失業保険給付期間を延長することは失業率の上昇をもたらさないことを実証的に挙証している。

バーナンキ議長の問題意識の変化

バーナンキ議長は本来ブッシュ大統領の指名を受けた共和党系の人材であるが、最近の議長の発言には微妙な変化が見られる。たとえば、従前は経済学者らしく「低い資源利用率」という言葉を好んで用いていたのが、最近では「長期失業者の増加が大きな懸念事項だ」とより生活感のある言葉でかつ社会問題にも強く配慮するような問題意識が目立つ。長期失業者の問題はイエレン総裁もしばしば取り上げる問題である。

バーナンキ議長と政府・議会との関係は極めて微妙な位置にある。オバマ大統領は金融危機に対応した実績を評価して共和党政権に指名された議長を2月に再指名したが、議会ではむしろ議長に対する批判が強く、上院での承認は任期ギリギリまでずれ込んだうえ、上院での承認採決は100票中30票の反対票がでた。一方、金融監督制度改革法案の策定にあたり、議長はFRBの権限を縮小・制限する案には明示的に反対している。

⁴ 2010年のFOMCではサンフランシスコ連銀総裁には投票権がない。

⁵ “Extended Unemployment and UI Benefits”, FRBSF Economic Letter, April 19, 2010.



この新たな FRB 理事の布陣においては、成長よりも失業率に重きを置くハト派が発言力を伸ばし、数の上でも増える可能性が高い。同時にその方向性は、雇用を最大の課題と位置づける大統領や、中間選挙を控えた議会の意向にも整合する。

以上は指名当初時点でのありうるシナリオの 1 つに過ぎないが、引締めに対する最近の FRB の意外な消極性を説明できる上に利上げ時期後ずれリスク要因のひとつといえるためここに報告するものである。

<トピック 2>

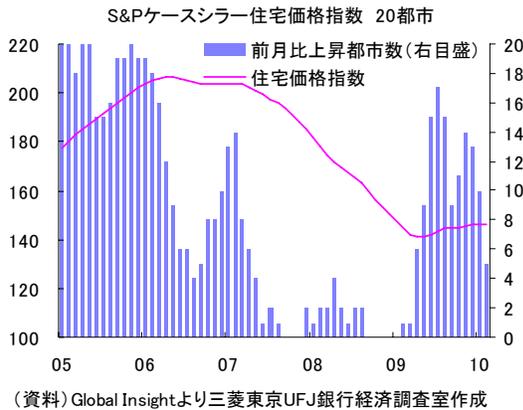
＜経済・金融の動向：4月26日～30日現在＞
9週連騰ならず：5月には一旦調整と見る

- ▶ **株価市場**、NY ダウは大きな値動きの末 9 週ぶりに反落、前週末比 196 ドル安の 11008 ドルで 30 日の取引を終えた。26 日に NY ダウは年初来高値となる 11205 ドルまで上昇したが、27 日に S&P によるギリシャ長期ソブリン格付のジャンク格への引下げを受けて-213 ドルの大幅安となった。28 日には S&P によるスペインの AA 格への格下げで一時更に下落したが、FOMC が金利据置と声明文の「長期間」文言を据え置くことを発表すると上昇に転じ、また翌 29 日には+122 ドルと大幅上昇した。しかし 30 日には GDP 統計がほぼ予想通りだったにも拘わらず、ゴールドマンサックスに司法当局の調査が入ったとの報道に金融株中心に-158 ドルの大幅安となった。S&P500 の 10 業種別の 1 週間の騰落率は、金融、情報技術、素材、エネルギー、一般消費財、資本財などこれまで上昇を牽引してきた景気敏感業種が下落を引っ張り、10 業種すべてが前週末比で下落した。
- ▶ **為替市場**も、ドル円が一時 94 円台後半まで上昇したものの、30 日には株価の下落をうけて 93 円台後半まで下落した、一方ユーロは、27 日にギリシャの格下げで一時 1 ユーロ=1.31 ドル台までユーロが売られたが、その後ギリシャへの支援策がまとまるとの観測からユーロが買い戻され 1.32 円台後半で越週した。
- ▶ **向こう 1 週間**は、月初の指標ラッシュになる。5月3日に3月個人消費、4月 ISM 製造業指数、4月新車販売台数、5日に4月 ISM 非製造業指数、6日に4月チェーンストアセールス指数、7日に雇用統計が公表になる。雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月並の+160千人程度の増加を予想する。
- ▶ 株式市場は、8週続伸のあと大幅反落したことで、これまでの予想通り上値トライは一旦は終了したと見る。企業決算は好調で、ファンダメンタルズも順調に回復しているが、株価上昇にはやや過熱感があつた。第1四半期の好調な数字は一旦出尽くし、好調な決算も一通り終了したことで、今後は、米投資銀行のデリバティブ取引提訴問題や、議会で審議中の金融監督改革法など、悪材料が取り沙汰されやすい環境になりそうだ。5月には一旦調整の期間と見たい。ただし、企業業績の向上で S&P500 の株価収益率は 17 倍台に低下していて (Bloomberg 集計)、バリュエーションでは割高感はない。中期的に年末にかけふたたび 12000 ドルを目指すとの見通しは不変である。
- ▶ 為替市場でもドル円は 4 月中で 2 回目となる 95 円の上値トライに失敗した。株価が調整に入ればドル円も 52 週移動平均のある 92 円台前半に向けて短期的に一旦調整に入ると見る。

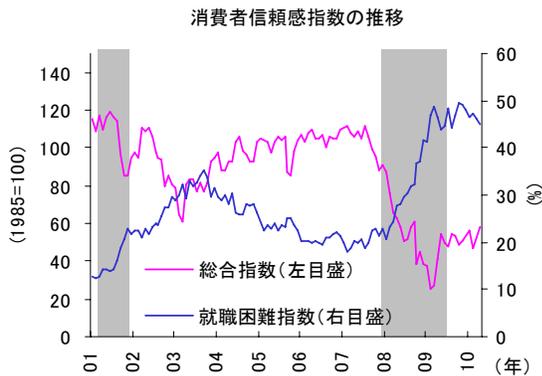
(＜経済・金融の動向＞)

<経済指標コメント>

➤ **S&P ケースシラー住宅価格指数 (20 都市、2 月) は前年比+0.6%、季節調整済前月比-0.1%** : ケースシラー住宅価格指数は 2006 年 12 月以来 3 年超ぶりに前年比でプラスの伸びにまで回復した。しかし、季節調整済価格は 1 年ぶりにわずかながら低下に転じ、前月比での上昇都市数も 5 都市に減少した。2 月は悪天候もあり住宅販売が大きく落ち込んだ月であったことの反映である可能性がある。住宅価格は当方の予想よりもかなり早期に前年比でプラスの伸びに転じた。しかし、4 月に住宅販売インセンティブ制度が終了すると一旦住宅価格は上げ止まると見ている。安定的に前年比プラス成長をするには 2011 年を待つ必要があるだろう。

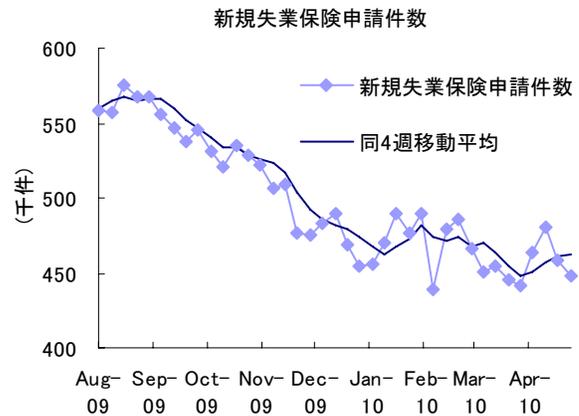


➤ **カンファレンスボード消費者信頼感指数 (4 月) は 57.9 ポイント (前月比+5.6 ポイント)、現況指数 28.6 ポイント (同+3.4 ポイント)、期待指数 77.4 ポイント (同+7.1 ポイント)、就職困難指数 45 ポイント (同-1.3 ポイン**



ト) : 消費者信頼感指数は 2 ヶ月連続の上昇で、今年にはいつからの高値を更新した。消費者信頼感指数の回復は昨年後半からこう着状態が続いていたが、高値更新によりやや上向きになる期待が出てきている。また、失業率との連動性の高い就職困難指数は 2 ヶ月連続の低下で、雇用環境が着実に好転に向っていることを示唆している。

➤ **新規失業保険申請件数 (4 月 24 日 ㊦週) は 448 千件 (前週比-11 千件)、継続受給者数 (4 月 17 日 ㊦週) は 4645 千人 (前週比-18 千人)、継続需給者比率は 3.6% (前週比横ばい)** : 新規失業保険申請件数は 2 週連続の減少で 4 週ぶりに 450 千件を下回った。イースター休暇の影響によるブレが解消されたのち 2 週連続で申請件数が減少したことは、引き続き雇用情勢が改善していることを表しているといえる。ただし、失業保険申請件数の減少ペースはやや停滞気味である。4 週移動平均は 465.5 千件 (前週比+1.5 千件) とまだ上向いている。今後 450 千件を継続して下回ることが雇用の本格回復の示唆としては必要などころだ。



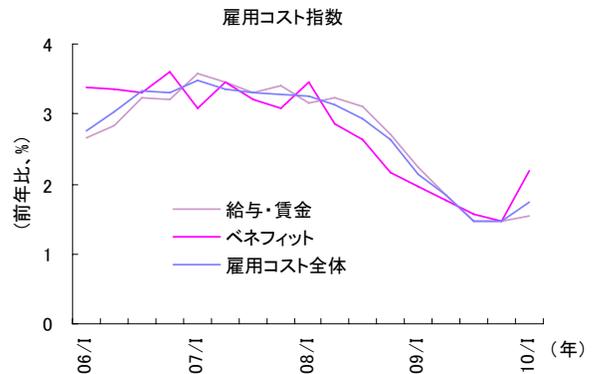
➤ **GDP 統計 (第 1 四半期) : 実質 GDP 成長率は前期比年率+3.2% (前期同+5.6%)** : 第 1 四半期の実質 GDP 成長率はほぼ予想通りの前期比年率+3.2%と、3 四半期連続のプラス成長となった。内訳では、個人消費が同+3.6%と 2007 年第 1 四半期以来の高い伸びとなった。自動車販売の好調で耐久財消費が同+11.3%と高い伸びになっているのが目立つ。機器ソフトウェア投資も同+13.4%と前期の同+19.0%に続き 2 四半期連続で 2 桁の伸びとなった。しかし構造物投資は同-14.0%と 7 四半期連続のマイナス成長だった。住宅投資は同-10.9%と 3 四半期ぶりにマイナス成

長に転落した。住宅購入インセンティブの当初期限の駆け込みからの反落と 2 月の悪天候が影響したと思われる。在庫投資は 8 四半期ぶりに積み増しに転じ、成長率を 1.6%押し上げた。財・サービス赤字は拡大に転じ、成長率を-0.6%押し下げた。成長率予想からの下ブレの主な原因は政府支出が前期比年率-1.8%と 2 四半期連続のマイナス成長になったことである。連邦政府支出は増加したものの、州・地方政府支出が財政難を反映して減少したことが全体を押し下げた。個人消費・設備投資・住宅投資をあわせた民間国内最終需要は前期比年率+3.2%と 2006 年第 1 四半期以来の高い伸びとなった。国内需要が経済回復を牽引しているという結果になった。GDP 価格指数は前年比+0.4%と、1960 年以降では最低の伸びになり、経済全体でのデフレ方向の圧力が依然強いことを示唆している。

ヶ月連続で 2.7%にとどまっていた引続き安定しているといえる。

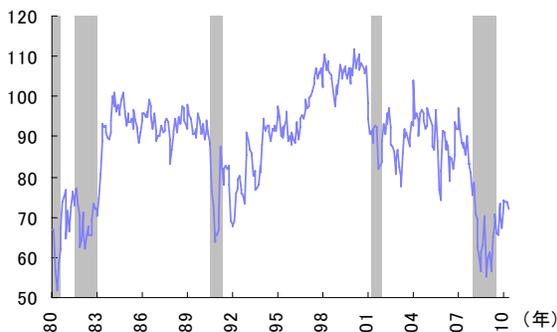
- **雇用コスト指数（第 1 四半期）は前期比+0.6%（前年比+1.7%）、うち賃金・給与同+0.4%（前年比+1.5%）、ベネフィット同+1.1%（前年比+2.2%）**：雇用コスト指数は 6 四半期ぶりに前期比の伸びをやや拡大させ、前期比+0.6%の伸び（前四半期は同+0.4%）。前年比の伸びも+1.7%とほぼ 3 年ぶりの拡大。ただし伸びを拡大させたのはベネフィットコストで、賃金・給与の伸びは依然鈍い。失業率がピークアウトしてしばらくは雇用コストの伸びは低位にとどまりそうだ。

- **ミシガン大学消費者信頼感指数（4 月・確報値）は 72.2 ポイント（前月比-1.4 ポイント）、現況指数 81.0 ポイント（同-1.4 ポイント）、期待指数同 66.5 ポイント（同-1.4 ポイント）、5-10 年の期待インフレ率 2.7%（前月比横ばい）**：ミシガン大学調査の消費者信頼感指数は 1 月以降わずかながら低下傾向にあり、過去半年ほどは伸び悩んでいる。一方期待インフレ率は 3



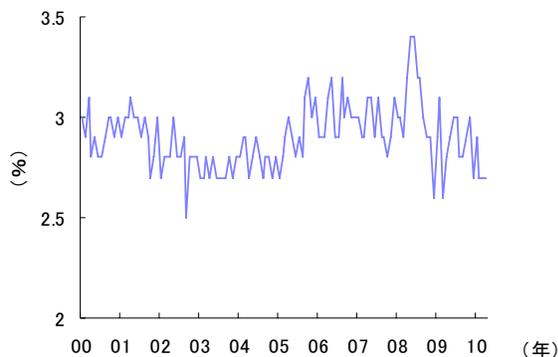
ミシガン大学消費者信頼感指数

(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) ミシガン大学統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、シャド一部分はリセッション期

ミシガン大学 消費者期待インフレ率(5-10年後)



(資料) Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(< 経済指標コメント >)



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.