



# 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)  
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

April 18, 2011

## <FOCUS>

### FOMC 委員の発言から～今後の注目は景気減速がインフレ圧力を抑制するか

- 先週から本日にかけ、FOMC メンバーによる講演や発言が多数行われた。引き続き目立ったのは、タカ派委員らによる将来の金融引き締めに関する発言。タカ派に属する3委員は、足元におけるディスインフレからインフレへの転換を踏まえ、フォワードルッキングな政策運営 (=金融引き締め) を視野に入れつつある。
- 他方、バーナンキ議長を始めとするその他のメンバーは、少なくとも将来の金融引き締めについては、今のところ慎重なスタンスを維持。インフレを警戒し、必要なら行動する旨、述べているが、資源高が物価に及ぼす影響は一時的 (transitory) との見方を維持している。
- こうした委員の発言からすると、現時点では、QE2 を当初予定通り 6 月末で終了することについては概ねコンセンサスが得られているが、その先の金融政策運営については、意見が大きく割れた状況が続いている。ただ、タカ派以外のメンバーも、コア・インフレ率が上昇してくれば金融政策を変更する点で概ね一致しており、今後の金融政策は、実際のコア・インフレ率次第となっている。
- 3月のCPIは、コア・インフレ率は+1.2%と前月の同+1.1%から小幅の加速にとどまったが、足元では、インフレ圧力が徐々に高まりつつあるように見える。こうしたなかでも、FOMC 委員の大半が基調のインフレ率はまだ低水準で、資源高の影響は一時的としているのは、目先の景気減速が、インフレ圧力を抑制する可能性も踏まえてのことだろう。
- ただ、年後半にかけて景気減速局面が続くならともかく、一時的な景気減速にとどまるのであれば、原油価格を始めとするインフレ圧力が低下するかどうかは微妙なところ。前回の利上げ時と違い、原油価格 (WTI) が世界名目 GDP から大きく乖離している状況は、原油価格のオーバーシュートがかつてより長期化する可能性と、それに伴うインフレ圧力が短期の景気減速だけでは修正されない可能性を示唆しているように思われる。

### <経済指標コメント>

3月の小売売上は前月比+0.4%。3月の生産者物価指数は前年比+5.8%、3月のコアCPIは前年比+1.2%。3月の鉱工業生産は前月比+0.8%上昇、設備稼働率は77.4%。

<FOCUS> FOMC 委員の発言から～今後の注目は景気減速がインフレを抑制するか

**タカ派は年内利上げの可能性を指摘**

先週から本日にかけ、FOMC メンバーによる講演や発言が多数行われた（下表）。今週は26日～27日のFOMCを控えたブラックアウト期間に入るため、FOMCでの投票権を持つ委員のスタンスを整理しておく意義はある。

まず、引き続き目立ったのは、タカ派委員らによる将来の金融引き締めに関する発言である。プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁は14日、「さほど遠くない将来に金融政策を変更する必要があるかもしれない」として年内の利上げを示唆。また、フィッシャー・ダラス連銀総裁も「過度の金融緩和は物価を抑制できないリスクがある」と発言している。両総裁に比べれば若干タカ派色は弱いとみられるコチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁も「インフレが抑制できなくなる」可能性について触れている。少なくとも、タカ派に属するこれらの3委員は、足元におけるディスインフレからインフレへの転換を踏まえ、フォワードルッキングな政策運営（＝金融引き締め）を視野に入れつつある。

**その他の委員は今後の物価次第**

他方、バーナンキ議長を始めとするその他のメンバーは、少なくとも将来の金融引き締めについては、今のところ慎重なスタンスを維持している。先々週のバーナンキ議長の講演は、3月のFOMC声明文とほぼ同様で、インフレを警戒し、必要なら行動する旨、述べているが、

FOMC委員による最近の主な発言

	政策スタンス	景気判断（雇用・物価等）	金融政策
バーナンキFRB議長	中立	インフレ期待が安定していれば資源高がインフレに及ぼす影響は一時的（4/4）	インフレとインフレ期待を非常に注意深く注視。物価の想定が外れた場合は物価安定のために対応する（4/7）
イエレンFRB副議長	ハト派	失業率は高水準。インフレ期待の安定について楽観はできず（4/11）	資源価格上昇は持続的なインフレ上昇や景気回復阻害に繋がらず、金融政策の大きな変更は必要ない。QE2の6月末の終了を市場は織り込んでいる（4/11）
デュークFRB理事	中立	資源価格高騰は米国金融政策によるものではない（4/14）	金融政策は、価格変動の大きい資源価格等に都度対応すべきではない（4/14）
タルーロFRB理事	ハト派	ヘッドライン・インフレ上昇がコア・インフレに波及する兆しはない（4/14）	QE2の早期終了や増額は必要ない（4/14）
ラスキンFRB理事	ハト派	—	—
ダッドリーNY連銀総裁	ハト派	景気見通しは昨夏より改善。第1四半期成長率はやや期待外れの公算（4/12）	QE2終了が近いということはない（4/12）
エバンズ・シカゴ連銀総裁	中立	基調としての強いインフレ圧力はみられない（4/15）	金融政策の調整の必要性については極めて懐疑的（4/15）
コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	タカ派	ヘッドライン・インフレ率は上昇も、食糧エネルギー価格上昇の影響は一時的。コアインフレ率は1%以下と非常に低い。インフレの兆候はあまりない（4/14）	インフレ率があがれば利上げを検討。その場合十分速く引上げないとインフレが高まる可能性。いずれは資産売却するが時期は委員により分かれる（4/14）
フィッシャー・ダラス連銀総裁	タカ派	企業は雇用を十分増やせる。インフレ圧力上昇は世界的に明らか（4/13）経済は自律回復している。原油価格上昇は景気減速・インフレ加速の二重苦（4/18）	過度の金融緩和は物価を抑制できなくなるリスク。歴史的に中銀の財政ファイナンスは大混乱に直結（4/13）第1四半期の動き（減速）で若干躊躇（4/18）
プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	タカ派	懸念材料は1年前のデフレから、資源価格高騰が望ましい上昇率を上回るインフレを引き起こす思惑へ移っている（4/14）	経済の明確な強まりは、さほど遠くない将来、非常に緩和的な金融政策を変更する必要があることを示唆（4/14）

（注）括弧内は日付。

（資料）FRB資料、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

現時点では、資源高が物価に及ぼす影響は一時的 (transitory) との見方を維持している。また、ハト派の代表格とされるイエレン FRB 副議長も同様の見解を示した。デューク・FRB 理事と、エバンズ・シカゴ連銀総裁は、足元の資源価格高騰により金融政策の引き締めが速まることを否定している。

こうした FOMC 委員の発言からすると、現時点では、イエレン FRB 副議長が「QE2 が 6 月に終了することを市場は既に織り込んでいる」と指摘したように、委員の間では、QE2 を当初予定通り 6 月末で終了することについては概ねコンセンサスが得られているものの、その先の金融政策運営、とりわけエネルギー価格上昇への対応については、意見が大きく割れた状況が続いている。

ただ、タカ派以外のメンバーも、コア・インフレ率が上昇してくれば金融政策を変更する点では概ね一致している。インフレ率は景気の遅行指標であることを踏まえると、FRB の大勢としては政策金利の正常化を前倒しで行う意図は無く、インフレ圧力が目に見える形で本格化するまで、可能な限り金融緩和を継続する姿勢である。今後の金融政策は、実際のコア・インフレ率次第となっている。

### インフレ圧力は高まる方向

その意味で注目された 3 月の CPI は、ヘッドライン・インフレ率が前年比+2.7%まで伸びを高めた一方、コア・インフレ率は+1.2%と前月の同+1.1%から小幅の加速にとどまった。

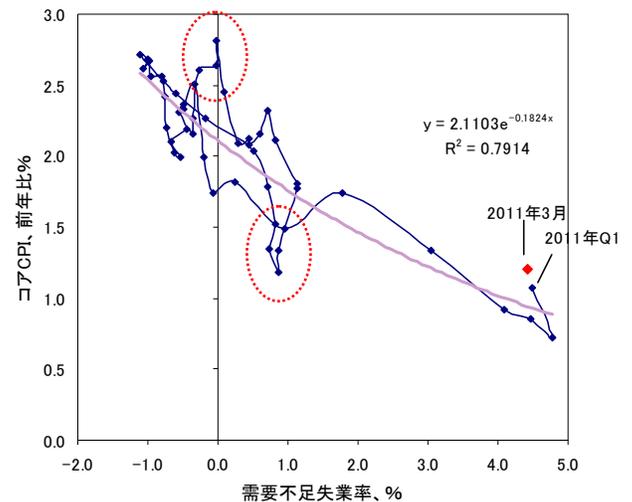
ただし、3 月実績は、先週の Weekly で指摘したフィリップス・カーブからすると、足元で、労働需給改善に対するコア・インフレ率の感応度の上昇、ないしは、インフレ期待の上昇により、インフレ圧力が高まりつつあるようにもみえる (第 1 図)。また、コア CPI の前月比は+0.1%と前月の同+0.2%から鈍化したものの、年率換算値 (3 ヶ月平均) は 2.0%とインフレ圧力は徐々にだが確実に高まりつつある。

### 織り込まれている？ 目先の景気減速

こうしたなかでも、FOMC 委員の大半が基調としてのインフレ率はまだ低水準で、資源高が物価に及ぼす影響は一時的としているのは、これまでの資源・エネルギー価格上昇により、目先、景気減速が見込まれ、それが、需給緩和を通じて当面のインフレ圧力を抑制する可能性も踏まえてのことなのだろう。

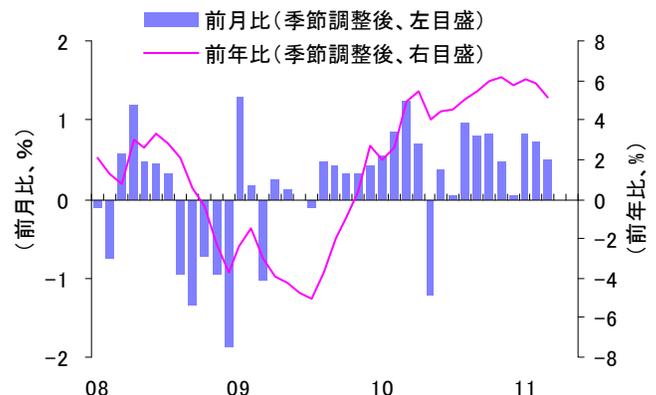
実際、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁が「第 1 四半期の GDP 成長率はやや期待はずれの水準となる」とコメントしたように、足元の米国経済は、個人消費の減速が明確になってきている。3 月の小売売上は前月比+0.4%と事前の市場予

第1図: フィリップス・カーブ



(注) 表示期間は1999年～2011年第1四半期。失業率を1年先行。  
需要不足失業率は、失業率－自然失業率(CBO推計)とした。  
(資料) 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 小売売上高 (自動車関連・ガソリンスタンド・レストランを除く)



(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

想を若干下回ったほか（前頁第2図）、インフレ率の上昇を踏まえると実質ベースでは頭打ち感が鮮明となりつつある。こうしたなかで、市場参加者の予想も、今月28日に公表される第1四半期の個人消費は、昨年第4四半期の前期比年率+4.0%から同2%程度へ減速、実質GDP成長率も2%前後へ低下するとの見方が多くなっている。

### 目先の景気減速がインフレ圧力を抑制するかは微妙

ただ、年後半にかけて景気減速局面が続くならともかく、市場が予想しているようにあくまで一時的な景気減速にとどまるのであれば、原油価格を始めとするインフレ圧力が低下するかどうかは微妙なところであろう。

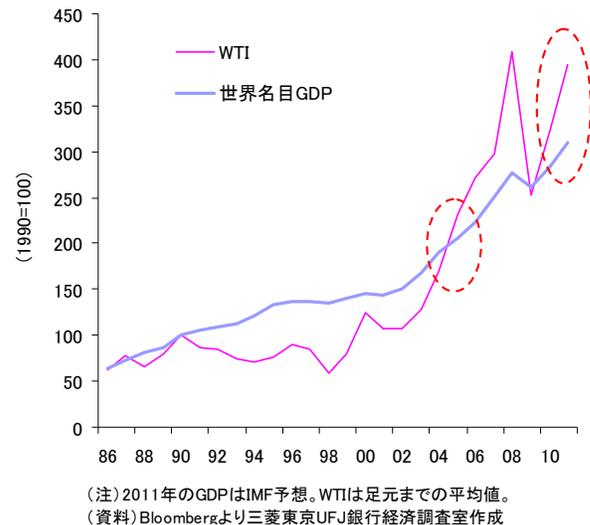
前回の2004年以降の利上げ局面を振り返ると、グリーンズパンFRB議長は「原油価格高騰が経済成長やインフレに対して及ぼす影響は1970年代と比べ限られる公算が大きい（2004年10月15日の講演）」とし利上げを進めた。

しかし、当時と違うのは、その後のグローバル化の加速と新興国経済の本格台頭に伴う資源逼迫懸念を背景に、ここもとは資源・エネルギー高のインパクトが当時より大きくなっていることではないか。足元、原油価格(WTI)が世界名目GDPから大きく乖離している状況は、原油価格のオーバーシュートがかつてより長期化する可能性と、それに伴うインフレ圧力が短期の景気減速だけでは抑制されない可能性を示唆しているように思われる（第3図）。

上記でみたように、FRBが早めの政策金利の正常化により、（結果として）行き過ぎた資源価格高騰を回避し、景気回復の持続性を確保するという考えを取ることはないだろう。たしかに、高水準の失業率や、賃金の低い伸びなど、米国内の経済情勢は金融緩和継続の妥当性を示唆している。そもそも、原油を始めとする資源価格は中長期的な供給政策によって安定が図られるべきものであり金融政策の範疇ではない。また、目先の景気減速を踏まえると、既に金融引き締めには踏み切りにくいタイミングに入っている。世界的なインフレ圧力の高まりを指摘しているのはフィッシャー・ダラス連銀総裁だけであるが、同氏ですら、本日の発言では、目先の景気減速を踏まえ、金融政策変更のタイミングを待つ可能性を指摘している。

2008年当時の原油価格高騰時は、その後の金融危機により、米国の景気後退の原因としての原油高は見えにくかったが、今回はどうなるか。少なくとも、「2008年当時の原油価格は150ドルまで上昇し、ガソリン価格は4ドル超まで上昇したが、その後、同じだけ下落したことを思い出すべき（14日のデュークFRB理事発言）」というのは少々楽観的過ぎるのではなかろうか。

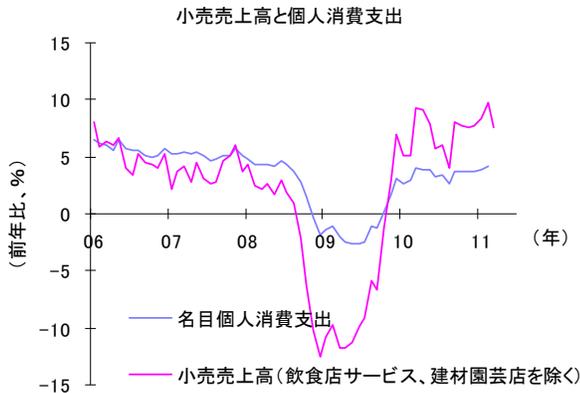
第3図：世界GDPと原油価格



< FOCUS >

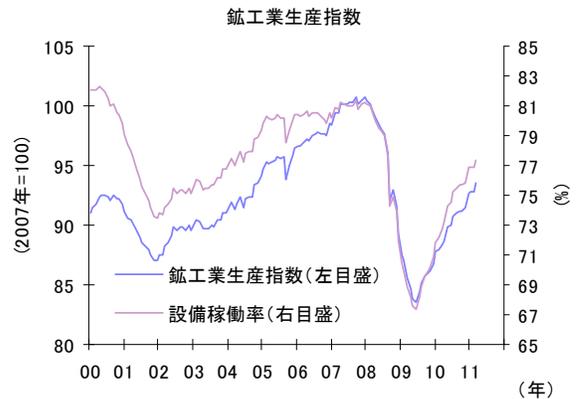
<経済指標コメント>

➤ **3月の小売売上は前月比+0.4%**：3月の小売売上は前月比+0.4%と市場の事前予想(同+0.5%)を若干下回り、前月の同+1.1%からは大きく減速。前年比で見ると+7.5%と引き続き高い伸びとなっているものの若干頭打ち傾向にある。インフレ率の上昇に伴い実質ベースでは減速傾向が鮮明になりつつある。



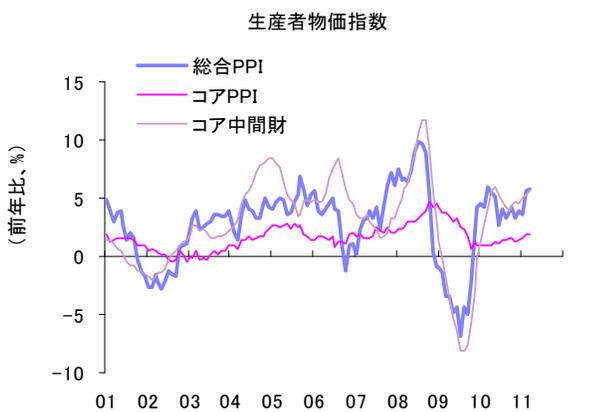
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **3月の鉱工業生産は前月比+0.8%上昇**：3月の鉱工業生産は前月比+0.8%と大幅に上昇。2月実績も同+0.1%と小幅上方修正された。3月のデータで見ると、日本の大震災による生産面への影響は見取れない。設備稼働率も77.4%と2008年8月以来の水準まで改善。



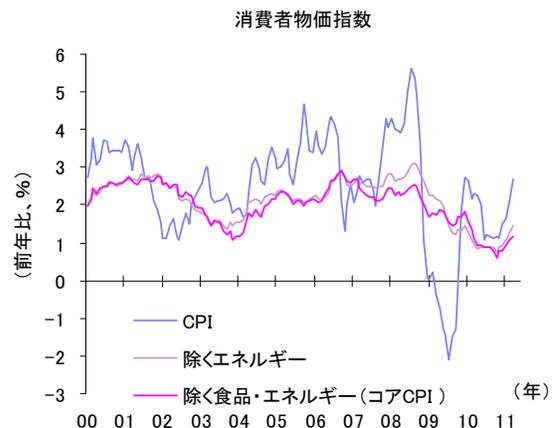
(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **3月の生産者物価指数は前年比+5.8%**：3月の生産者物価は総合が前年比+5.8%と前月の同+5.6%から上昇幅が拡大、コア中間財も同+5.6%へ上昇(前月+5.4%)。価格転嫁が徐々に進むなか、コアPPIも2009年秋以来となる同+1.9%まで上昇し



(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 (年)

➤ **3月のコアCPIは前年比+1.2%**：3月のCPI(総合)は前年比+2.7%と前月の同+2.1%から大幅に上昇。コアCPIも同1.2%と前月の同+1.1%から小幅上昇した。前月比では+0.1%と前月の同+0.2%から縮小したものの、年率換算では+1.6%、3ヶ月平均では+2.0%とインフレ圧力は徐々にだが高まりつつある。



(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

た。



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、宜しくお願ひ申し上げます。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.