



# 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](mailto:skatsufuji@us.mufg.jp)

September 24, 2010

## <FOCUS>

### 長期金利は上げられない？：個人消費の決定要因

- 月次の実質個人消費はここ数ヶ月間、前年比で+1.5~2%の比較的安定した伸びになっている。
- 当レポートでは今後も、GDP 統計上の実質個人消費は前期比年率で2%程度の緩慢な、ただし数字上は安定した伸びを続けると予想している。
- ところで、今後の消費を占う上で、長期金利を安定的に推移させることが重要な要素になってきている可能性が高いという材料を紹介する。これは、FRB の追加緩和実施の可能性は高くないと見る当レポートの見方に対してはリスク要因となる。
- FRB が追加緩和を見送り、逆に来年前半から利上げを開始して、10年物米国債利回りが2011年末でたとえば4%台後半にまで上昇をしたとしたらどうなるか。10年物米国債利回りに対する住宅ローン金利のスプレッドを仮に1.5%とすると住宅ローン金利は6%にまで上昇することになる。
- 第7図は、上記の要因分解による弾性値を用いて、住宅ローン金利が2011年末まで4.5%で横ばい推移した場合の実質個人消費の伸びの推移と、住宅ローン金利が2011年末に6.25%にまで順次上昇していく場合の実質個人消費の伸びを比較したものである。他の決定要因の条件が同じ場合、住宅ローン金利が6.25%に上昇するシナリオでは、2011年第4四半期において4.5%シナリオにくらべて実質個人消費野の伸びは約2.5%下回る。このシナリオで用いた前提条件では個人消費は再びマイナスの伸びに転化する計算になる。

### <トピック1> 必要なら追加緩和の用意あり：9月FOMC 声明文

21日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）では、現状の金融政策を維持することが決定された。ただし声明文では、インフレ率が望ましい水準を下回っていること、また必要な場合追加緩和を行う準備があることが明記された。

### <トピック2> リセッション終期は2009年6月

全米経済研究所（NBER）は20日、前日に開催された景気循環日付委員会にて、2007年12月を始期とするリセッションの終期（景気の谷）を2009年6月と認定したことを発表した。結果このリセッションは18ヶ月継続したことになり、戦後最長のリセッションとなった。

### <経済・金融の動向：9月20日~9月24日現在> 年初来高値を狙う勢い

<経済指標コメント> 住宅着工件数（8月）は年率598千件（前月比+10.5%）、住宅着工許可件数年率569千件（前月比+1.8%）、他。

<FOCUS> 長期金利は上げられない? : 個人消費の決定要因

当面は2%レベルの個人消費の伸びを予想する

月次の実質個人消費はここ数ヶ月間、前年比で+1.5~2%の比較的安定した伸びになっている（第1図）。2010年の前半には、実質可処分所得の伸びを大きく上回るハイペースの消費拡大時期があった。リセッション期に消費者が顕著な買い控えをした結果潜在的需要が積みあがり、これが2010年の前半に一気に実現したと考えられる。現在では潜在需要はおおむねそれが消化されたと考えられることから消費の伸びのペースはやや鈍化している。直近では実質可処分所得の伸びと実質個人消費の伸びが徐々に収斂しつつある。

当レポートでは今後も、GDP統計上の実質個人消費は前期比年率で2%程度の緩慢な、ただし数字上は安定した伸びを続けると予想している。

大まかにいうと、実質時間当たり賃金が1%レベルの伸び、これに労働時間と雇用者数を合わせて約1%の伸びが確保でききれば、消費は2%の伸びを続けることができる。

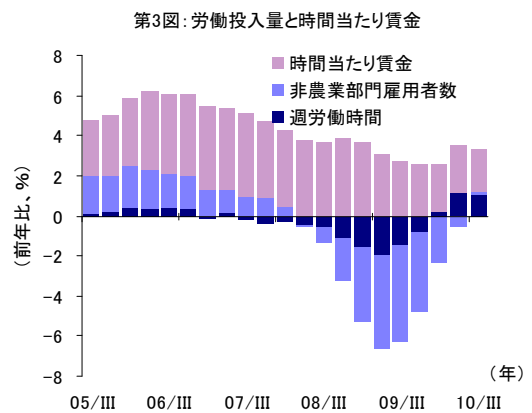
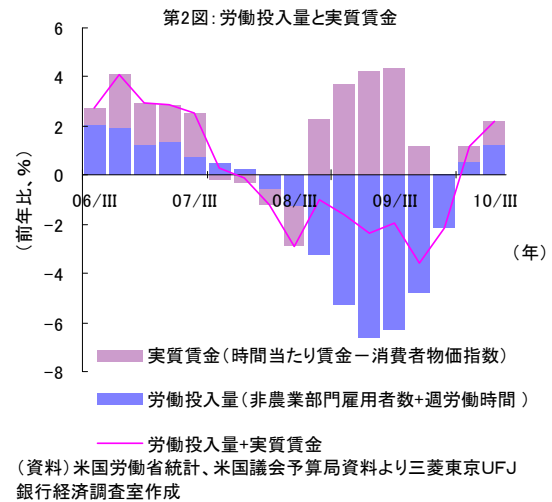
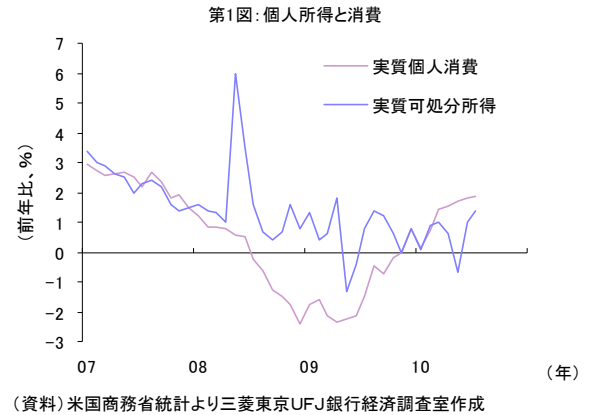
賃金・労働投入量からみた所得

まず、消費の一番の源泉である所得の動向を見てみよう。家計の所得の伸びが、労働投入量（雇用者数×労働時間）の伸びと実質時間当たり賃金の伸び

（時間当たり賃金上昇率－消費者物価上昇率）から構成されると仮定すると、雇用・賃金・物価の伸びをあわせることで、所得の伸びの状況がわかる。

第2図は実質賃金と労働投入量の推移である。これによれば、2010年第3四半期（8月時点）において、時間当たり実質賃金の伸びは前年比約1%、労働投入量の伸びは前年比約1.3%となっている。あわせて2%強の所得の伸びが生み出されている計算になる。

こうした所得の今後の動向を占うために、ま



ず労働投入量を非農業部門雇用者数の伸びと週労働時間の伸びに分解してみよう。第3図によれば、2010年第1四半期には週労働時間の伸びが前年比でプラスに転化した。ついで第2四半期には非農業部門雇用者数の伸びがプラスに転化している。時間当たり賃金の伸びは依然として前年比2%レベルで伸び率が低下を続けている。これらの状況は、景気回復局面においてはまず労働時間が長くなり、ついで雇用が増加、最後に時間当たり賃金が上昇する、というセオリーに整合している。セオリー通りならば、今後は、週労働時間の伸びペースがやや鈍化し、これに代わり非農業部門雇用者数の増加が見られるはずだ。

### しばらくは労働時間延長が雇用増を抑制する

ただし、企業はリセッション期にすでに人員削減とともに合理化を相当に進めている。また、現状の週平均労働時間は現在33.5時間程度であるが、これは直近の景気拡大期のピークである1997年時点の約34.5時間に比べて約1時間（約3%）も短い。

したがって、企業にはいまだ労働時間を拡大することで需要増に対応する余地があると考えられる。これが今後も雇用の伸びがすぐには大きなプラスにならないと考える背景だ。するとしばらくは雇用者数の大きな増加は期待できず、もっぱら労働投入量は労働時間の増加でまかなわれる可能性が高いことになる。

ちなみに、週労働時間が前年比で1%を越えて増加することはまれである。1983年のリセッションからの回復期には週労働時間が1.4%の伸びを見せたことがあり、こえが実質的には戦後の最大の伸びである。

そうすると、労働投入量の伸びは、労働時間が1%強、雇用が若干の伸びにとどまるとして、高々1.5%レベルの伸びで今後推移しそうだということになる。

### 時間当たり賃金の伸びは2%レベルの低位が続く

次に時間当たり賃金である。時間当たり賃金の伸びは、失業率が低下を始めて約10ヶ月たった現在も、これに遅行して低下している。第3四半期現在で時間当たり賃金の前年比の伸びは約+2.1%である。今後は大体2%レベルを底値に、時間当たり賃金の伸びも低位で推移すると見る。

すると名目ベースの労働所得は約3.5%レベルの伸びをしばらく保って推移しそうだとの推測ができる。

ここからインフレ率を差し引いたものが実質ベースの労働所得だ。インフレ率は総合CPIベースで今後前年比+1.0~1.5%で推移するとしよう。結果、実質ベースの個人所得はおおむね2~2.5%の伸び、つまり2%強を中心とした前年比の伸びを保ちながら拡大していくということになる。

### 景気対策効果の剥落で、可処分所得の伸びは雇用者報酬に依存する

別な観点から個人の可処分所得の伸びの内訳を見てみよう。第4図は、個人所得統計から、個人所得の内訳のうち雇用者報酬、移転所得、税金の伸びの推移を見たものである。2009年景気対策法による減税効果が減税施行後1年たって完全に剥落した。一方給付金などの移転所

得の伸びはおおむね平時の伸びに回帰している。一方で雇用者報酬の伸びが徐々に拡大してきている。その伸び率はまだ1%半ば～2%の伸びがここ3ヶ月ほど続いている。これに政府からの移転所得の伸び（平時で1%強）を加えて、約3%の可処分所得の伸びが確保できる計算になる（税金の影響はゼロと仮定する）。ちなみに7月時点で個人消費統計上の可処分所得の伸びは前年比+3.0%である。

物価上昇率を1.0～1.5%とした場合、実質ベースの可処分所得は1.5～2%レベルの伸びが確保できる計算になる。

構成要素の異なる統計をベースに見た場合、現在の実質個人消費の伸びである前年比2%は、家計の所得の想定される伸びともおおむね整合している。

### 貯蓄率は6%弱で横ばい推移

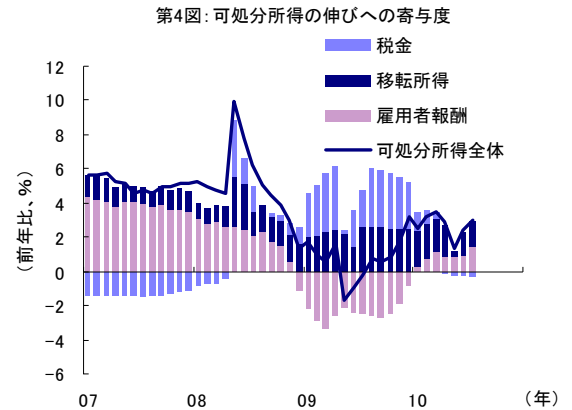
ちなみに貯蓄率は、過去1年ほど6%弱で高水準ながら安定的に推移している。貯蓄率はおおむね消費者信頼感期待指数に2年ほど遅行して動くと言われている（第5図）。

過去1年ほど消費者信頼感期待指数がほぼ一定レベルで方向感なく推移していることから、貯蓄率も向こう1年ほどは現在の水準にとどまる可能性が高いと見る。結果、貯蓄率の大きな変動による消費の伸びのブレはないだろう。所得の伸びに応じた2%レベルの成長が今後1年ほど続くことここからいえる。

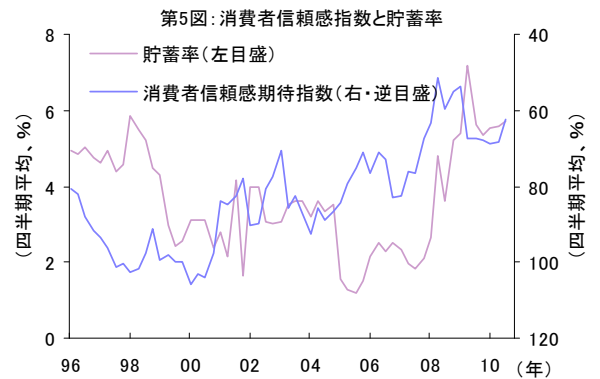
### 長期金利安定が消費持続拡大の鍵になる？

ところで、今後の消費を占う上で、長期金利を安定的に推移させることが重要な要素になってきている可能性が高いという材料を紹介する。これは、FRBの追加緩和実施の可能性は高くないと見る当レポートの見方に対してはリスク要因となる。

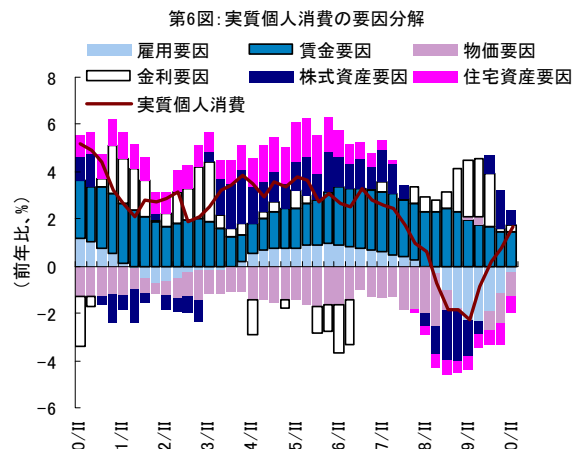
実質個人消費を、雇用・賃金・物価・金利・住宅価格・株価を変数として要因分解（各指標の対数値をとって回帰分析を行い、変数の弾性値を用いて個人消費の伸びを推計）したものが第6図である（2010年第2四半期まで）。



（資料）米国商務省、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、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



（資料）米国商務省、FRB、OFHEO統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用要因：非農業部門雇用者数  
 賃金要因：時間当たり賃金  
 物価要因：個人消費支出価格指数（PCEデフレーター）  
 金利要因：30年物モーゲージ金利  
 株式資産要因：株式・投資信託・年金資産（FRB “Flow of Funds”）  
 住宅資産要因：FHFA住宅価格指数

これによれば、2009 年後半以降、個人消費の伸びの主な要因となっているのは賃金の上昇と株価の上昇である。住宅価格は依然低下していて消費にマイナスの効果をもたらしている。住宅ローン金利は、過去 6 四半期の間ほぼ 5%の低位で横ばい推移しているの、消費の伸びへの寄与はこの分析上はほぼゼロになっている。

ちなみに直近では 30 年物住宅ローン金利は 4.6%レベルにまで低下している。もしもこの水準がしばらく続くならば、個人消費をこれまでの伸びよりも上方に押し上げる要因になりうる。FRB の米国債購入再開によって直近では長期金利が再び最低水準に近いところにまで低下している。

逆に FRB が追加緩和を見送り、逆に来年前半から利上げを開始して、10 年物米国債利回りが 2011 年末でたとえば 4%台後半にまで上昇をしたとしたらどうなるか。10 年物米国債利回りに対する住宅ローン金利のスプレッドを仮に 1.5%とすると住宅ローン金利は 6%にまで上昇することになる。

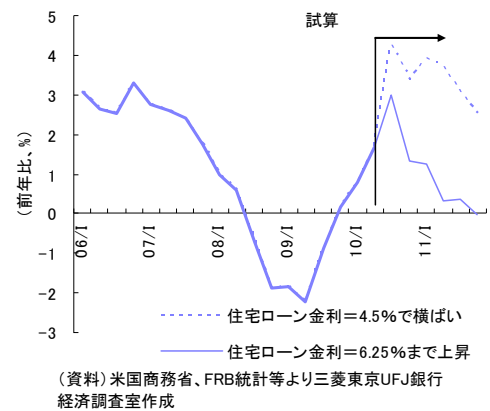
第 7 図は、上記の要因分解による弾性値を用いて、住宅ローン金利が 2011 年末まで 4.5%で横ばい推移した場合の実質個人消費の伸びの推移と、住宅ローン金利が 2011 年末に 6.25%にまで順次上昇していく場合の実質個人消費の伸びを比較したものである。他の決定要因の条件が同じ場合、住宅ローン金利が 6.25%に上昇するシナリオでは、2011 年第 4 四半期において 4.5%シナリオに比べて実質個人消費野の伸びは約 2.5%下回る。このシナリオで用いた前提条件では個人消費は再びマイナスの伸びに転化する計算になる。

住宅ローン金利は 2007 年第 1 四半期から 2010 年第 2 四半期まで実に 3 年以上にわたり連続して低下している。言い換えれば住宅ローン金利の上層は米国の家計が過去 3 年間経験してこなかったことである。過去の好況期に住宅ローン金利が上昇したときは、そのマイナス効果を住宅価格の上昇などが補って余りあった。しかし、2011 年にかけて住宅価格が大幅に上昇するという見込みは当レポートでも持っていない。

そうすると、FRB が米国債（もしくは住宅ローン担保証券）購入再開による量的緩和で、長期金利を現状の水準に 1 年間保つという必要性は正当化できる可能性が出てきている。

(<FOCUS>)

第7図：金利上昇スピードによる実質個人消費の伸び試算



<トピック 1> 必要なら追加緩和の用意あり：9月 FOMC 声明文

21日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）では、現状の金融政策を維持することが決定された。ただし声明文では、インフレ率が望ましい水準を下回っていること、また必要な場合追加緩和を行う準備があることが明記された。

第1表：FOMC 声明文の骨子

	今回(9月21日)		前回定例会合時(8月10日)
FF金利誘導目標	0.00%~0.25%	←	0.00%~0.25%
公定歩合	0.75%	←	0.75%
量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>保有証券からの元本支払を再投資する既存の政策を維持する。 (内容不変)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>エージェンシー債とMBSの元本償還資金をより長期の米国債に再投資することで、FRBの保有する証券を現状のレベルに一定に保っていく。引き続きFRBの保有する米国債を期日到来のたびに再投資していく。</li> </ul>
委員会判断 (主に「委員会」を主語に持つ、または含む部分)	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>基調的なインフレ指標は現在、委員会がその使命である雇用最大化の促進と物価安定に長期的に最も整合すると判断する水準を幾分下回っている。インフレは委員会がその使命に整合的と考える水準まで上昇する前に暫くの間抑制されたままになる可能性が高いと見込む。</li> <li>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。</li> <li>経済見通しと金融動向を監視し続けて、<u>経済回復を支援することと、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルに回帰させることのために、必要であれば追加的な緩和を供与する用意がある。</u></li> </ul>	←	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>インフレが暫くの間抑制される可能性が高いと見込む。</li> <li>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。</li> <li>経済見通しと金融動向を監視し続けて、<u>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。</u></li> </ul>

景気判断部分の文言はほぼ不変だが実際は見通し引き下げ？

9月 FOMC 声明文の冒頭の景気判断部分は、8月声明文とほぼ不変である。ただし、8月 FOMC 以降、第2四半期のGDP成長率(改訂値)が速報値に比べ大幅に下方改訂されている。また6月時点でのFOMC委員による経済成長予測は2010年に3%を上回るかなり楽観的な予測だった。したがって9月の委員会で改訂されているはずの成長予測は大幅に下方シフトしている可能性が高い。事実上は成長見通しは下方に修正されているはずだと見るべきだろう。

## インフレ率は適正水準を下回っている

インフレについて「現在、委員会がその使命である雇用最大化の促進と物価安定に長期的にもっとも整合すると判断する水準を幾分下回っている」とされ、インフレ率が FOMC の考える適正水準を下回っていることが初めて明記された。

具体的には、8月まででコア消費者物価指数が前年比で5ヶ月連続前年比+1%を下回っていること、また総合インフレ率も前年比+1.5%を下回る伸びが3ヶ月続いていることを指していると考えられる。ちなみに、FOMC 委員の経済予測に採用されている個人消費支出価格指数（PCEデフレーター）は、7月までで総合指数が2ヶ月連続で前年比+1.5%かそれを下回り、コア指数は4ヶ月連続で前年比+1.5%かそれを下回っている。

もっともこれに続き声明文では「インフレは委員会がその使命に整合的と考える水準にまで上昇するまでしばらくの間」抑制される可能性が高い、としている。FOMC はいずれインフレ率が1%~2%もしくは1.5%~2%の適正な水準に回帰していく可能性が高いと現状では見ているようだ。上昇までの期間は「しばらくの間」としているから、少なくともFOMC が深刻なデフレ懸念を見通しの中心においているわけではないことになる。

しかしながらこれは、FOMC がデフレ圧力を初めて声明文上で明記したことになり、FOMC 内でのデフレまたはディスインフレ懸念派がインフレ懸念派の意見を上回り始めた可能性を示唆している。

## 今回は追加緩和は決定されなかったが「必要な場合追加緩和の用意がある」

当レポートの予想通り追加緩和は実施されず、これまで通り保有証券の償還金を再投資していくことが声明文で述べられた。

ただし声明文は「(委員会は) 経済回復支援とその使命に整合するインフレに将来回帰させるために必要な場合、追加的な緩和を供給する用意がある」と述べ、ここでも初めて「追加緩和」という文言を声明文に登場させた。

これは近い将来の追加緩和もありうべしとの市場期待を高める内容である。実際にこの声明文が公表された直後に、追加緩和期待から米国債利回りは低下、株価は上昇した。

しかし、これに先立つ部分では「委員会は経済見通しと金融動向を監視し」という箇所です。「注意深く closely」というキーワードが入っていないことなどから、必ずしも追加緩和が直ちに発動されることまでを示唆するものではない。

## 本格的追加緩和発動是非の判断にはまだ時間がある

今後、高失業率継続のなかで中央銀行としての行動の意思を市場に伝達するため、小幅な追加緩和（米国債の購入額拡大など）は行われる可能性がある。しかし、この声明文のメッセージにかかわらず、本格的な追加緩和の可能性は五分五分程度と見る。追加緩和の発動条件として、経済指標の悪化が必要だ。8月には軒並み市場予想を下回った各経済指標だが、その後好転に転じている。経済成長率については今年前半みられた過度に楽観的な市場予想が、年後半2%レベルの低成長に下方修正されておおむね収斂している。さらに、21日に公表された住宅

着工件数が8月単月とはいえ増加に転じた。つまり経済指標が今後さらに悪化していく恐れは徐々に後退している。

ただし、FOMC 内部は必ずしもそうとは限らない。FOMC 委員の経済予測が9月に大きく下方改訂され、これに基づいて金融政策を更に緩和する必要があるケースだ。6月時点ではFOMC 委員の成長予測の中心傾向は2010年が3.0~3.5%、2011年は3.5%~4.2%だった。FOMC 委員の成長率予想は少なくとも2010年については3%以下にまで下方改訂される可能性が高い。現状の金融政策が3%成長見通しを前提とした中立だとすると、改訂幅によっては現状の金融政策がすでにタイトとみなされる可能性がある。その場合、今後の経済成長が予想通りだった場合には追加緩和が発動されることになってしまう。

またディスインフレ圧力の強まりはさらにリスク要因だ。筆者もコアインフレ率は来年にかけては1%を越える水準に回帰すると考えている。しかし仮に今後コアインフレ率がさらに低下を続けた場合、デフレへの先制攻撃として本格的な追加緩和が実施される可能性は排除できない。

3週間後に公表される議事録では、特に委員の成長予測の下方修正状況が注目だ。これにインフレ率の低下をあわせた現状の金融政策スタンスを、委員が依然中立とみなしているか、あるいはタイトとみなしているかがわかる材料があれば、近い将来の追加緩和の有無を占う材料になる。

第2表:FOMC 声明文の内容

今回例会(9月21日)	前回定例会(8月10日)
<p>8月に開催された委員会以降入手された情報は、産出と雇用の回復ペースがここ数ヶ月の間に減速したことを示唆した。家計消費は徐々に増加しているが、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、<u>今年前半ほど速くはないが</u>増加中である、一方非住宅建造物の設備投資は弱いままである。雇用主は雇用を追加するには消極的なままである。住宅着工は沈滞した水準にとどまっている。銀行貸出は縮小を続けたが、<u>ここ何ヶ月かは縮小減速している。</u>(右下線削除) 委員会は、<u>短期的な経済回復のペースは(右下線削除)緩慢である可能性が高いものの、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。</u></p>	<p>6月に開催された委員会以降入手された情報は、産出と雇用の回復ペースがここ数ヶ月の間に減速したことを示唆した。家計消費は徐々に増加しているが、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増加中である、しかし非住宅建造物の設備投資は弱いままで、雇用主は雇用を追加するには消極的なままである。住宅着工は沈滞した水準にとどまっている。銀行貸出は縮小を続けた。<u>しかしながら</u>委員会は、<u>短期的な経済回復のペースは予想されていたよりさらに緩慢である可能性が高いものの、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。</u></p>
<p>基調的なインフレ指標は<u>現在、委員会がその使命である雇用最大化の促進と物価安定に長期的にもっとも整合すると判断する水準を幾分下回っている。</u>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、インフレ圧力は、<u>委員会がその使命に整合的と考える水準まで上昇する前に</u>暫くの間抑制されたままである可能性が高いと見込む。</p>	<p>基調的なインフレ指標はここ何四半期かの間趨勢が低下し、また大幅な資源の余剰(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>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き続き見込んでいる。<u>委員会はさらに、その保有証券からの元本支払を再投資する既存の政策を維持する。</u></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き続き見込んでいる。</p>



(削除)	物価安定を伴う経済回復を支援するため、委員会は、エージェンシー債とMBSの元本償還資金をより長期の米国債に再投資することで、FRBの保有する証券を現状のレベルに一定に保っていく。委員会は引き続きFRBの保有する米国債を期日到来のたびに再投資していく。
委員会は経済見通しと金融動向を監視し続けて、 <u>経済回復を支援することと、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルに回帰させることのために、必要であれば追加的な緩和を供与する用意がある。</u>	委員会は経済見通しと金融動向を監視し続けて、 <u>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。</u>
FOMCによる金融政策決定に賛成したのは、 <u>バーナンキ、ダッドリー、バラード、デューク、ピアナルト、ローゼングレン、タルーロ、ウォーシュ。</u> 政策決定に反対したのは、 <u>経済は(右下線削除)緩慢に回復しつつあると判断したホーニグ。それゆえ彼は、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ず、長期的な安定成長を阻害する将来の不均衡につながると考えた。さらに、経済と金融の条件からみて、ホーニグ氏は保有証券からの元本支払を再投資し続けることは委員会の政策目標を支持するのに必要とされないと考えた。</u>	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、 <u>経済は予想通り緩慢に回復しつつあると判断したホーニグ。それゆえ彼は、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ず、委員会が必要ときに政策を調整する能力を制限すると考えた。さらに、経済と金融の条件からみて、ホーニグ氏はFRBの現状の規模の長期債保有残高を一定の規模に保つことが委員会の政策目標への回帰を支援するために必要とされるとは考えなかった。</u>

(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。9月FOMC時点で7名の理事中3名が空席。コーンFRB副議長は9月初に退任済。新たな2名の理事とFRB副議長後任候補は、4月29日にオバマ大統領により指名済み。

(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> リセッション終期は 2009 年 6 月

全米経済研究所（NBER）は 20 日、前日に開催された景気循環日付委員会にて、2007 年 12 月を始期とするリセッションの終期（景気の谷）を 2009 年 6 月と認定したことを発表した。結果このリセッションは 18 ヶ月継続したことになり、戦後最長のリセッションとなった。

この結果は当レポートを含む市場のエコノミストのこれまでの想定通りの結果である。NBER は去る 4 月 12 日に、4 月 8 日に開催された同委員会会合で「現在のデータで景気谷を判定するのは時期尚早」としてリセッション終期の認定を見送ったことを発表していた。この異例の認定見送りが一時的に、たとえば雇用回復が遅いことを理由にリセッション終期を後倒しにするのではないかと憶測もでた。

しかし、20 日の公表によれば結果的に認定先送りは経済指標の改訂を待っていたことが主な理由で、NBER の認定におけるきわめて一般的な状況であったに過ぎないことが判明した。

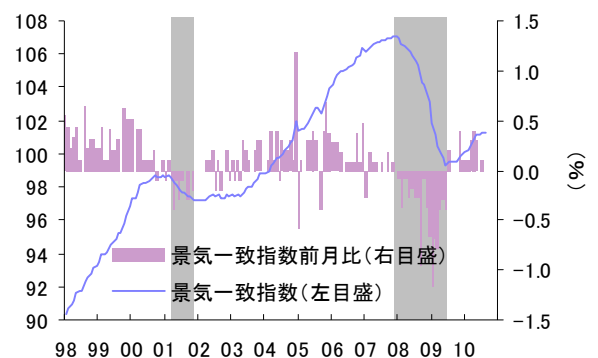
NBER が月次の景気サイクルを見るのに用いる指標のうち、主な 4 指標（移転所得を除く実質個人所得、鉱工業生産指数、実質企業売上高、非農業部門雇用者数）は、カンファレンスボードが指数化して景気一致指数として公表している。景気一致指数は 2009 年 7 月から前月比で上昇に転じ、その後 8 月にいたるまで連続して上昇している。NBER の決定はその基本的な考え方に沿ったものといえる。

リセッション終了後の景気一致指数の上昇ペースはきわめて遅い。2009 年 7 月の指数上昇開始以降今年 8 月までの 14 ヶ月のうち、指数が前月比横ばいだった月が 5 ヶ月にのぼる。こうした遅い指数上昇ペースの主な要因は、非農業部門雇用者数の増加がリセッション終期に半年遅れる 2010 年 1 月までなかったこと、その後も雇用増加ペースは遅かったことである。

尚、FRB の利上げ開始が、NBER のリセッション終了宣言（リセッション終期ではなく）に約 1 年遅れる経験則が語られることがある。たとえば 2001 年 11 月のリセッション終了を NBER が判定公表したのは 2003 年 7 月、FRB が利上げを開始したのはその 1 年後の 2004 年 7 月であった。このジンクスに従うならば、今回の FRB 利上げ開始は早くても 2011 年の 9 月ということになる。

当レポートの予想に対して FRB の利上げ時期は後倒しのリスクが高まっている。現在利上げ開始時期を 2011 年の後半に後ろ倒しすることを考慮中である。ただし、あくまで利上げは経済・金融のその時点の状況と見通しに基づいて行うものであって、NBER のリセッション終了宣言との関係に基づくものではないと考える。

第1図: カンファレンスボード景気一致指数



(資料)カンファレンスボード資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、シャドー部分はリセッション期。

<トピック 2>

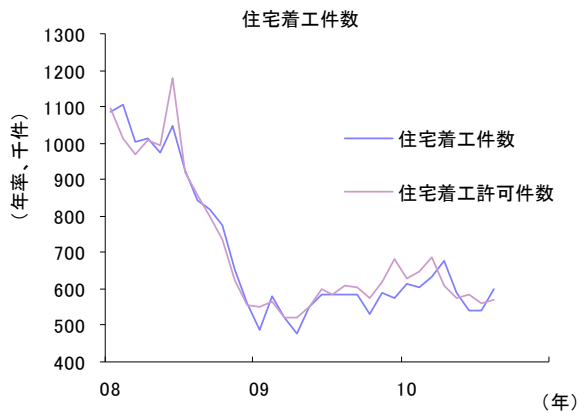
＜経済・金融の動向：9月20日～9月24現在＞  
年初来高値を狙う勢い

- **株式市場**、NY ダウは4週続伸、前週末比 253 ドル高の 10860 ドルで 24 日の取引を終えた。企業買収の報道や FRB の追加緩和期待を背景に、住宅着工や耐久財受注の回復を受けて株価は上伸した。8月の高値である 10700 ドルレベルはあっさり更新、4月につけた年初来高値の 11205 ドルを伺う動きになっている。S&P500 の 10 業種別では、一般消費財、情報技術、エネルギー、資本財などを筆頭に 10 業種すべてが前週末比で上昇した。
- **為替市場**ではドル円は、先週の円売り介入を受けて 85 円台後半からスタート、米国の金利先安感から徐々にドルが値を下げ 84 円台前半の取引となった。24 日には一時東京時間に介入のうわさから 85 円台にドルが急伸する場面もあったがすぐにドルが下げ、84 円台前半で越週した。ドルは他通貨に対しても売り込まれた。ユーロは先週末の 1 ユーロ=1.3 ドル台から 1.35 ドルレベルにまで続伸。対スイスフランでドルは 1 ドル=1 スイスを割り込むまでに下落した。
- **向こう 1 週間**は、28 日に 7 月 S&P ケースシラー住宅価格指数、8 月カンファレンスボード消費者信頼感指数、10 月 1 日に 8 月個人消費統計、8 月 ISM 製造業指数、8 月新車販売台数が公表される。10 月 1 日までは指標やイベントは薄め。
- 株式市場はさらに上伸して年初来高値を狙う動きになるだろう。年末にかけて NY ダウが 12000 ドルを目指すという当レポートの想定値にはまだ距離はあるが、まずは 11000 ドルが次の節目。今週の上昇が急だったため、一旦 11000 ドルでは頭を抑えられるとみる。現在の S&P500 の株価収益率は約 15 倍（Bloomberg 集計）で、益回りは 6.6%。これは、10 年物米国債利回りの 2.6%、ムーディーズ Baa 格社債利回りの 5.6%と比較しても高く、まだ株価はかなり割安である。
- 為替市場では、ドル全面安の動きになっているが、対円では介入警戒感からもドルの下値は限られよう。ただし市場は引き続き神経質で、当面は上下いずれにも波乱はありうべしである。

（＜経済・金融の動向＞）

<経済指標コメント>

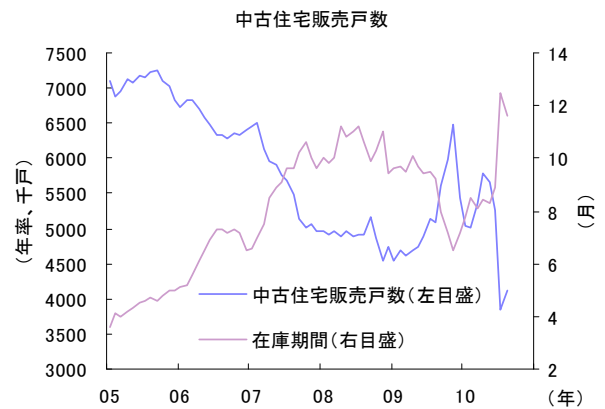
➤ **住宅着工件数（8月）は年率 598 千件（前月比+10.5%）、住宅着工許可件数年率 569 千件（前月比+1.8%）**：住宅着工件数は2ヵ月連続かつ大幅な増加となる前月比+10.5%。ただし、主に振れの大きい集合住宅の増加が数字を押し上げていて、一世帯住宅の着工件数は4ヶ月ぶりの増加となるも前月比+4.3%の年率 438 千件にとどまっている。先行指標となる住宅着工許可件数は2ヵ月ぶりの増加だが、増加率は低い。4月末の住宅購入インセンティブ終了による着工の反動減は底入れしたといえるが、反発力は弱い。尚、7、8月の着工件数は年率で 569.5 千件と、第2四半期の同 602 千件にくらべて年率-19.9%の減少。第3四半期の GDP 統計上の住宅投資は前期の大幅プラス（前期比年率+27.2%）から転じてマイナス成長になるという当レポートの予想に沿った動きになっている。



(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

ローン申込指数は3週連続の低下、リファイナンス、購入ともに低下した。住宅ローン金利がさらに低下（30年物固定住宅ローン金利は前週比-0.09%の 4.6%）しているにもかかわらず住宅ローン申込は減少している。

➤ **中古住宅販売戸数（8月）は年率 4130 千戸（前月比+7.6%）、在庫期間 11.6 ヶ月（前月比-0.9ヶ月）**：中古住宅販売戸数は4ヶ月ぶりの増加。しかし、住宅インセンティブ終了翌月の5からの急減少に比較すれば増加幅はわずかにとどまった。当レポートでは今後数ヶ月をかけて中古住宅販売が年率 5000 千件レベルに徐々に回復していくと見ている。在庫期間は前月よりやや短縮したがまだ金融危機時の最悪水準を上回っている。中央販売価格は前年比+0.8%と、4月のピーク同+3.5%から伸びは低下している。



(資料)米国不動産協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（9月17日ㄨ週）は前週比-1.4%、リファイナンス指数同-0.9%、購入指数同-3.3%**：住宅

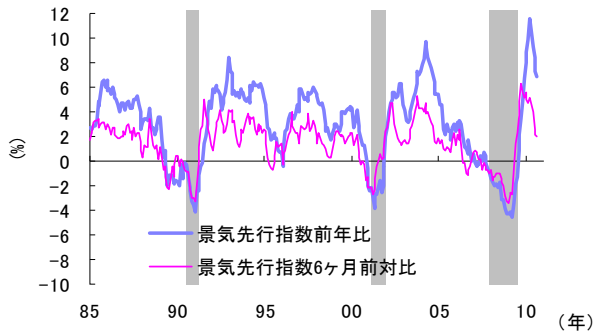


(資料)米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **カンファレンスボード景気先行指数（7月）は前月比+0.3%（前月同+0.1%）**：景気先行指数は2ヵ月連続の上昇、2009年4月以来1ヶ月を除いて連続上昇した。前月比の景気先行指数の上昇に寄与した構成指標は週平均労働時間、資本財受注、住宅着工件数、S&P500 株価指数、マネーサプライ、10年物米国債利回り-FF金利、消費者信頼感期待指数の7指標。前月比マイナスに寄与したのは新規失業保険件数、消費財受注、ISM 製造業入荷遅延 DI の3指標。プラス寄与の指標数の度合いを表すデフュージョンインデックスは前月の 50 から 70 に好転した。ただし、景気先行指数の前年比の伸びは+6.9%と5ヶ月連続で低下した。景気拡大ペースが今後半年ほどにわたり減速することを示唆している。また、景気一致指数は前月比横ばいとどまった。ただこれは、連邦政府の国勢調査員の業務終了の影響をうけた非農業部門雇用者数の減少がマイナスに寄与したのが効いていて、個人所得、鉱工業生産指数、企業

売上高の3指標はいずれもプラスの伸びになっている。国勢調査員要因が剥落すれば再び一致指数は上昇を始める可能性が高い。

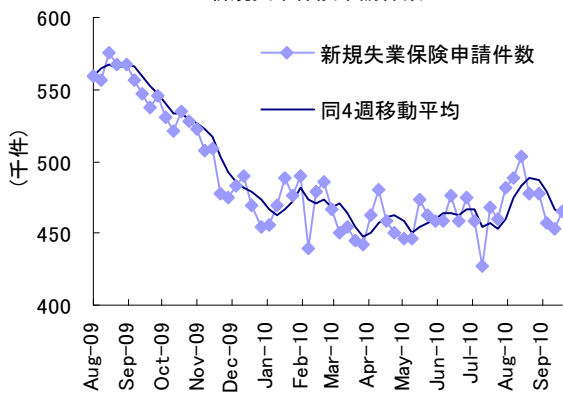
カンファレンスボード景気先行指数



(資料)カンファレンスボード資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。シャドー部分はリセッション期。

- **新規失業保険申請件数 (9月18日<sup>※</sup>週) は 465 千件 (前週比+12 千件)、継続受給者数 (9月11日<sup>※</sup>週) は 4489 千人 (前週比-48 千人) :** 新規失業保険申請件数は4週ぶりの増加。ただしこれは、前の週がレーバーデー休日を含む週だったことによる反動の増加と、季節調整要因と考えられる。4週移動平均は463.25千件(前週比-3.25千件)と4週連続で低下している。次週は再び申請件数は減少すると考えられるが、今後450千件の節目を下回れるかどうかが目玉になる。

新規失業保険申請件数

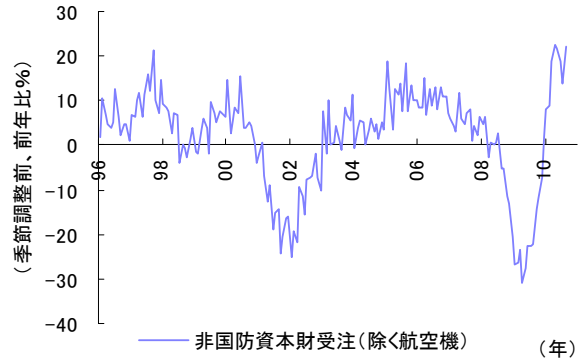


(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **耐久財受注(8月)は前月比-1.3%(前月同+0.7%)、除く運輸関連同+2.0%(前月同-2.8%)、航空機関連を除く非国防資本財受注同+4.1%、同出荷同+1.6% :** 耐久財受注は前月の増加から転じて-1.3%の減少。ただし振れの大きい民間航空機の受注減少(前月比-40.2%)が数字を押し下げており、運輸関連を除くベースでは+2.0%の大幅増加となった。コンピューター・同関連部品(同+12.0%)、通信機器(同+9.2%)などの受注が増

加した。GDP統計上の機器ソフトウェア投資の先行指標となる非国防資本財(航空機関連を除く)受注は同+4.1%の大幅増加。前年比の伸びも+19.0%と、前月まで+13.9%まで低下したのが反発した。同じく出荷も同+1.6%の好調な増加となり、8月までの第3四半期の出荷は前期比年率+9.7%。これは前期の同+17.4%を下回っており、第3四半期の機器ソフトウェア投資は前期までの20%を越える成長からやや鈍化しそうだ。

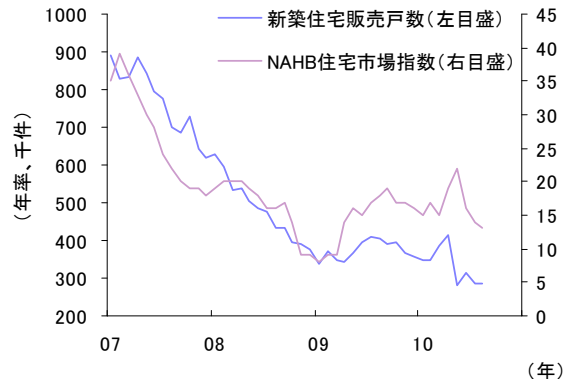
非国防資本財受注(航空機関連を除く)



(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

- **新築住宅販売(8月)は年率288千戸(前月比横ばい)、在庫期間8.6ヶ月(前月8.7ヶ月) :** 新築住宅販売は前月比横ばい。5月の大幅減少のときとほぼ同じ水準にある。住宅インセンティブ制度終了直後の販売反落は落ち着いたようだが、反発力は中古住宅以上に弱い。

新築住宅販売戸数・住宅市場指数



(資料)米国商務省、全米建設業協会統計より三菱東京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.