



# 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)

August 13, 2010

## <FOCUS>

### 日本型とは何か。FRB 地区連銀デフレ論文

- ▶ セントルイス連銀バラード総裁の「日本型デフレ」論文が市場の（特に日本の）反響を呼んでいる。
- ▶ 日本型デフレといえば通常、バブル崩壊後銀行の不良債権処理が長期化すること、需給ギャップが拡大すること、結果賃金が低下して物価が下落すること、などがその特徴である。さらには、構造改革による金融・不動産の抑制による労働生産性が低下、また人口の減少などもその特徴ないし原因として挙げられる。
- ▶ 米国も需給ギャップの拡大や商業不動産・住宅ローン債権の不良化が長期化しつつあることなど、こうしたいわゆる日本型デフレに似た形になってきていることは事実である。それだけに「日本型デフレ」論文が（特に日本において）脚光を浴びたのも無理からぬことであろう。
- ▶ ただ、バラード総裁がこの論文で直接的に論じているのは、必ずしも上記のような実体経済に関する「日本型デフレ」の属性ではないことは留意するべきであろう。バラード論文で論じているのは、あくまで「金融政策」に特化した議論である。バラード総裁のいう「日本型デフレ」の属性を言い換えるならば「時間軸効果を伴って金利を長期間ゼロに固定したことで、ゼロ金利とマイナスのインフレ率で均衡状態が実現してしまった状態」である。
- ▶ その防止策をかみくだいていけば、①時間軸効果を伴うゼロ金利政策よりも、むしろ金利は高めに設定するべき、②政策目標は金利でなく、インフレ期待をより喚起しやすい国債購入による量的緩和をするべきということである。

### <トピック1> MBS 償還金の再投資を決定：8月 FOMC 声明文

10日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）では、MBS等の償還金を米国債に再投資していくことが新たに決定された。また、景気判断も下方修正されている。

### <トピック2> 第2四半期成長率は2%割れに下方改訂の見込み

第2四半期実質GDP成長率速報公表時点で未集計の一部基礎統計が今月になって公表されているが、そのいずれもが、改定値公表時点（27日公表予定）での下方改訂を示唆するものとなっている。

### <経済・金融の動向：8月9日～13日現在> 楽観からの調整：円高と株安

<経済指標コメント>小売売上高（7月）は前月比+0.4%（前月同-0.3%）、除く自動車・同部品前月比+0.2%（前月同-0.1%）、他。

## <FOCUS> 日本型とは何か。FRB 地区連銀デフレ論文

セントルイス連銀バラード総裁の「日本型デフレ」論文<sup>1</sup>が市場の（特に日本の）反響を呼んでいる。

### セントルイス連銀総裁の「日本型デフレ」論文はあくまで金融政策論

日本型デフレといえば通常、バブル崩壊後銀行の不良債権処理が長期化すること、需給ギャップが拡大すること、結果賃金が低下して物価が下落すること、などがその特徴である。さらには、構造改革による金融・不動産の抑制による労働生産性が低下、また人口の減少などもその特徴ないし原因として挙げられる。

米国も需給ギャップの拡大や商業不動産・住宅ローン債権の不良化が長期化しつつあることなど、こうしたいわゆる日本型デフレに似た形になってきていることは事実である。それだけに「日本型デフレ」論文が（特に日本において）脚光を浴びたのも無理からぬことであろう。

ただ、バラード総裁がこの論文で直接的に論じているのは、必ずしも上記のような実体経済に関する「日本型デフレ」の属性ではないことは留意するべきであろう。

バラード論文で論じているのは、あくまで「金融政策」に特化した議論である。バラード総裁のいう「日本型デフレ」の属性を言い換えるならば「時間軸効果を伴って金利を長期間ゼロに固定したことで、ゼロ金利とマイナスのインフレ率で均衡状態が実現してしまった状態」である。

その防止策をかみくだいていけば、①時間軸効果を伴うゼロ金利政策よりも、むしろ金利は高めに設定するべき、②政策目標は金利でなく、インフレ期待をより喚起しやすい国債購入による量的緩和をするべきということである。

### バラード総裁は以前より「量的緩和ルール」論者だった

以前よりバラード総裁はFOMC委員の中ではやや異色の持論を持っていた。1 以上年前にすでにFRBのゼロ金利政策と量的緩和（バーナンキFRB議長の名前では「信用緩和」）の方法に批判的であった<sup>2</sup>。

その批判の内容はつまるところ「量的緩和にルールがないこと」である。バーナンキ議長は、2008年12月に事実上のゼロ金利政策とFRBのバランスシート拡大策を開始したときに、これを日銀の量的緩和策と区別して「信用緩和」と呼び、またFRBのバランスシートの規模には数値目標を設けなかった。その理由として議長は、信用緩和はFRBの種々の異なる資産の構成により運営されるため一義的な数値目標になじまないこと、またバランスシートは市場の信用収縮の度合いに応じて自動的に調節されるはずだ、などをあげていた<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> “Seven Faces of ‘The Peril’”, James Bullard, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September-October Issue, 29 July 2010.

<sup>2</sup> 2009年9月25日セントルイス連銀バラード総裁講演“Monetary Policy Feedback Rules and the Zero Lower Bound”

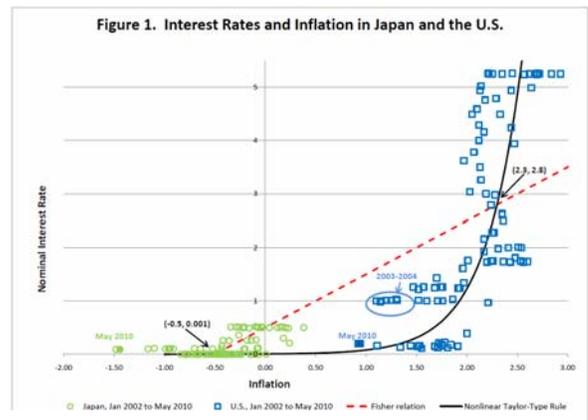
<sup>3</sup> 2009年1月13日バーナンキFRB議長講演

こうしたFRBの緩和政策に対して、バラード総裁は金利を操作目標とする金融政策では対応しきれない状況になったときに、資金量を操作目標として採用することが妥当であるが、その際、政策金利にテイラールールといった適正水準を決定するルールが存在するように、量的緩和においても資金量の調節において同様のテイラールールが存在して量の操作目標を設定すべきだと昨年9月に述べた。その際にすでに「低名目金利のわな」から発生するデフレに陥るべきでないと述べている。

### ゼロ金利の長期化で、デフレ状態で均衡が維持されてしまうのが「日本型デフレ」

7月29日の「日本型デフレ論文」ではこれを一歩推し進めて、ゼロ金利目標から量的緩和目標に移行すべきことを、ゼロ金利長期化の弊害と量的緩和の成功例の両方から説いている。

ゼロ金利長期化の弊害は、すでに多方面で引用されている、金利テイラールールとフィッシャー方程式を用いた「意図せざる均衡」である(右図)。簡単に言えば、テイラールールに基づく金利とインフレ率の関係を示す曲線が非線形であるため、「名目金利=実質金利+インフレ率」というフィッシャー方程式の直線と2箇所で見交差(均衡)する。ゼロ金利を長期間継続すれば、非線形のテイラールール曲線とフィッシャー直線が「金利=ゼロ、インフレ率<ゼロ」のデフレ状態で均衡してしまうおそれがある、とバラード論文では述べている(「意図せざる均衡」)。



(出所) セントルイス連銀

バラード論文が「日本型デフレ」と呼んでいるのは、この2つの曲線がデフレ状態で均衡した状態であり、その原因は、名目金利を人為的にゼロに長期間固定したことによるというのである。金利を政策目標とする場合の限界は、ゼロ金利にかかわらず景気回復が思わしくない場合、時間軸を延長すること(「長期間にわたる」を「きわめて長期間にわたる」にするなど)によってしか追加緩和ができないことによるとされる。

### 国債購入による期待インフレ率の上昇と、一定レベル政策金利維持がデフレを防止する

ではこの「意図せざる均衡」を防ぐにはどうすればよいか。バラード論文はここで国債購入による量的緩和の拡大を提案している。その理由として同論文は、FRBの信用緩和にくらべて、英イングランド銀行が行った英国債購入オペのほうがインフレ期待を喚起することについてはより成功したことをあげている。中央銀行の国債購入は、政府支出のマネタイゼーションの連想から、FRBが主として購入した民間住宅ローンの証券化商品購入よりも、より将来のインフレ期待を起こさせやすいとしている。

「意図せざる均衡」回避のもうひとつの方法としてバラード論文が関心を示しているのは、政策金利をある程度以下に引き下げないようにすることである。政策金利をゼロにしないことで、テイラールール曲線の均衡点をインフレ領域にシフトできる。また英イングランド銀行がかつて政策金利を2%以下に引き下げたことがないという歴史もある。

結果、バラード総裁は、ゼロ金利を操作目標とする金融政策を改め、インフレ率、金利がプラス領域で均衡するためにインフレ期待を引き上げるべく、中銀による国債購入を行うこと、かつその際には金利操作目標におけると同じく、テイラールールに基づく量的緩和目標を設定すべきと主張していることになる。その際、政策金利はゼロではなく、2%などある下限よりは引き下げられるべきでないとも考えている模様だ。

### 今後追加緩和があるとすれば残高目標方式の米国債購入か

この「日本型デフレ」論文のインプリケーションは以下である。

まず、FRBの今後の金融政策について。今後FOMCが更なる追加緩和策を行う場合は、米国債の追加購入を採用する可能性が高い。

実際のところはバラード論文がFOMCの政策決定に今後どれほど影響を与えるかは憶測の域をでない。ただ、8月のFOMCで追加緩和の手段として米国債の購入を採用、また保有有価証券の残高を2兆ドル強の現状残高に維持するような残高目標を設定したことも同総裁の意見の反映とも考えられる。

また、住宅ローン担保証券や商業モーゲージ証券、クレジットカード債権など、主に個別の信用市場の収縮打開が急務であった2009年時とは異なり、今後仮に米国経済がデフレ圧力を強めて悪化するとすれば今度はより広範囲な経済全体にわたる問題になる。その場合、さらに量を緩和するとすれば特定の信用資産の買取よりも、経済全体への対応手段となる可能性が高いだろう。そうなると自然購入対象資産は米国債になることになる。数値目標としてはこれまでのように購入金額ではなく、保有残高が今後も操作目標として設定されることになるだろう。

ただこうした政策を採用することには課題もある。ひとつは、この方式はこれまでバーナンキ議長が標榜してきた「信用緩和」の終了を意味し、国債買い切りによる日銀の量的緩和に近づくことになる。また、現状のFRBの金融政策と、同論文が掲げるゼロ金利目標の廃止やFF誘導目標引き上げとの間には現実的にはかなりのギャップがある。

FOMC議事録によれば、委員の中にはそもそも国債購入による中銀の政府債務引受のイメージを市場に植えつけること自体に懸念を示す委員もいた。また長期的に量的緩和が長期のインフレ期待を引き上げること自体のリスクを重く見る委員がいる。政策決定力学的には、国債購入はともかく金利を引き上げることには委員の賛同を得るのは困難であろう。

### 追加的な量的緩和の効果はまだ不透明

次に、日銀のゼロ金利・量的緩和政策との比較である。同論文では日本型デフレを、長期間にわたるゼロ金利政策がもたらした帰結と属性つけている。たしかにゼロ金利の時間軸効果が、低成長とデフレの持続期待を反転させるにはいたらなかったことは一部の日銀自身の調査研

究でも述べられている<sup>4</sup>。しかし、量的緩和とゼロ金利政策の効果についての評価はまだ一定していないといっている<sup>5</sup>。

にもかかわらず、バラード論文では2001年以降ゼロ金利再開と同時に開始された量的緩和政策の効果については直接言及していない。日銀の量的緩和は、まさにバラード総裁の提唱する数値目標と国債購入を伴う量的緩和であった。したがって、同論文の立場からは日銀の量的緩和政策が日本型デフレの定着を防止できたかもしれないわけだ。推測できるのは、まず2000年のゼロ金利解除以前のゼロ金利政策（約2年間）ですでにデフレ均衡が実現してしまったという解釈である。もうひとつの解釈は、量的緩和とともに、金利をゼロ金利固定を解除していれば日本型デフレに陥らなかった、と考えていることであろう。

いずれにせよ（直近の英イングランド銀行の例を除いて）、国債購入による追加的量的緩和が一般的な意味での景気回復に寄与する効果についてはまだ不確実だといっている。

### 期待インフレ率を適度に保つことが究極のデフレ対策

バラード論文の提唱するデフレ防止策は、つまるところ「インフレ期待を高める」ことがその究極の目標である。同論文のシミュレーションでは実質金利を50bpで一定と仮定して、フィッシャー方程式にのっとり、期待インフレ率の上昇が名目金利を上昇させる、または名目金利が上昇すれば期待インフレ率が上昇するはずと想定している。国債購入による量的緩和は市場にインフレ期待を起こさせるためには最良の手段だといっているわけだ。

すると、今後の政策議論の焦点は、いかにして市場の期待インフレ率を適度に高めていくかということになる。バラード論文では、日本のインフレ期待が結果的に低下したままになっていること、また2008年末からのFRBの緩和政策が結果的に期待インフレ率を上昇させていないことから、新たなインフレ期待維持方法を提起しようとしたものといえる。その意味では、インフレ期待を適切にコントロールできる手段があれば、それは量的緩和に必ずしも限る必要はないことになる。

### デフレ圧力は強い：加速しているかどうかは第3四半期のインフレ指標が重要

当レポートでは、主として需給ギャップの拡大が米国経済に当面の間デフレ圧力を与えることになると考えている。ただコアインフレ率は1%をやや上回るレベルで今後推移すると見ており、日本型デフレのようにインフレ率がマイナスになると見ているわけではない。需給ギャップの拡大にかかわらず、米国では日本と異なり賃金上昇率が依然としてプラスを保っていることなどが、当レポートで見る米国の現在のデフレ圧力と「日本型デフレ」の違いだ。

実際には、コア消費者物価上昇率が4ヶ月連続で1%を割り込む状態が続くなど、米国にとっては歴史的な低インフレ状態にある。一方で、市場のインフレ期待は4月をピークに低下傾向にある。コアインフレ率が年内に再び1%を超える上昇に転換するという当レポートの見通

<sup>4</sup> 「コミットメントが期待形成に与える効果：時間軸効果の実証的検討」日本銀行金融研究所「金融研究」2003年12月。

<sup>5</sup> 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 2006年7月参照。



し実現するかはここ 1、2 ヶ月が勝負になる。コアインフレ率が 1%を割り込んで低下するようだと、デフレ圧力の加速という事態になる。

もしも目先の物価上昇率の低下が 1%を大きく割り込まずに反転することができれば、来年のどこかでは **FF** 金利誘導目標をたとえば 1%にまで引き上げることが可能である。現実的には、**FOMC** 内で米国債買い増しによる追加緩和の可能性の議論が今後も進行する可能性は高い。そうなると結果的にはバラード論文のいう、金利引き上げ、量的緩和という図式に自然に移行することになる。

(<FOCUS>)

<トピック 1> MBS 償還金の再投資を決定： 8 月 FOMC 声明文

10 日に開催された FRB の連邦公開市場委員会 (FOMC) では、MBS 等の償還金を米国債に再投資していくことが新たに決定された。また、景気判断も下方修正されている。

第 1 表：FOMC 声明文の骨子

	今回(8月10日)		前回定例会合時(6月23日)
FF 金利誘導目標	0.00%~0.25%	←	0.00%~0.25%
公定歩合	0.75%	←	0.75%
信用緩和	<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。</li> <li>・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>・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。</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、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。</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>・インフレ圧力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、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。</li> </ul>

景気判断は下方修正された

8 月 FOMC 声明文の景気判断部分では、景気判断がさらに下方修正となっている。冒頭の総括文では「産出と雇用の回復ペースは減速した」とされ、前回 6 月声明文の「経済回復が進行している」から下方修正、また「経済回復のペースは予想されていたより遅い可能性が高い」とこれまでの FOMC の経済見通しからの下ぶれの可能性を明言している。

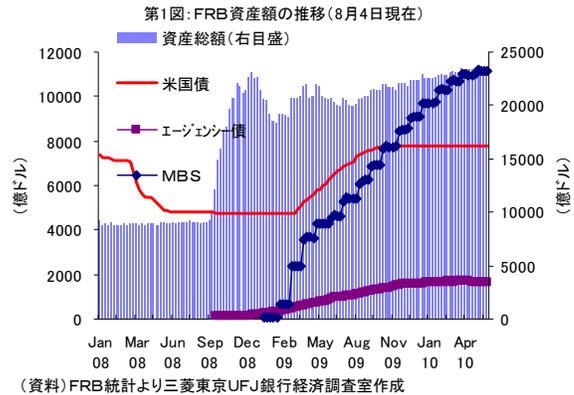
尚、欧州財政危機による金融市場の悪化に関する文言は削除された。

インフレに関する認識は基本的に不変であった。「長期間に亘る例外的な」低金利政策の文言も維持された。

## MBS の償還金を長期米国債に再投資することを決定した

事前より注目されていた追加緩和については、市場および当レポートの観測どおり、FRB が保有する住宅ローンに関する政府支援機関（GSE）の発行するエージェンシー債、および GSE が組成保証する住宅ローン担保証券（MBS）の償還金を、長期米国債に再投資することが決定され、声明文に明記された。また、FRB が保有する米国債の償還金については従前よりこれを米国債に再投資してきたが、これを今後も継続することもあわせて声明文に明記された。

具体的には現状の FRB の保有する長期債の残高を現状残高に維持することが NY 連銀宛の指示となっている。



## 追加緩和スタンス表明だが実効性はうすい「象徴的」なもの

MBS 等の償還金の再投資は、事実上の追加緩和スタンスの表明であるが、実効性は薄く、まさに「象徴的な」メッセージの伝達の域にとどまる（8月6日付 BTMU Focus USA Weekly <トピック 2> 「「象徴的な」ものなら。。。」参照）。

8月4日現在の FRB の長期債保有残高は 2.054 兆ドル、うち米国債が 7770 億ドル、エージェンシー債が 1594 億ドル、MBS が 1 兆 1177 億ドルである。

これらの保有債券の償還期限別内訳をしてみると、今回新たに再投資される予定の MBS の償還期限はほぼすべてが 10 年超となっている。エージェンシー債は上記 1594 億ドルのうち 1 年以内に期日到来するものが約 469 億ドルあるが、これは総残高に比べれば微々たる物に過ぎない。MBS の期前償還を別にすれば、1 年間でたかだが 500 億ドル未満の自動バランスシート縮小に歯止めをかけるものに過ぎない<sup>6</sup>。

FOMC による景気判断は下方修正されているものの、もともと FOMC 委員による成長見通しが当レポートの成長予想に比較してかなり楽観的なものであったことは以前にも指摘して

第1表:FRB保有の有価証券の償還期日別内訳(8月4日現在) (百万ドル)

	15日以内	16-90日	90日-1年	1-5年	5-10年	10年以上	合計
米国債	16,916	15,200	53,290	331,815	215,947	143,851	777,019
エージェンシー債	2,170	7,530	37,246	77,342	32,746	2,347	159,381
MBS	0	0	0	30	20	1,117,684	1,117,734

(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>6</sup> 期前償還を含めた場合は、今後 1 年間に 1000~2000 億ドルの MBS 等の償還があると試算されている模様だ(報道によるエコノミスト試算)。また 11 日 NY 連銀は、当初の購入予定として 8 月 17 日から 9 月 13 日の間に約 180 億ドルの国債購入を予定していると発表した。このペースだと年間の購入額や 2000 億ドル強になる。たゞいづれにしてもこれまでのバラスシート拡大ペースから見れば僅少な金額である。

いたことである。言い換えれば、現状の景気見通しは従前の FOMC の判断からは下ぶれしているものの、二番底に直結するほど悪いわけではない。

また米国債購入による量的緩和が、失業率や成長の改善に直接与える限界的効果は疑問である。住宅ローンやクレジットカード債権など特定の信用市場の収縮に直接に対応するためにリスク資産を購入していた時期は終了した。現在はより広範囲な経済の悪化に対して、ゼロ金利という制約の中で金融政策を運営せねばならない。ゼロ金利制約下の緩和政策についてはまだ決定打がない。

また、今回の決定は本格的な追加緩和ではない。本格追加緩和であれば再び FRB のバランスシートを拡大するべく米国債もしくは MBS 等の新規購入を再開する手がある。しかし、現状の経済見通しはそこまで悪化していないし、FRB の性急な緩和転換は却って市場にネガティブなメッセージとなるおそれがある。

したがって、今回の FOMC の決定は、高失業率と低成長の持続見通しに対して、まずは中央銀行としての支援スタンスを明確化することが主な効果だといえるだろう。したがって、今回の決定が金融政策予想に与える影響は見掛けほどは大きくない。

### 来年初利上げシナリオは依然リスクにさらされているが、

当レポートでは依然、来年第 1 四半期の利上げ開始予想を維持する。ただし、景気がこれ以上大きく失速しない場合でも、現状のインフレ率と需給ギャップ見通しからは、来年はじめの利上げ転換はやや正当化しにくくなっている（上記レポート<Focus>参照）。また、象徴的とはいえ FOMC が追加緩和スタンスを示したことは、この予想へのリスク要因をさらに加えたことになる。

しかし、たとえば EU の銀行ストレステストが欧州財政問題の金融市場混乱波及に歯止めをかけているように、海外からのリスク要因はむしろ後退している。夏場に入っても、警戒していた流動性悪化は生じていない。

理論上は、需給ギャップ解消、景気刺激策効果の剥落後の住宅市場などの再立ち上がりのスピード等が、引き締め時期を決定するが、現状では FRB が今後バランスシート再拡大などの本格的追加緩和に踏み切る可能性は現在では低いと考えている。経済動向が当レポート見通し通りにも係らずなお追加緩和があるとすれば、FOMC 内のパワーバランスが大きくハト派に傾くという原因、つまり現在議会で承認手続き中の新任副議長、理事の発言力が委員会のバランスに大きく影響するケースだろう。

第2表:FOMC 声明文の内容

今回合会(8月10日)	前回定例会合(6月23日)
<p>6月に開催された委員会以降入手された情報は、<u>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</u>。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、しかし非住宅構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。(右下線削除)銀行貸出は(右下線削除)縮小を続けた。しかしながら委員会は、<u>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>4月に開催された委員会以降入手された情報は、経済回復が進行していること、また労働市場は徐々に改善していることを示唆した。家計消費は増加しているが、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大幅に増加した。しかし非住宅構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。<u>金融市場の条件は主に海外の動向を反映して、全体的に経済成長に対し支援的な度合いが低下した</u>。銀行貸出は<u>ここ数ヶ月縮小を続けた</u>。しかしながら委員会は、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。</p>
<p><u>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</u>。</p>	<p>エネルギーと他の商品価格はここ数ヶ月いくぶん低下し、基調的なインフレ趨勢は低下した。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。</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>
<p><u>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。</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>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</u>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、<u>委員会が必要となき政策を調整する能力を制限すると考えた</u>。さらに、<u>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</u>とは考えなかった。</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>

(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。8月FOMC時点で7名の理事中2名が空席。コーンFRB副議長は9月初までに退任予定。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> 第2 四半期成長率は2%割れに下方改訂の見込み

第2 四半期実質 GDP 成長率速報公表時点で未集計の一部基礎統計が今月になって公表されているが、そのいずれもが、改定値公表時点（27 日公表予定）での下方改訂を示唆するものとなっている（<経済指標コメント>参照）。

### 貿易赤字拡大と在庫積み増しペース鈍化で、GDP 改定値は下方改訂になりそう

まず6 月分の貿易収支統計によれば、6 月の実質ベース財の貿易赤字は5 月に比べ大幅に拡大している。また、6 月分在庫統計では、非耐久財製造業の在庫残高が5 月に続き2 ヶ月連続で減少している。これらは、GDP 速報公表時点での商務省の6 月の見積もりを下回る結果である。あわせて GDP 成長率を10 分の数%ほど押し下げる計算になる。結果第2 四半期の実質 GDP 成長率は、27 日公表予定の改定値では2%割れに下方改訂になる可能性が高まっている（速報値は+2.4%）。1%台への成長率低下は数字的には心許なく、通年で3%レベルの成長ができるかも微妙になってきている。

### 輸出の伸びが鈍化している

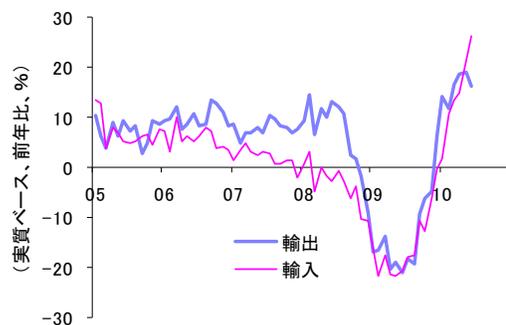
貿易赤字拡大の要因は、輸出の減速と輸入の拡大である（第1 図）。そもそも、速報時点で純輸出が成長率を-2.8%押し下げるマイナス寄与をしたのは、輸出を大きく上回る輸入の増加であった。輸入の増加は米国の内需拡大を意味するから、貿易赤字拡大による成長率低下は見かけに反してむしろ米国の景気回復を意味する。実際、第2 四半期の GDP 速報ベースで、国内民間最終需要は前期比年率+4.4%と急増している。

気がかりなのはむしろ輸出の鈍化である。海外の需要減速が今後も継続することはネガティブ意味での世界景気減速を意味する。また中期的には米国内需には金融危機以前のような大幅な拡大持続は望めない。そこでオバマ政権は輸出倍増計画により外需の拡大を政策として掲げている。しかし、現状は少なくとも事態は反対の方向に向かっている。

### 在庫積み上げペース鈍化の背景に売上急減

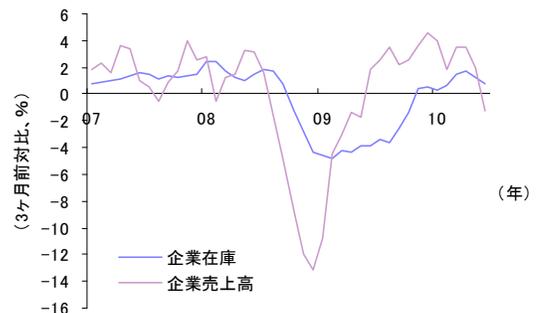
在庫積み増しペースの鈍化もそれだけでは大きな懸念材料ではない。在庫水準は決して過剰ではなく、在庫売上高比率もきわめて低い水準にある。在

第1 図：財の輸出・輸入の伸び



(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：企業在庫と売上高の推移



(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

在庫循環図でも、6月時点ではまだ在庫積み増し局面に相当し、まだ在庫余剰感のするレベルではない。この先在庫積み増しペースが減速したとしても通常の在庫循環要因であって、景気の二番底を連想させるものではない。

しかしここでも気がかりなのは在庫循環の反対にある企業の売上の急減である。小売売上高が5月、6月と2ヶ月連続で減少したことを反映して、企業売上高の伸びには急ブレーキがかかり、3ヶ月前対比ではマイナスの伸びに転落している（第2図）。

第1表：企業売上高・在庫の推移

	2009							2010					
	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6
企業出荷・売上高(前月比、%)	1.5	0.8	1.2	0.1	1.2	2.3	1.0	0.6	0.3	2.5	0.6	-1.2	-0.6
製造業	1.8	1.3	0.5	1.6	1.1	1.6	1.9	0.6	-0.5	2.6	0.6	-1.8	-0.8
小売業	1.6	0.1	2.3	-2.5	1.7	1.7	0.1	0.4	0.3	2.3	0.4	-1.1	-0.3
卸売業	1.0	0.9	1.0	0.8	1.0	3.7	0.6	0.9	1.2	2.6	0.9	-0.5	-0.7
企業在庫(前月比、%)	-1.4	-0.9	-1.4	-0.3	0.4	0.4	-0.2	0.2	0.6	0.7	0.4	0.2	0.3
製造業	-1.5	-0.8	-0.8	-0.6	0.6	0.2	0.0	0.3	1.0	0.5	0.6	-0.4	-0.1
小売業	-1.0	-0.7	-2.3	0.6	0.0	-0.2	0.2	0.1	0.2	0.9	0.2	0.5	0.8
卸売業	-1.7	-1.1	-1.3	-0.8	0.5	1.1	-0.8	0.1	0.6	0.7	0.2	0.5	0.1
在庫/売上高比率	1.37	1.35	1.31	1.31	1.30	1.27	1.26	1.25	1.26	1.23	1.23	1.25	1.26
製造業	1.37	1.34	1.33	1.30	1.29	1.27	1.25	1.24	1.26	1.24	1.24	1.26	1.26
小売業	1.44	1.43	1.36	1.41	1.38	1.36	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33	1.35	1.37
卸売業	1.30	1.27	1.25	1.23	1.22	1.19	1.17	1.16	1.16	1.14	1.13	1.14	1.15

(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

<トピック 2>

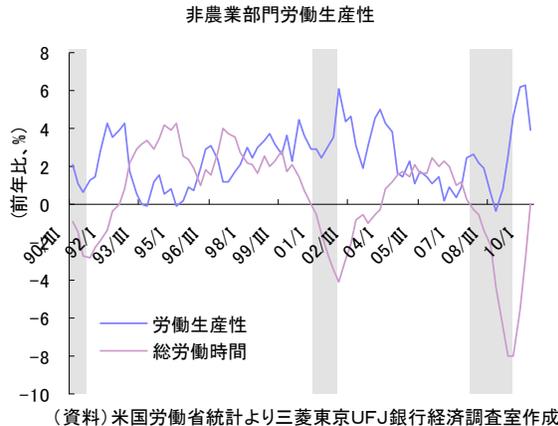
＜経済・金融の動向：8月9日～13日現在＞  
楽観からの調整：円高一時85円割れと株安

- ▶ **株価市場**、NYダウは4週ぶりに反落、前週末比350ドル安の10303ドルで13日の取引を終えた。10日のFOMCで追加緩和が決定されたことでその日の日中の下げ幅を縮めたが、翌11日には、FOMCの景気判断引き下げを嫌気してアジア・欧州株が大幅安となったことを受けNYダウも-265ドルの大幅安となった。その後も新規失業保険申請件数、小売売上高などの経済指標が市場予想比悪化したことに敏感に反応して13日まで続落となった。S&P500の10業種別では、情報技術、資本財、金融などの景気敏感株が下げを主導、ディフェンシブな電気通信を除く9業種が前週末比で下落した。
- ▶ **為替市場**ではドル安円高が進行、11日には株価急落を受けてドル円は一時85円を割りこんだ。翌12日には日本の財務大臣、日銀総裁が円高けん制発言を行ったことで持ち直し、その後も介入警戒感もあり13日には86円台前半にまでドルが上昇して越週した。ユーロはドルに対して大幅反落。11日に英イングランド銀行が成長見通しを引き下げたことで大幅安となった。前週末の1ユーロ=1.32ドル台から、1.27ドル台に大幅下落して越週している。債券市場では、10日のFOMCの追加緩和決定を受けて利回りがさらに低下、10年物米国債利回りは先週末の2.8%台から低下して2.6%台で越週した。
- ▶ **向こう1週間**は、17日に7月鉱工業生産指数、7月生産者物価指数、7月住宅着工件数が公表されるほかは、経済指標は薄め。
- ▶ 株式市場は、7月までの企業決算などに伴う楽観的な上昇からの調整に入っている。経済指標の悪化にもかかわらず上昇してきた反動か、今週に入ってから経済指標の市場予想比の下ぶれに細かく反応する傾向が見られる。また、FOMCの景気判断のみならず、今週の貿易収支統計、在庫統計からは、第2四半期の成長率が1%台に下方改定される可能性が高まっていることなども米国景気に対するセンチメントを悪化させている。夏休みシーズンで市場参加者が減少する中で決定的な方向感はでていないが、いったんはNYダウは10000ドルレベルまでの調整はありそうだ。
- ▶ 為替市場ではドル円が85円をさらに割り込んで円高が進むかが注目になる。日本の当局の口先介入は劇的な相場反転効果は生んでいないが、少なくともこれ以上の円高に対する警戒感をもたらしているといえる。基本的にはこのレベルでいったんドル円は底入れすると見ている。ただし薄いマーケットの中、米国の景況感が急激に悪化していることはリスク要因である。

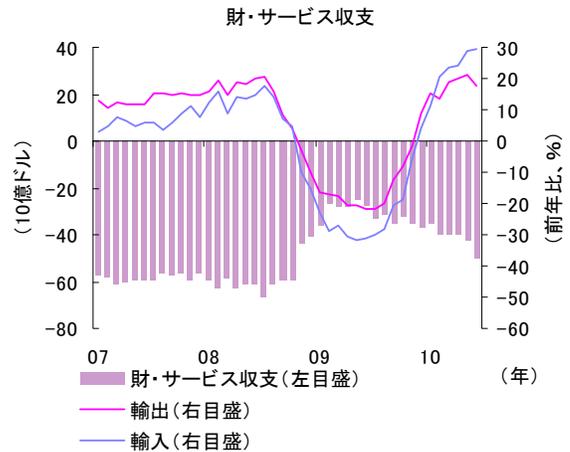
（＜経済・金融の動向＞）

<経済指標コメント>

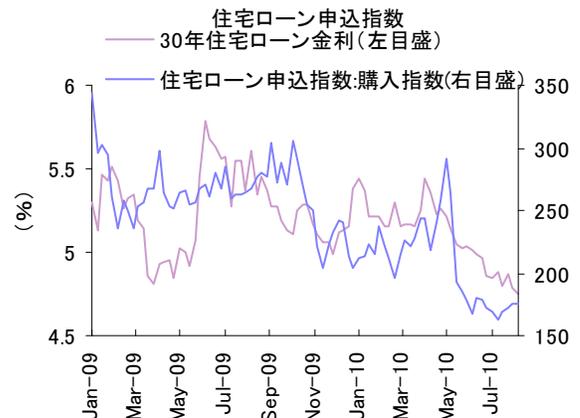
➤ **非農業部門労働生産性（第2四半期）は前期比-0.9%、単位労働コストは同+0.2%**：非農業部門の労働生産性は6四半期ぶりに前期比低下した。リセッション入りにもともない人員削減による生産性上昇が実現されてきたがそれが限界に近づいたことを表している。内訳は、産出量が前期比+2.6%と増加したのにくらべ、総労働時間がこれを上回る+3.6%の増加を見せたのが要因。単位労働コストは4四半期ぶりの上昇。時間当たり報酬は前期比-0.7%と低下したが、生産性の低下を下回ったことが原因。単四半期で見ると生産性上昇によるデフレ圧力は転換点にきたようにみえるが、前年比では、労働生産性は+3.5%と依然高水準の上昇率、単位労働コストは-1.6%と依然大きく低下していて、労働需要はまだ強くない、デフレ圧力はまだ高いと読み取れる。



➤ **財・サービス収支（6月）赤字は-499.0億ドル（前月419.8億ドル）、実質ベース財貿易収支赤字は-541.3億ドル（前月-460.0億ドル）**：財・サービス収支は大幅増加。輸出が前月比減少し、かつ輸入が前月比増加したことで赤字が拡大した。輸出品目では、食品（大豆、とうもろこしなど）、工業原材料（原油、鉄鋼材原料など）、資本財（半導体、コンピュータなど）多くの品目の輸出が減少、増加したのは自動車などの消費財のみだった。輸入品目は原油などの原材料輸入は減少したが、資本財、消費財の輸入が大幅増加となった。実質ベースの財貿易収支も前月比大幅拡大となった。6月の実質財貿易収支の拡大は、商務省の第2四半期GDP速報時の想定よりもかなり大きく、改定値ではGDPを-0.3%ほど下方改定させる計算になる。

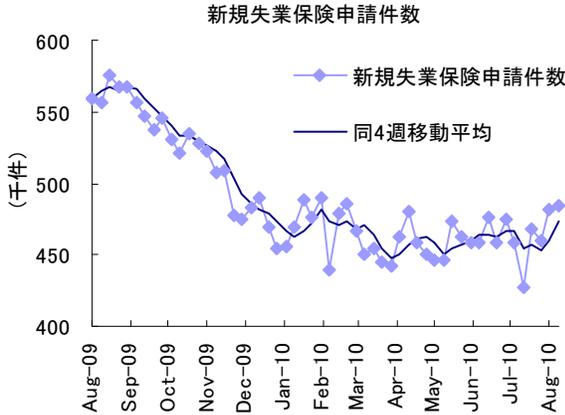


➤ **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申し込み指数（8月6日㊦週）は前週比+0.6%、リファイナンス指数同+0.6%、購入指数同+0.3%**：住宅ローン申し込み指数は2週連続の上昇、30年物住宅ローン金利は4.75%（前週比-0.04%）とさらに低下した。しかし水準的にはまだ購入指数のレベルは低いところにとどまっていた、インセンティブ制度終了後の反動減からまだ完全に持ち直しているとはいえない。



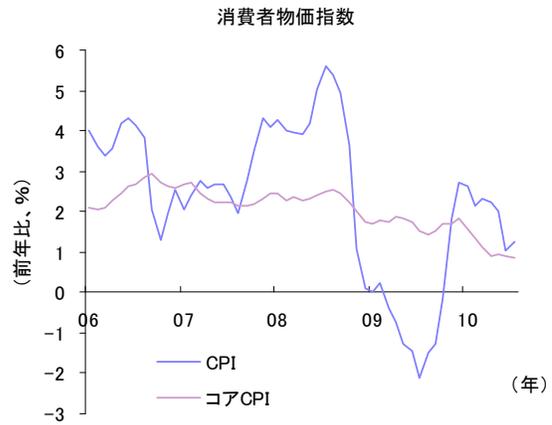
➤ **新規失業保険申請件数（8月7日㊦週）は484千件（前週比+2千件）、継続受給比率（7月31日㊦週）は3.5%（前週比-0.1%）、継続受給者数は4452千人（前週比-118千人）**：新規失業保険申請件数は2週連続の増加かつ2週連続で480千件を上回る高水準となった。4週移動平均も473.5千件（前週比+14.25千件）と大きく上向いている。

ただし、今年は大手自動車メーカーの夏季工場閉鎖の後ずれ、および国勢調査員の業務終了により、7月下旬に失業保険申請が増加するという一時的要因がある。雇用市場の趨勢を見極めるにはもう少し様子を見る必要がある。



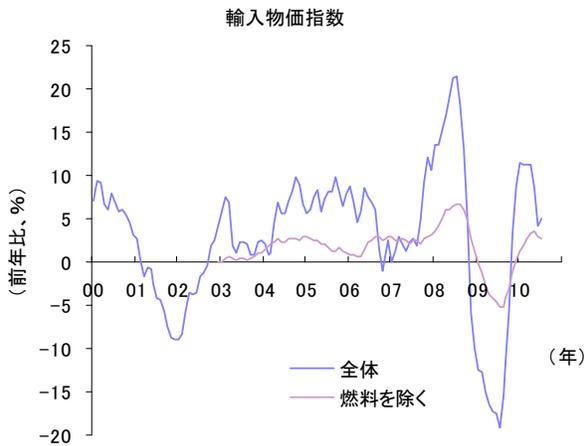
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ヶ月連続で伸びを高めている。家賃の伸びも底打ち感がある。ただし全体としてはまだデフレ圧力は強い。今後コアCPIの前年比の伸びは1%を超えてくると見ているが、まだその大きな兆候は見られない。



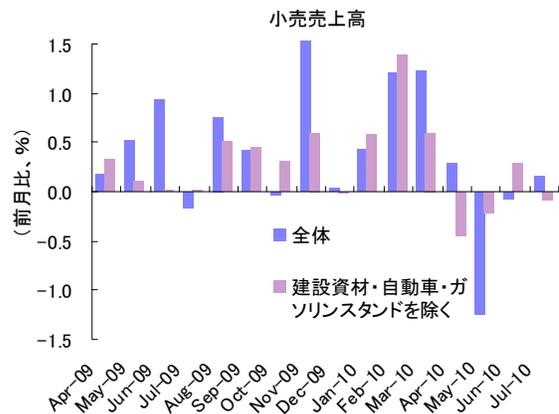
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **輸入物価指数 (7月) は前月比+0.2% (前年比+4.9%)、除く燃料では前月比-0.3% (前年比+2.8%)** : 輸入物価は3ヶ月ぶりに上昇したが、燃料を除くベースでは2ヶ月連続の低下。前年比の伸びもいずれも低下基調にある。



(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

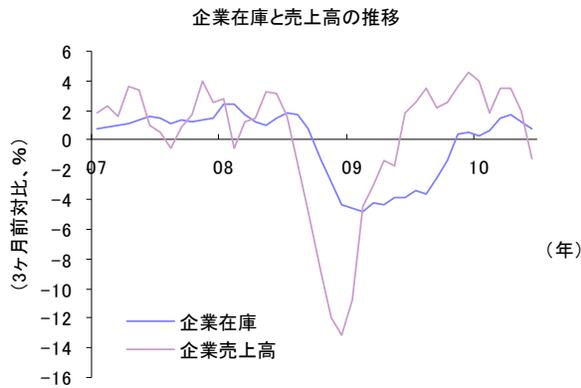
- **小売売上高 (7月) は前月比+0.4% (前月同-0.3%)、除く自動車・同部品前月比+0.2% (前月同-0.1%)** : 小売売上高は3ヶ月ぶりに前月比増加。自動車を除くベースでも3ヶ月ぶりに増加した。ただし、売り上げを押し上げているのはガソリン価格の上昇を反映したガソリンスタンド (前月比+2.3%) であって、自動車・ガソリンを除くベースでは-0.1%の減少となっている。そのほかの内訳は自動車・同部品ディーラー同+1.6%、家具店同-0.3%、家電店同-0.1%、建設資材店同-0.3%、食品店同-0.3%、薬局同横ばい、衣服店同-0.7%、スポーツ用品店等同-0.1%、百貨店同-1.0%と、前月比売り上げを落とした業種が目立つ。数字の上では売り上げは回復しているが、その内容はあまりよいものではない。



(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

- **消費者物価指数 (7月) は前月比+0.3% (前年比+1.2%)、同コア指数前月比+0.1% (前年比+0.9%)** : 消費者物価指数は4ヶ月ぶりの前月比上昇。主にガソリン (前月比+4.6%) が総合指数を押し上げた。総合指数の前年比の伸びは+1.2%と前月の+1.1%をやや上回ったが、まだ縮小傾向にある。コア指数は前月比+0.1%と依然として低い伸びが続いている。前年比の伸びは+0.9%と4ヶ月連続で1%を下回っている。3ヶ月前対比年率の伸びでみると、コア指数は+1.7%の伸びで、4

- 企業在庫(6月)は前月比+0.3%(前月同+0.2%)、  
 企業売上高は同-0.6%(前月同-1.2%)、在庫売上高比率は1.26倍**：企業在庫は6ヶ月連続の増加だが、その積み増しペースはやや鈍っている。さらに、企業売上高は2ヶ月連続の減少で、昨年後半のリセッション終了後の回復ペースが明らかに鈍化している。企業の在庫積み増しはペースを落とし、成長にマイナス寄与していくと見る。



(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

(＜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.