



# 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)

April 16, 2010

## <FOCUS>

### 第1次潜在需要と第2次潜在需要：強い消費への道程

- 個人消費が好調だ。第1図は、月次の実質個人消費の絶対額の推移である。2月の実質個人消費は既に2007年末とほぼ同じ水準にまで回復している。
- 長期的な消費性向のトレンドを見てみると、10年移動平均が現在0.94レベルにあってやや下降傾向にある。2月時点の消費性向は現在10年移動平均近くまで上昇してきている。そうすると、概ね潜在需要の実現は終了に近づいている可能性があることになる。
- 実質個人消費のリセッション前への回復状況を支出カテゴリー別に見てみると、個人消費の約半分を占めるサービス消費は既に2007年末のピークの水準を上回っているのに対し、非耐久財消費はようやくそこに近づいたところ、耐久消費財はピークの水準に遥かに及ばない。
- これらの状況からは、個人消費の伸びは今後も堅調ではあるが年後半にはややそのペースを落としそうということが推測できる。現状の予想以上に強い消費の伸びは、いわば第1次潜在需要の実現だ。主に手元資金と短期の潜在需要によるもので、これは所得の伸びの制約を受けざるを得ない。
- 一方で第2次潜在需要ともいえるべき耐久消費財の潜在需要はまだ積みあがっていると考えられる。これが完全に実現するには所得の飛躍的な向上か、もしくは信用収縮の収束による消費者信用の再拡大を待たねばならないだろう。ひとたび環境が回復してこれらがいずれも示現してくると、景気回復もさらに加速しよう。

#### <トピック1> 回復は良好だが口は重い：4月ページブックとFRB議長証言

経済成長は当面見通しを上回る可能性が高く、14日に公表されたページブックでも景気の持続的、広範囲な拡大の状況が確認できた。しかし、流動性ツールやバランスシート拡大を終了した直後から、バーナンキ議長の発言はむしろ急に慎重さを増している。

#### <トピック2> リセッション判定延期は技術的な理由にすぎない

全米経済研究所(NBER)は12日「現在のデータで景気の谷を判定するのは時期尚早」として、去る8日に行われた景気循環日付委員会でリセッション終了期の判定を見送ったことを発表した。

<経済・金融の動向：4月12日～16日現在>ダウ11000ドル維持もサブプライム取引提訴で更に波乱含み

<経済指標コメント> 小売売上高(3月)は前月比+1.6%、除く自動車・同部品ディーラー同+0.6%、他。

<FOCUS> 第1次潜在需要と第2次潜在需要：強い消費への道程

個人消費の強い回復要因に、買い控えでお金を手元においていた潜在需要の実現があったといえる。所得の伸びの制約からこの潜在需要の実現ペースもいずれ鈍化しよう。しかしさらに、耐久消費財を中心とした長期の潜在需要が残っている。これは信用収縮解消ののちに本格的に実現してくるだろう。

**実質個人消費がリセッション前のピークを越えるのは 確実**

個人消費が好調だ。第1図は、月次の実質個人消費の絶対額の推移である。2月の実質個人消費は既に2007年末とほぼ同じ水準にまで回復している。

3月分の小売売上高も力強い伸びを示したことから（<経済指標コメント>参照）今月公表される3月分の個人消費は、過去最大である2007年11月の金額を超えることはほぼ確実だ。2007年末は今回のリセッションの始期で、個人消費も含めた景気サイクルのピークに相当する。

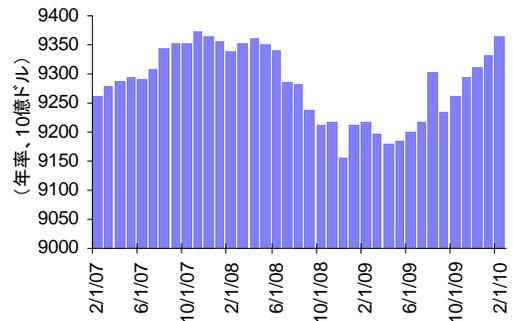
雇用は漸く1月に安定増加に転じ始めたばかりだし、貯蓄率はまだ高水準にある。クレジットカードやホームエクイティローンなど、金融危機以前の消費の源泉だった信用手段はまだ枯渇している。にもかかわらず消費がリセッション前の水準にまで早くも回復しているのには違和感もある。

**政府支援で家計の可処分所得は減少を免れた**

その背景のひとつは、実はリセッションに入って8百万人以上の雇用が失われても、政府による減税などの景気刺激策により個人の可処分所得の全体額はあまり減少していなかったことにある。

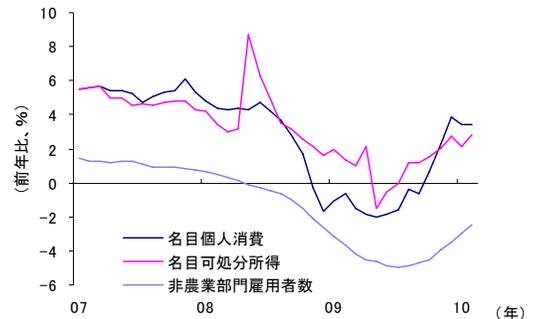
第2図から分かるように、非農業部門雇用者数は2008年から2年以上に亘って大幅な減少を続けたが、その間家計の名目可処分所得の伸びが前年比でマイナスになったのは2009年に2ヵ月あっただけである。雇用減少による賃金所得の減少にもかかわらず可処分所得が減少しなかったのは、政府の景気刺激策によ

第1図：実質個人消費



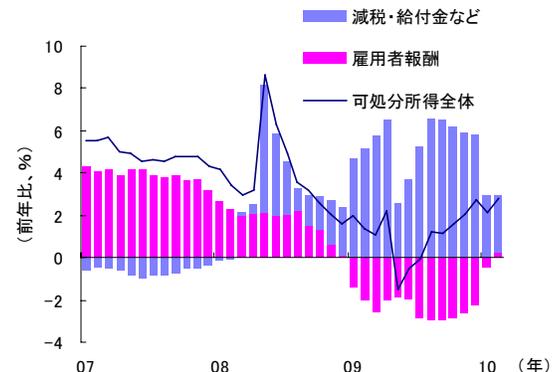
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：個人所得と消費



(資料) 米国商務省、ミンガン大学統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：可処分所得の伸びに占める割合



(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

る減税や交付金が雇用者報酬の減少を補って余りあったからである（第3図）。

こうした景気刺激策による可処分所得維持の意図とは裏腹に、個人宛税還付が実施された当初はこれの殆どを貯蓄に回す傾向が強く、個人消費押上げの効果は限定的だった。その間名目の個人消費は可処分所得の伸びを大きく下回って減少した。

そうした状況が昨年（2009年）の半ば頃から変化し、個人消費は回復に転じた。今年に入り個人消費が可処分所得の伸びを追い越し始めている（第3図）。一方で可処分所得の伸びの構造はというと、昨年（2009年）から実施された個人減税による押し上げ効果は今年に入って剥落した代わりに、雇用が増加を始めたことで雇用者報酬に所得の伸びにシフトが始まっている。今後は名目可処分所得の伸びは3%前後でほぼ安定的に推移するはずだ。

### 目先の買い控えによる潜在需要の実現が消費を急回復させた

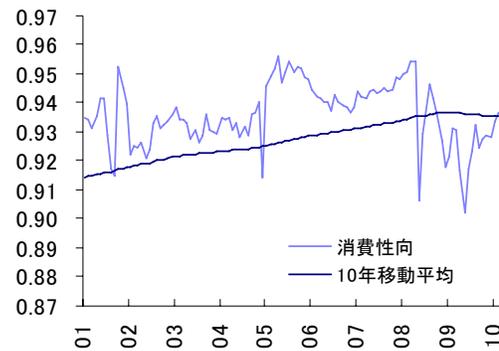
ここから推測できるのは、昨年（2009年）後半からの消費の伸びを牽引したのが、所得はあっても消費に回さなかつたいわゆる積み上がり需要であったことである。これは、消費性向が2009年の半ばをボトムに上昇基調に転じていることにも現れている（第4図）。

個人消費の強さの背景としてこうした潜在需要の積み上がりがあることは以前から当レポートでも予想してきたことではある。しかし、潜在積み上がり需要は持続的なものではなくいずれ剥落するものだ。

長期的な消費性向のトレンドを見てみると、10年移動平均が現在0.94レベルにあってやや下降傾向にある。2月時点の消費性向は現在10年移動平均近くまで上昇してきている。そうすると、概ね潜在需要の実現は終了に近づいている可能性があることになる。

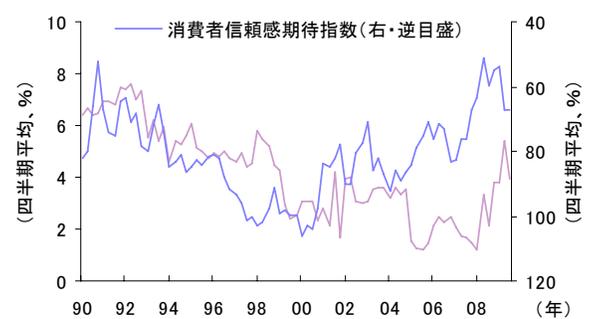
貯蓄率の観点からも同様のことが言える、貯蓄率は消費者信頼感期待指数に2年ほど遅れて動く傾向がある。消費者信頼感指数は大底を打ったもののまだ水準的には低い。同様に貯蓄率は一旦ピークアウトしたが当面は4%程度の高めの水準で推移するだろう。

第4図：消費性向(=個人消費支出/可処分所得)



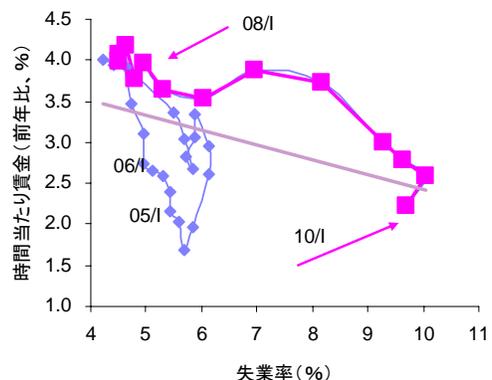
(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：消費者信頼感指数と貯蓄率



(資料)米商務省統計、ミンガン大学統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：賃金版フィリップス曲線



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 積み上がり需要はいずれ吐き出されて、しばらくは所得の伸びに依存する

そうすると、今後の消費の行方は概ね雇用回復ペースに応じた所得効果の伸びに依存することになる。雇用は今後増加を続けるとみるが、その伸びは遅く、今年の年末時点で前年比1%弱のプラスの伸びに回復する程度だと当方では見ている。

賃金の伸びはこれに遅行してしばらく低下しそうだ。失業率と時間当たり賃金の関係を示すフィリップス曲線によれば、時間当たり賃金は失業率が9%台の高水準にとどまっている限りは、前年比2%レベルの伸びもしくはさらに低下する可能性を示唆している(第6図)。そうすると消費者物価上昇率を2%とした場合、実質個人消費の伸びは約1%の低い伸びが本来の実力だということになる。

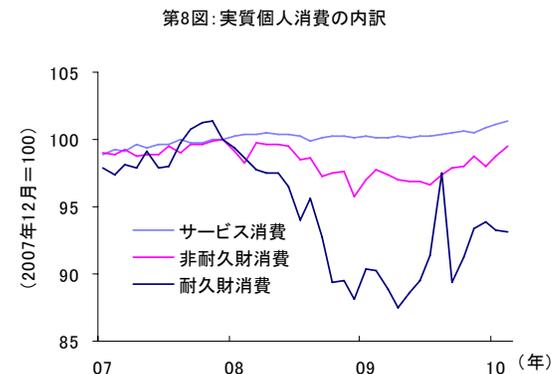
実質ベースの個人消費の伸びは2月現在前年比で+1.6%、実質可処分所得の伸びは丁度+1%のレベルにある。消費の伸びの加速度はこのあたりが適正な落ち着きどころだ(第7図)。



(資料) 米国商務省、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

## 消費を回復させているのは主に生活に不可欠なサービス消費

個人消費の回復が力強いもうひとつの背景は、生活に不可欠なサービス消費が好調なことである。実質個人消費のリセッション前への回復状況を支出カテゴリー別に見てみると第8図のようになる。個人消費の約半分を占めるサービス消費は既に2007年末のピークの水準を上回っているのに対し、非耐久財消費はようやくそこに近づいたところ、耐久消費財はピークの水準に遥かに及ばない。



(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

サービス消費は電力・ガスなどの生活に不可欠な消費が多くを占める。従って人口増加などをそのまま反映して基本的には大きく落ち込むことはない。

これに対し、非耐久消費財は消耗品の生活必需品と嗜好品の両方が含まれる。耐久消費財は自動車など読んで字のごとく長期間の消費に耐えうるものだから、常時買い替えを必要としない類の消費である。

## 自動車など耐久消費財の潜在需要はまだ残っている

そうすると、まだ潜在需要の積み上がりが残っているとすれば、買い替えを先延ばしにしてきた自動車などの耐久消費財が中心だということになる。現在自動車販売のペースは現在年率11百万台レベルで、ピークの年率17百万台レベルにはまだ遥かに及ばない。潜在需

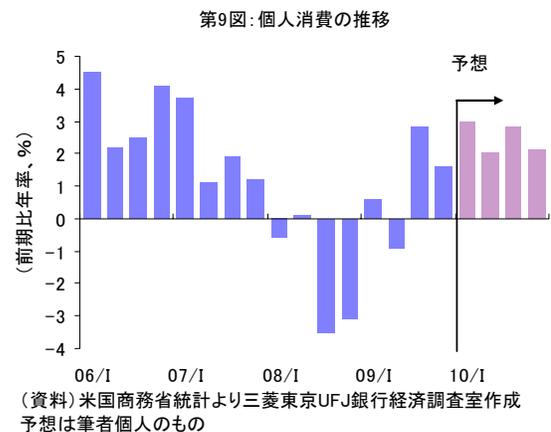
要の積み上がりはまだまだあると考えられる。ただし、上記の所得の縛りがある限りはまだ過去の水準に戻るのには時間がかかりそうだ。

これらの状況からは、個人消費の伸びは今後も堅調ではあるが年後半にはややそのペースを落としそうだということが推測できる。現状の予想以上に強い消費の伸びは、いわば第1次潜在需要の実現だ。主に手元資金と短期の潜在需要によるもので、これは所得の伸びの制約を受けざるを得ない。

一方で第2次潜在需要ともいふべき耐久消費財の潜在需要はまだ積みあがっていると考えられる。これが完全に実現するには所得の飛躍的な向上か、もしくは信用収縮の収束による消費者信用の再拡大を待たねばならないだろう。ひとたび環境が回復してこれらがいずれ示現してくると、景気回復もさらに加速しよう。これの本格実現は信用収縮が終了する来年以降になると見る。

### GDP 統計上の個人消費、第1四半期は3%台前半を予想する

尚、30日公表予定の第1四半期 GDP 統計を前に、第1四半期の個人消費の走りを整理しておくとして、3月分の小売売上高がイースターシフトや自動車販売キャンペーンの効果もあり前月比+1.6%の大幅増加となった。3月の財の個人消費は大幅な伸びになりそうだ。一方3月には電力消費が前月比で大幅に減少している可能性が高いことが鉱工業生産指数から判明している。第1四半期の実質個人消費は直近の当レポートの予想である前期比年率 3%台前半レベルに着地するが、やや上ブレリスクを孕んだものとなりそうだ（第9図）。



(<FOCUS>)

## <トピック 1> 回復は良好だが口は重い：4月ページブックとFRB議長証言

経済成長は当方見通しを上回る可能性が高く、14日に公表されたページブックでも景気の持続的、広範囲な拡大の状況が確認できた。しかし、流動性ツールやバランスシート拡大を終了した直後から、バーナンキ議長の発言はむしろ急に慎重さを増している。

### ページブック：消費と製造業で経済活動は拡大している

4月ページブックが報告した各地区の経済回復状況は、ほぼこれまでの経済回復の延長線上にあり、また回復がさらに拡大し持続的になっていることを示唆している（第1表）。経済活動はセントルイス連銀を除く11地区連銀が「いくぶん増加した」と報告した（セントルイス連銀のみ「軟化した」と報告）。経済の拡大を報告したのが11連銀に上ったのは今回の景気回復局面で最大である。過去のページブックで経済活動拡大を報告した地区連銀は、前々回1月報告が10地区、前回3月報告では大雪の影響もあり9地区だった。

また経済回復を牽引しているのは、統計からも観察されてきたとおり、個人消費と製造業の模様である。個人消費は「増加」し、企業は今後の売上についても「慎重に楽観視」している。自動車販売は「3月に多くの地区で改善した」。今後についても「フィラデルフィアのディーラーは今後数ヶ月に亘り売上が増加すると予想」している。

こうした状況と在庫調整の終了により、製造業も生産等を拡大していることが報告されている。製造業は前回報告以降「殆どの地区で活動が増加」し「受注・出荷・生産が増加」していると報告された。なお、サービス業は「まちまち」と報告された。また旅行・観光も「改善」しており、NY、シカゴ、カンサスシティ、サンフランシスコでは「ホテル占有率が上昇」していることが報告されている。

住宅市場は「低い水準からではあるものの殆どの地区で拡大」したとされ（例外はセントルイス、サンフランシスコ）、住宅市場は持続的な回復に入ったことが示唆されている。

雇用市場も底打ちが観察されている。「雇用市場は弱いままだが、臨時雇用中心にいくらかの採用活動がはっきり見られた」として全体的な状況判断が改善している。

### 商業用不動産だけは依然悪化中、インフレ圧力は抑制されている

一方商業用不動産市場は引続き悪化しているとされた。「商業用不動産は全国を通じて減速した」と報告され、マンハッタンのAクラスのオフィス家賃が20~25%低下したことなどが報告された。また商業不動産建設も殆どの地区で弱いとされた。

インフレ圧力も依然抑制されている。これまでのように賃金カットなどは見られなくなったがひきつづき賃金圧力は「最低限か抑制されて」いる。小売価格は「殆どの地区で横ばい」だがいくつかの地区で「仕入れ価格が上昇」したとされた。しかし、一部を除き「仕入れ価格が上昇している製造業者は多くの場合その価格を販売価格として下流に転嫁できなかった」とされている。

## 景気の回復が自律的になっているにもかかわらず議長発言には慎重なトーンが目立つ

全体にページブックから読み取れるのは、経済活動はより持続的に広範囲に拡大していることである。将来についても特段に悲観的なトーンは見られない。商業用不動産市場は唯一の悪化分野として引続き弱いものの、悪化が加速している様子はない。当方でも個人消費が予想以上に力強いことや、企業の在庫積み増しペースが予想以上に大きいことを最近の経済指標から認識している<sup>1</sup>。その意味では、この状態があと数ヶ月続けば景気が自律的回復に入ったことが確認できるはずである。これは夏頃には現在のゼロ金利という例外的な低金利政策を解除して、まずは緩和的なレベルまでの利上げ開始が可能だとする当レポート予想を更に後押ししている。

しかしながら、利上げに対するバーナンキ FRB 議長の発言は依然慎重だ。14日にページブック公表に先立ち行われたバーナンキ FRB 議長の議会証言（上下両院合同経済委員会）では、経済が回復していることを認識しながらも金融政策のスタンスの変化を示唆する発言はなく、むしろ今後の持続的成長に対するリスク要因に重きを置いている（第2表）。

## バーナンキ議長の発言が依然として慎重なわけは何か

FRB は、流動性供給ファシリティや MBS 購入オペレーションを終了し、出口戦略にむけた地ならしを着々と進めているにもかかわらず、議長やほかの幹部の最近の発言は利上げに対して極めて慎重である。この慎重さの背景にはもとを同じくする 2 つの背景が考えられる。

ひとつは、高い失業率に代表される大きな需給ギャップ（声明文の用語では「低い資源利用率」）が短期間では平常レベルには戻らないという見通しと、そこからくるデフレ圧力だ。失業率が今後低下しつつも今年末にもおそらく 9%台にとどまることは当方でも予想している。また、現在のインフレ率は総合CPIが 2%台前半、コアCPIが 1%強とかなりの低水準にある<sup>2</sup>。また今後も前年比のインフレ率は年末にかけて概ね低下か横ばいを迎える可能性が高い。その意味では、2 番底のリスクがある間は少なくとも拙速な利上げは行わないのが当面は安全策だというのは合理的である。

ただし、コアインフレ率は通常景気回復に遅行して低下するのが通常であって、その水準が危機的に低いわけではない。ページブックでは、小売の価格転化の困難さが報告されている。日本のデフレ状態を想起させる記述であるが、一方で一部の賃金引上げや原材料価格転嫁の動きが見られるように、インフレ圧力は景気底入れにやや遅れて強まり始める兆候も見えている。少なくともデフレが懸念される状況ではない。

もうひとつは、バーナンキ議長は最近統計上の成長率やインフレ率だけでなく、より実体経済に配慮した発言を意識的に行っているように見える点だ。声明文に用いられている「低い資源利用率」という学術的用語は最近余り聞かれず、「失業率」を中心に論じ、特に「長

<sup>1</sup> 14日発表された3月小売売上高と2月企業在庫統計からは、第1四半期の成長率予想を、前期比年率3%台後半以上に上方修正せねばならない可能性がでてきた（現状の当レポート予想は3%弱）。

<sup>2</sup> 3月消費者物価指数は前月比+0.1%と12ヶ月連続の上昇ではあるものの、昨年9月以降は前月比の伸びが0.2%以下にとどまっている。前年比の伸びは+2.3%と依然抑制された水準。またコア指数は過去4ヶ月間実質的に横ばいがつづいていて、前年比の伸びも+1.1%にまで低下、1%に近づいてきた。

期失業率の高さ」への懸念を示すなど、議会や国民の感情に配慮した発言をしているように見える。雇用の最大化はFRBの法令上の使命だから失業の状況に配慮するのは当然ではあるが、成長が数字上回復しても多数の失業者が存在する状態への議会や国民の不満に対する配慮のスタンスをより明瞭にしている。バーナンキ議長は2月の上院でに再任承認にあたり多数の反対票が出たり、また現在は金融監督制度改革におけるFRBの権限範囲の大幅な変更が議会で審議中であるなど、議会とFRBの関係は極めて微妙な位置にある。深読みすればこの慎重な発言には何らかの政治的配慮が働いている可能性もある。

第1表：FRB 地区連銀経済報告サマリーからの抜粋（2010年4月）

**総括**

- 全体的な経済活動は前回報告以降、経済条件が「軟化した」と報告したセントルイスを除くすべての連銀地区でいくぶん拡大した。

**個人消費**

- 地区連銀の報告は個人消費が報告期間の間に増加したことを示唆した。
- 企業は将来の売上について慎重ながら楽観的であった。
- 自動車販売は3月に多くの地区で改善した。自動車販売は最近の数週間の中にNY、フィラデルフィア、アトランタ、シカゴ、セントルイス、ミネアポリス、ダラス、サンフランシスコで増加が報告された。
- フィラデルフィアの自動車ディーラーは今後数ヶ月の間販売が増加すると期待していた。
- ホテル占有率はNY、シカゴ、カンサスシティ、サンフランシスコで上昇しつつある。

**サービス業**

- 金融以外のサービス業はまちまちであったが、経済回復の兆候がいくらか見られた。

**製造業**

- 製造業の活動は前回報告以降殆どの地区でさらに拡大した。セントルイスを除く全地区が受注、出荷、生産の拡大を報告した。

**銀行・金融**

- 銀行貸出活動は殆どの地区で分野ごとにまちまちであった。
- 信用審査基準は総じて全国を通じ不変であったが、信用資産クオリティはまちまちであった。

**不動産・建設**

- 住宅市場活動は低い水準からではあるが殆どの地区で増加した、例外はまちまちと報告したセントルイス、横ばいと報告したサンフランシスコ。
- フィラデルフィア、クリーブランド、カンサスシティのコンタクト先は、初回住宅購入者宛税還付の期限のあとも販売が増加しつづけるかについて懸念を示した。
- 住宅価格はほとんどの地区で横ばいだった。
- 住宅建設はNY、アトランタ、セントルイス、ミネアポリス、ダラスでわずかに増加したが、クリーブランド、シカゴ、サンフランシスコでは弱いままであった。
- 商業不動産の活動は全国を通じて減速した。
- マンハッタンのAクラスのオフィス家賃は前年比20~25%低下した。
- 商業不動産建設は殆どの地区で弱いままであった。

**雇用・賃金・物価**

- 総じて労働市場は弱いままか抑制されていると報告されたが、臨時雇用中心にいくらかの採用活動がはつきり見られた。
- 小売価格は総じて横ばいのままであったが、原材料価格に幾らかの上昇があった。
- コスト圧力に直面した製造業者は、多くの場合そうした価格を下流の販売価格に転嫁することができなかった。もっともカンサスシティではいくらかの製造業者が原材料費の上昇のため販売価格に引上げを検討していた。

第2表：バーナンキ FRB 議長議会証言からの抜粋（4月14日上下院合同経済委員会）

- 入手されたデータは総じて、民間最終需要の伸びは今後数四半期に亘るゆるやかな経済回復を促進するのに十分であろうことを示唆している。
- 将来に向けて、個人消費は雇用と賃金が徐々に増加すること、家計資産の最近の底値からの回復、そして信用アベイラビリティのいくつかの改善に支援されるはずだ。
- 住宅建設・非住宅建設の弱さと多くの州・地方政府の悪い財政状態を含め、回復ペースに対する重大な制約が確かに残っている。
- 最近、レイオフの減速や雇用の増加という勇気付けられるいくつかの兆候が見られた。
- しかしながら、私が予想するように回復のペースが緩やかだとしたら、過去2年間に失われた8.5百万人の雇用を回復するには著しく長い時間が必要になるだろう。
- 私は特に、3月時点で44%の失業者が6ヶ月以上失業しているという事実を懸念している。
- インフレについては、最近のデータは消費者物価の抑制された上昇を引き続き示している。
- 金融市場は前回昨年5月のこの委員会での私の証言以来著しく改善した。
- 財務状況が改善したにもかかわらず銀行の貸出は個人・企業向けいずれも減少を続けた。
- 財政赤字の重要な部分は構造的なものに見える、つまりそれは経済と金融環境が正常に戻ったあとも残る可能性が高い。
- 短期的には大幅な財政赤字は不可避だが、国民と金融市場の信用を維持するためには、政策当局者が連邦予算を維持可能な財政均衡にむけた軌道にのせるよう断固として行動することが必要である。

<トピック2> リセッション判定延期は技術的な理由にすぎない

**NBER は景気の谷の判定を延期した**

全米経済研究所（NBER）は 12 日「現在のデータで景気の谷を判定するのは時期尚早」として、去る 8 日に行われた景気循環日付委員会でリセッション終了期の判定を見送ったことを発表した。

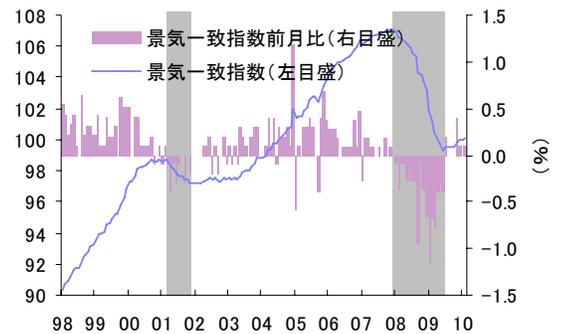
NBER が景気の山（リセッション始期）と景気の谷（リセッション終期）の判定に用いる指標は四半期の GDP 統計や月次のカンファレンスボード景気一致指数がある。GDP 成長率は 2009 年第 3 四半期からプラス成長に転じている。また景気一致指数は昨年 2009 年 6 月を谷にその後 2 月までほぼ連続して上昇している。従って当レポートでは 2009 年 6 月が景気後退の終期であった可能性が高いと考えている（第 1 図）。

リセッション終期を昨年 6 月と判定することを躊躇させる要因としては以下が考えられる、まず昨年 6 月以降の景気一致指数の上昇ペースが極めて緩慢なこと。また、その指数上昇の緩慢さが主に雇用回復の遅れを要因としていること。さらに、統計の今後の改訂によっては 2009 年 6 月をボトムにした景気一致指数の転換があとから覆される可能性があること。最後に、近々再び景気が再び後退局面に逆戻りする可能性が否定できないことだ。

**景気一致指標上昇ペースは遅いが、2001 年もそうだった**

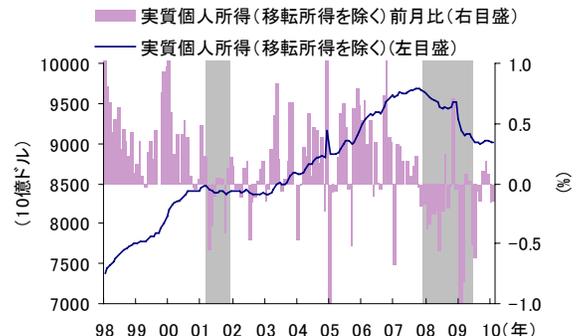
景気一致指数の上昇ペースは確かに遅い。昨年 7 月から今年 2 月までの 8 ヶ月のうち、前月比横ばいだった月が半数の 4 ヶ月ある。しかし、景気一致指数の現在の指数を前提にすれば、景気後退終了後に横ばいの月が多くあることは過去のリセッション直後にもあった現象だ。たとえば 2001 年のリセッションの終期を NBER は最終的に 2001 年 11 月と判定したが、その後景気一致指数は 2002 年 3 月まで 4 ヶ月連続で横ばいになっている。従って過去の判定との整合性を維持す

第1図: カンファレンスボード景気一致指数



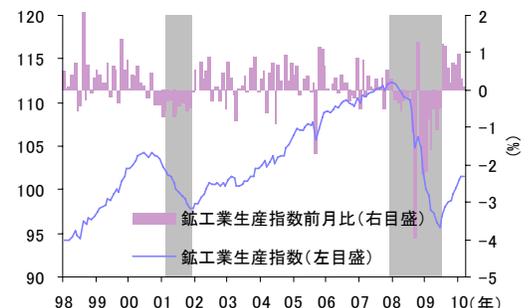
(資料)カンファレンスボード資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、シャドー部分はリセッション期(09年6月の終期は筆者個人の見込み)

第2図: 実質個人所得



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、シャドー部分はリセッション期(09年6月の終期は筆者個人の見込み)

第3図: 鉱工業生産指数



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、シャドー部分はリセッション期(09年6月の終期は筆者個人の見込み)

るのならば、これをもって判断延期の決定的事由とはいいいにくい。

### 雇用なき回復でもテクニカルにはリセッション終了

2009年7月以降の景気一致指数の上昇ペースが遅いのは主として雇用の回復が他の景気一致指数構成経済指標に比べて遅れたことによる。景気一致指数を構成する4つの経済指標を見ると、昨年7月以降ほぼ一貫して、指数にマイナス寄与してきたのが非農業部門雇用者数であることが分かる（第2図～第6図）。

しかしこれも、2001年のリセッション終了後にも同じく見られた現象だ。実際、2001年11月のリセッション終了後約2年に亘り雇用が減少しつづけた。いわゆる「雇用なき景気回復」だ。今回の場合、筆者がリセッション終期と見ている2009年6月から7ヶ月後の2010年1月には雇用は増加に転じている。前回のリセッションよりも雇用の回復は早いことになる。

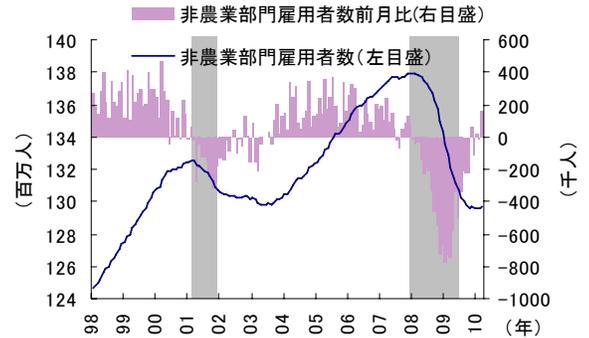
経済の回復を最も的確に表象する経済指標が雇用であるという判断に基づくならば、雇用が本格的に回復を始めた2010年1月の直前までリセッション終期を後ずれさせる判断はありうることである。しかしNBERの基本路線はあくまで経済指標の価値に人的判断を介在させるやり方でなく、定義に基づいて可能な限り定量的な数値に基づく判断を下すやり方はずだ。

### 今後の指標改訂を待つべきと判断したと見るのが自然

そうすると、景気一致指数の上昇ペースやその原因が雇用にあることよりも、改訂による景気一致指数の谷のシフトの可能性に配慮して今回の判定を見送ったと考えるのが自然である。

経験則からは、NBERのリセッション始期・終期判定は、その時期よりも1年半程度後になるのが最近の傾向だ。これは統計の年次改訂による事後的な判断の誤りを回避する意図からの帰結である。NBER自身は上記の声明で「多くの経済指標はまだ速報であって、今後改訂の可能性はある」ことを判断延期の理由に挙げている。

第4図：非農業部門雇用者数



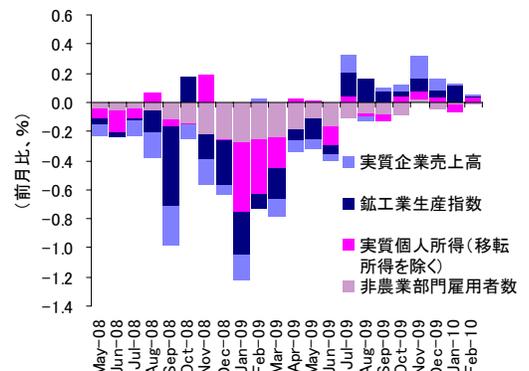
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成  
シャドー部分はリセッション期(09年6月の終期は筆者個人の見込み)

第5図：実質企業売上高(製造業・卸売業・小売業)



(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  
シャドー部分はリセッション期(09年6月の終期は筆者個人の見込み)

第6図：景気一致指数への寄与度



(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

## 2 番底の場合は別のリセッション宣言をすればよい

今後景気が 2 番底に陥る可能性がなくなったわけではない。しかし NBER 自身も述べているように、リセッションの判定は「経済指標の実績に基づくのであって、予測に依存するのではない」。もしも再び成長がマイナスに陥ったり景気一致指標が下げに転じた場合は、あらたなリセッションのサイクルだと見るのが自然であろう。1980 年 7 月には一旦リセッションが終了したのち、1 年後の 1981 年 7 月に次のリセッションが始まっている。

## FRB の利上げ先送り材料とは見たくない

90 年代、2000 年代に FRB は、NBER のリセッション終了判定が宣言されてから（リセッション終期から、ではなく）1 年ほどは利上げに転換しなかったことが指摘される。たとえば、2004 年 7 月に FRB が利上げを開始したのは、2001 年 11 月の景気の谷宣言があった 2003 年 7 月から 1 年後に相当する。これが今回も妥当するとすると、今回の NBER の判定延期は FRB の利上げが来年半ば以降になること示唆する材料ということになる。

しかし、経済指標の改訂、特に過去に遡る大幅な年次改訂の結果を見てから最終判定をするという考えかたにのっとれば、技術的に NBER の判定方法は実際のリセッション終期から 1 年以上経過しなければ判定ができないという制約が予めほぼ与件になっている。たとえば GDP 統計では、通常毎年 8 月公表の指標において年次ベンチマーク改訂が行われる。すると、次回のリセッション終期判定宣言は最速でも今年の 9 月となり、仮に 2009 年 6 月が谷と判定された場合でも 1 年以上の遅れとなる。

FRB の金融政策が NBER のリセッション終期判定宣言に依存するとすると、そもそも FRB はリセッション終了後最低 2 年は利上げが出来ないということになる。それもおかしな話である。今回の NBER の判定延期は利上げ予想の後倒し材料にはならない<sup>3</sup>。

<トピック 2>

<sup>3</sup> ただし、最近の当レポートで指摘しているように、理論的な利上げ条件が整いつつあるのとは裏腹に、利上げを遅らせようという発言やレポートが半ば意識的に FRB から多発しているのも確かで、同じタイミングでの NBER のこの決定は、FRB、政府・議会の政治的な思惑が働いているという舞台裏を憶測させるあらたな材料であることは留意しておくことにする。

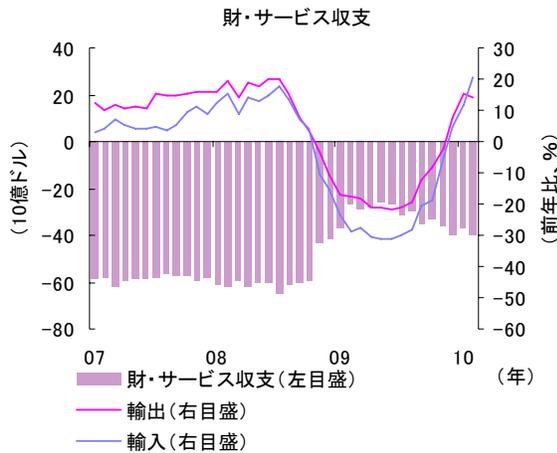
**<経済・金融の動向：4月12日～4月16日現在>****ダウ 11000 ドル維持するもサブプライム取引提訴で更に波乱含み**

- ▶ **株価市場**、NY ダウは7週続伸、前週末比 21 ドル高の 11018 ドルで 16 日の取引を終えた。12 日にギリシャ支援への期待から今回の上昇局面で初の 11000 ドル台を終値ベースで達成、その後も強い小売統計や、FRB 議長証言が低金利政策継続を示唆したことを受けて上伸し 15 日には 11144 ドルをつけた。しかし、16 日に米国証券取引委員会 (SEC) がゴールドマンサックス社をサブプライム商品取引に関する詐欺の疑いで提訴したことを発表すると株価は急落、一時 11000 ドルを割り込んだが、終値では何とか 11000 ドルを維持した。企業決算は大手金融機関が増益かつ与信費用の減少となり、ハイテク関連も一部市場予想にとどかなかつたがまずまずの内容だったといえる。S&P500 の 10 業種別の 1 週間の騰落率は、情報技術、資本財、一般消費財の 3 業種が前週末比で上昇、他の 7 業種は 16 日の大幅安により下落となった。
- ▶ **為替市場**では先週につづきドル安円高が進行した。ドル円は先週末とほぼ同じレベルの 93 円台前半でもみ合っていたが、16 日の提訴の報を受けてドル円は急落、92 円台前半で越週となった。また債券市場でも 16 日に質への逃避から米国債が買われ、10 年物米国債利回りは先週末の 3.8% 台から低下して 3.76% で越週した。
- ▶ **向こう 1 週間**は大手企業決算発表が続く。大手金融機関を含め公表数も増加する。経済指標は 22 日に 3 月生産者物価指数、3 月中古住宅販売、23 日に 3 月新築住宅販売、3 月耐久財受注が公表になる。バーナンキ議長他 FRB 幹部の発言も複数予定されている。経済指標はいずれも注目だ。金融政策の 1 つの焦点がインフレに当たりつつある中で、生産者物価指数が弱めにでると利上げ期待が後退する可能性がある。住宅販売は悪天候要因が剥落して 3 月には中古・新築いずれも増加していることを見込む。3 月以降の住宅販売指標は住宅市場が 2 番底にならず持ち直せるかどうかの重要な分水嶺になる。
- ▶ SEC によるサブプライム取引提訴は予定外の波乱だった。今後の動きは注視するよりないが、金融監督制度改革議論の中で監督強化の支持材料になりうることもあり、市場としては今後も潜在的な悪材料になりそうだ。ただし同種の提訴続発など問題が急拡大しない限り中期的なトレンドには影響ないと見たい。株式市場は当初 11000 ドル達成の後いったん一服して揉みあいと予想していたから、テクニカルには予定通りである。短期的にやや上昇過熱感もあり、しばらく 11000 ドル近辺で決算を見ながら揉み合うと見る。ドル円も人民元問題に加え提訴問題が予想外にドル円を反落させた。ドル円上昇基調はまだ崩れていないと見る。16 日の週足は 52 週移動平均線をやや下回っているが、日足は 200 日移動平均線を上回っている。しばらくはこの近辺で株価同様に揉み合うと見る。

( <経済・金融の動向> )

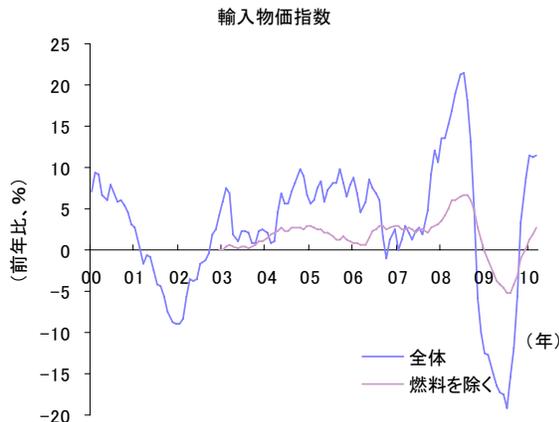
<経済指標コメント>

- **財・サービス収支赤字（2月）は-397.0億ドル（前月-369.5億ドル）、実質ベース財の貿易収支赤字は424.5億ドル（前月-409.3億ドル）**：財・サービス収支は1月に大幅縮小ののち再び拡大。輸出の伸びが鈍化したのに対し、輸入が大幅増加したのが要因。原油のほか、医薬品、テレビなどの消費財、コンピューターなどの資本財の輸入が増加した。実質ベースの財貿易収支赤字も前月縮小ののち拡大に転じた。3月の実質貿易赤字が2月と横ばいとした場合、第1四半期の貿易収支赤字は前期比で3四半期連続となる拡大になる見込み。趨勢としては内需の回復で貿易赤字は拡大し、成長率にマイナス寄与するパタンが定着しつつある。



(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

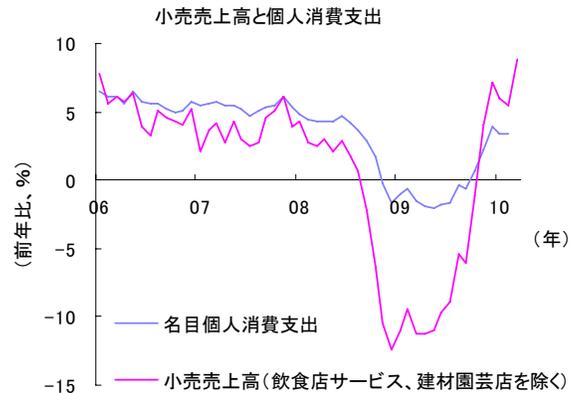
- **輸入物価指数（3月）は前月比+0.7%（前年比+11.4%）、除く燃料関連前月比+0.2%（前年比+2.7%）**：輸入物価指数は原油価格の上昇が指数を押し上げた。過去12ヶ月中10ヶ月で上昇し



(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

ている。また前年比の伸びも11.4%と高い水準にある。燃料を除くベースでも8ヶ月連続の前月比上昇、前年比の伸びは2008年10月以来の高い伸びになる+2.7%となった。国内の需給ギャップの拡大でコア消費者物価指数の前年比の伸びが低下を続けるなどインフレ抑制垂知力が強いのにに対し、輸入品へのインフレ圧力は引続き高い。新興国中心に海外の景気回復を反映している。

- **小売売上高（3月）は前月比+1.6%、除く自動車・同部品ディーラー同+0.6%**：小売売上高は3ヶ月連続の増加となる前月比+1.6%と、極めて好調である。3月は自動車販売がメーカーのインセンティブキャンペーンにより増加したこと、またイースターが例年より1週間早い4月4日にシフトしたことが3月の小売売上を押し上げた要因の一部である。しかし、雇用の回復や景況感の回復など個人消費を取り巻く環境も好転している。業態別には自動車・同部品ディーラーが前月比+6.7%の大幅増、また、家具店同+1.5%、建設資材・園芸品店同+3.1%、食品店同+0.2%、薬局同+0.2%、衣服店同+2.3%、百貨店同+1.0%と押しなべて売上を伸ばしている。売上が減少したのは家電店同-1.3%、ガソリン価格低下の影響を受けたガソリンスタンド同-0.4%のみ。4月はイースターシフトの反動が小売売上の伸びを抑制する要因となろうが、一方自動車メーカーはインセンティブを4月も継続していて、引き続き消費は堅調に推移するだろう。第1四半期のGDP統計上の実質個人消費は前期比年率+3%を越える大きな伸びになると見る。また、在庫残高が堅調な伸びを示していることもあわせ、第1四半期の実質GDP成長率は前期比年率3%台半ば~4%の大幅な伸びになりそうだ。現状当レポートでは2.8%を予想しているから、かなりの上ブレになりそうだ。

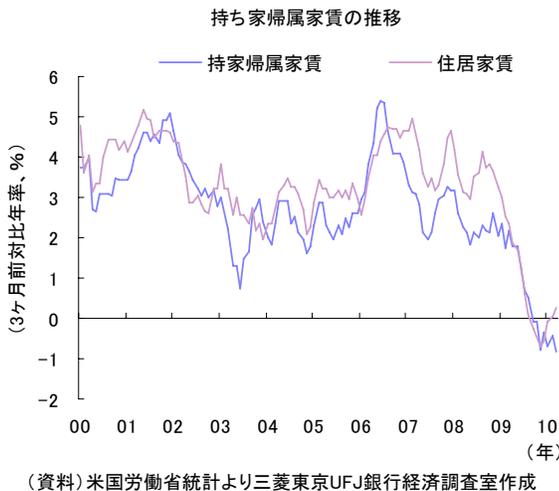
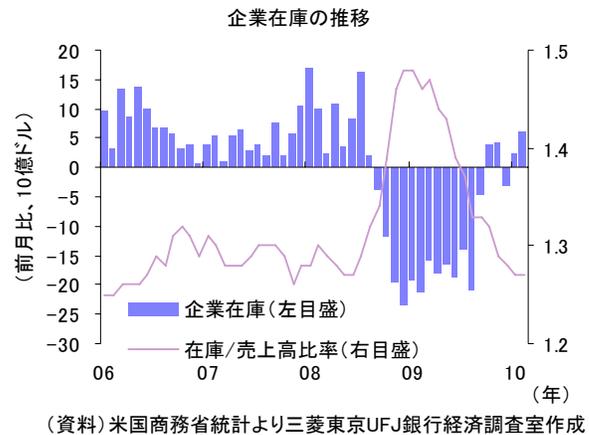
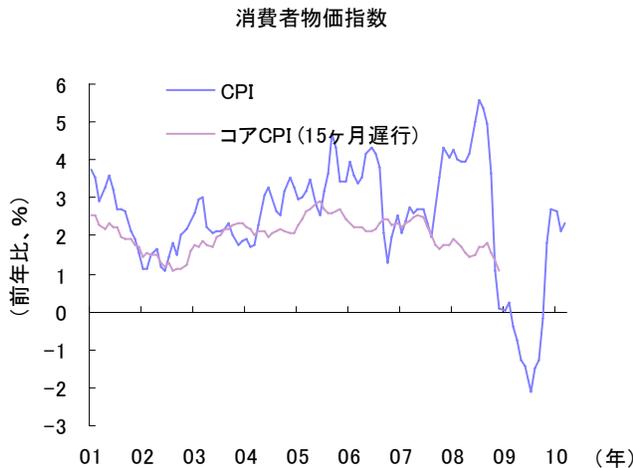


(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

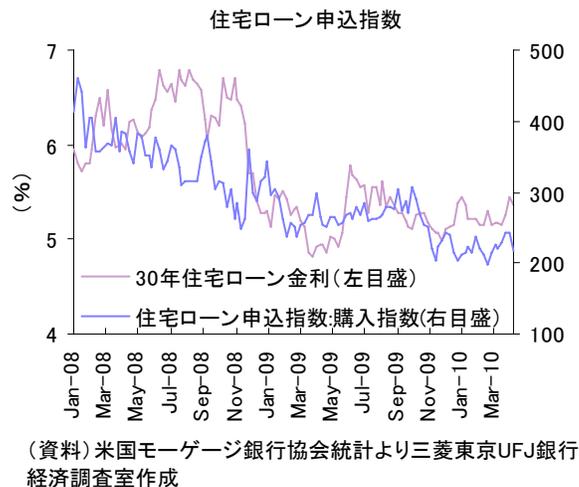
➤ **消費者物価指数（3月）は前月比+0.1%、前年比+2.3%、同コア指数は前月比横ばい、前年比+1.1%**：消費者物価指数の総合指数は前月比+0.1%と12ヶ月連続の上昇ではあるものの、昨年9月以降は前月比の伸びが0.2%以下にとどまる緩慢な伸びにとどまっている。季節調整前指数の前年比の伸びは+2.3%と前月の同+2.1%からやや伸びを加速したものの、依然抑制された水準にとどまっている。またコア指数は過去4ヶ月間実質的に横ばいがつづいていて、前年比の伸びも1%に近づいてきた。コアCPIの3ヶ月間の伸びは年率-0.2%と、実に1960年9月以来のマイナスの伸びに転じた。費目別では、衣服（前月比-0.4%）、ガソリン（同-0.8%）などが指数押し下げ要因、医療費（同+0.3%）、教育費（同+0.6）などが指数押し上げ要因。また3ヶ月間の変動をみると、宿泊費、持家帰属家賃、新車などが引き続き低下して物価抑制要因となっているが、住居家賃は2ヵ月連続で3ヶ月前対比の伸びがプラスに転じている。需給ギャップの広がりが広範囲なインフレ圧力を抑制していること、3月はガソリン価格が低下したこと、

またコアインフレ率は景気に遅行して低下する傾向があること、が反映された結果になった。今後も総合CPIは前年比2%台前半、コアCPIは前年比+1%前後での抑制された伸びとなるだろう。ただし4月以降は原油価格の上昇に加え、ガソリン価格・宿泊費などが上昇する季節であるため、引き続き消費者物価は前月比でプラスの伸びを維持すると見る。

➤ **企業在庫（2月）は前月比+0.5%、企業売上高は同+0.3%、在庫売上高比率は1.27**：企業在庫は2ヵ月連続の増加。売上とともに堅調な増加になっており、在庫売上高比率は2ヵ月連続で1.27倍と安定した動きになっている。第1四半期のGDP統計上の企業在庫投資は前期比で8四半期ぶりに増加に転じて、成長に1%以上の寄与をする可能性がでてきた。現在の予想では寄与度+0.5%程度を見込んでいるから、在庫は成長予想の上ブレ要因となる。

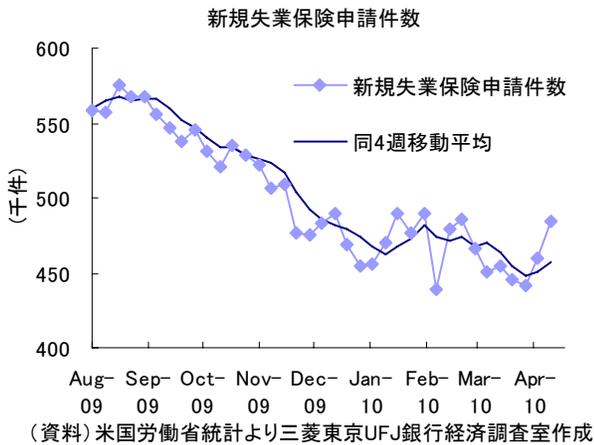


➤ **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（4月9日×週）は前週比-9.6%、リファイナンス指数同-9.0%、購入指数同-**

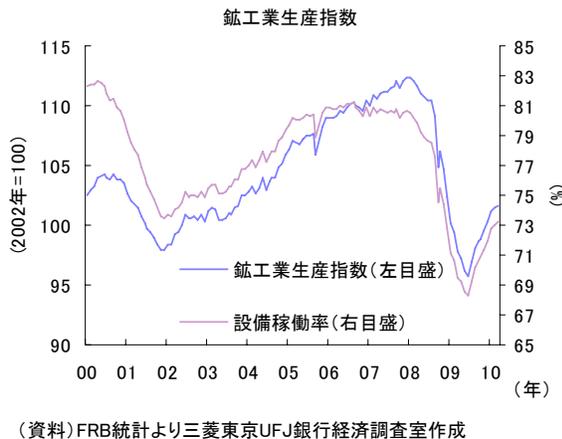


**10.5%**：住宅ローン申込指数は 2 週連続の大幅な低下。住宅ローン金利がまだ上昇基調にある（30 年物固定住宅ローン金利は前週比-0.08%の 5.36%）ことからリファイナンスの申込が大幅減少した上、先週まで 3 週連続上昇していた購入指数も大幅な低下に転じた。4 月末に終了する初回住宅購入インセンティブ制度の最後の効果は期待したほどにはあがっていない。

- **新規失業保険申請件数（4 月 10 日ㄨ週）は 484 千件（前週比+24 千件）、継続受給者数（4 月 3 日ㄨ週）は 4639 千件（前週比+73 千件）、継続需給比率（4 月 3 日ㄨ週）は 3.6%（前週比+0.1%）**：新規失業保険申請件数は 2 週連続の増加、4 週移動平均も 457.75 千件（前週比+7.5 千件）と 2 週連続の上昇となった。ただし、今週の新規申請前週のイースター前の金曜日の休日分の申請が流れ込んできているため、実態よりも多めに数字が出ている可能性が高い。次週以降再び申請件数は 450 千件もしくはそれ以下に減少すると見る。



- **鉱工業生産指数（3 月）は前月比+0.1%（前月同+0.3%）、設備稼働率は 73.2%（前月比**

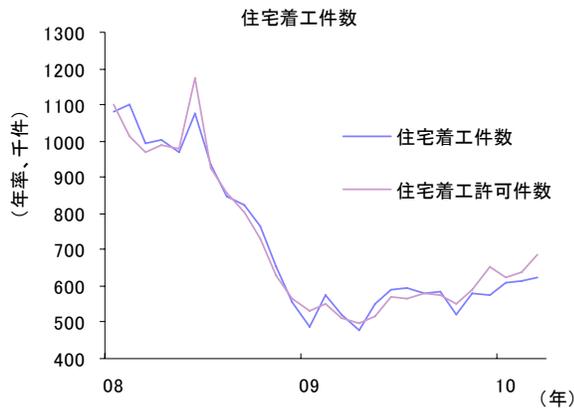


**+0.2%)**：鉱工業生産指数は 9 ヶ月連続の上昇となる前月比+0.1%、内訳は製造業同+0.9%、鉱業同+2.3%、公益事業同-6.4%と、公益事業の指数低下が全体の指数を押し下げているが、それ以外は力強い伸び。製造業の中ではハイテク産業が前月比+1.9%と引続き強いほか、自動車・同部品製造が同+2.2%と、リコールの影響を受けた前月 2 月の同-3.9%から大きく持ち直した。設備稼働率も 9 ヶ月連続の上昇で、2008 年 11 月の水準にまで回復した。

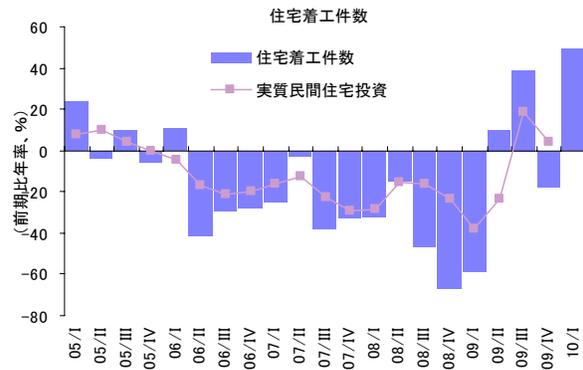
- **全米住宅建設業協会（NAHB）住宅市場指数は 19 ポイント（前月比+4 ポイント）**：住宅市場指数は大幅上昇で昨年 9 月以来の水準に回復した。指標公表元の NAHB は「住宅購入インセンティブ制度の期限や、徐々に改善している経済が建設業者の景況感を向上させている」「一方で、今後 6 ヶ月についてはわれわれはより中立的な見方をしているし、今後も住宅市場を押し下げる多くの要因を認識している、つまり、信用の不足、不正確な住宅価格評価の問題、差し押さえ物件の流入など」「広い経済成長特に雇用市場、そして住宅市場のこうした問題が解決することがより多くの建設とより持続的な回復には必要だ」と、やや慎重な見方をしている。



- **住宅着工件数（3 月）は年率 626 千件（前月比+1.6%）、住宅着工許可件数は同 685 千件（同+7.5%）**：住宅着工件数は 3 ヶ月連続の増加、前月 2 月分も上方修正された。これで第 1 四半期の住宅着工件数は年率 617 千件、前期比年率の伸びは+48.8%と大幅なものとなった。住宅着工は着実に底打ちしたといえる。先行指標となる住宅着工許可件数も 2 ヶ月連続の増加となる+7.5%の大幅増。販売市場で最近在庫が積み上がり始めていることはやや気になるが、中古市場では成約指数が上昇するなど先行指標は販売回復を示唆している。新築市場でも住宅市場指数の上昇など、目先の販売回復が期待できる。



(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



(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せよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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.