



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

May 3, 2011

<FOCUS>

底堅さ示す個人消費～強まる株価依存

- 先週公表された第1四半期の成長率は大きく鈍化した。景気の先行指標の一つである株価は引き続き堅調を維持。市場の事前予想で同+2%前後への減速が織り込まれていたことなどが背景だが個人消費がガソリン高にもかかわらず高めの伸びを示したこともあるだろう。
- その個人消費は耐久財に牽引される姿が鮮明となっている。第1四半期の耐久財消費は同+10.6%と前期に続いて2桁の伸びとなったが、2四半期連続での2桁増は2003年以来。耐久財消費の増加は自動車販売の回復を反映しているが、足元は株価上昇の影響が大きく出ている。
- 株価が米国個人消費に与える影響は、足元だけでなく、金融危機後、構造的に高まっている可能性もある。所得階層別に平均所得の変化率をみると、米国個人消費に占める高所得層のシェアは上昇していることが示唆される。また、金融危機後、米国家計の資産に占める株式など金融資産の割合が高まっていることも見逃せない。
- 住宅バブル崩壊後の高失業や、住宅価格の下落、足元のエネルギー価格高騰などを踏まえれば、個人消費の下支え要因として株価上昇とそれによる資産効果が重要性を増すのは当然なのかもしれない。FOMC後の金融市場は、株価と債券が同時に上昇するなど、流動性相場の様相を強めているがこの構図がどれだけ続くかは不透明。ただ、今後の個人消費の動向を占ううえで株価が重要な鍵を握っていることだけは確かと言えそうだ。

<TOPICS> 4月FOMC～6月末のQE2終了を再確認、バランスシートは維持

4月のFOMCでは当初予定通りQE2を6月末で終了させることを決定。また、バーナンキ議長の記者会見で暫くは償還資金の再投資によりバランスシートを維持する意向が示された。今回提示された経済予測では、金融政策を左右するであろうコア・インフレ率は徐々にだが中長期の物価安定のレンジに接近、この先、景気腰折れが無ければ、年末にかけてFRBの出口政策が徐々に視野に入ることを示唆。

<経済指標コメント>

3月の新築住宅販売は前月比+11.1%。3月の消費者信頼感指数（総合）は前月比+1.6ポイント改善。第1四半期の実質GDP成長率は+1.8%。3月の実質個人消費は前年比+2.7%。

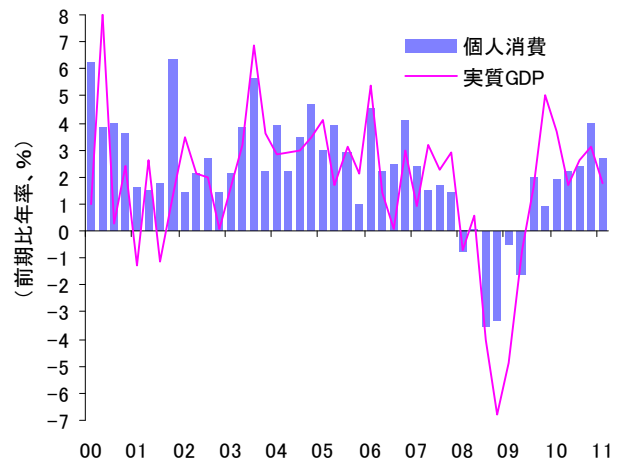
<FOCUS> 底堅さを示す個人消費～強まる株価依存

健闘した個人消費

先週公表された第1四半期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%と、昨年第4四半期の同+3.1%から大きく鈍化したが、景気の先行指標の一つである株価は引き続き堅調だ。

市場の事前予想で同+2%前後への減速が織り込まれていたことや、底堅い企業業績などが主な背景だが、最大の需要項目である個人消費が同+2.7%と、ガソリン高にもかかわらず高めの伸びを示したこともあるだろう（第1図）。流石に前期の同+4.0%からは減速したが、+2.7%の伸び率は今次回復局面では前期に次ぐ高い伸びである。いずれにせよ、金融市場はバーナンキFRB議長と同様¹、第1四半期の景気減速は今のところ短期的なものとして捉えている。

第1図: 実質GDPと実質個人消費の推移



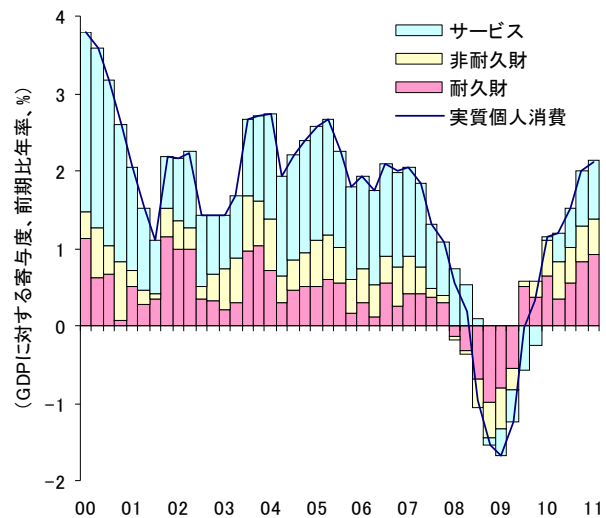
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

株価上昇を背景に耐久財消費が増加

予想以上に健闘した個人消費の中身をみると、このところの個人消費の伸びは耐久財に牽引される姿が鮮明となっている（第2図）。第1四半期の耐久財消費は同+10.6%と前期に続いて2桁の伸びとなったが、2四半期連続での2桁成長は2003年以来である。一方、通常、個人消費の約6割以上を占めるサービス消費の回復力は緩やかだ。

こうした耐久財消費の好調は自動車販売の増加を反映したものだ。自動車販売の回復は基本的には雇用・所得環境の改善を受けたものとみられるが、株価と自動車販売の関係をみると（次頁第3図）、足元は株価上昇の影響がより大きく出ているように思われる。一般的に耐久財消費は、その他の消費に比べ株価変動の影響が大きいことも踏まえると（次頁第4図）、足元の個人消費の堅調は株価上昇によって支えられている面が大きいと考えられる。

第2図: 実質個人消費の推移

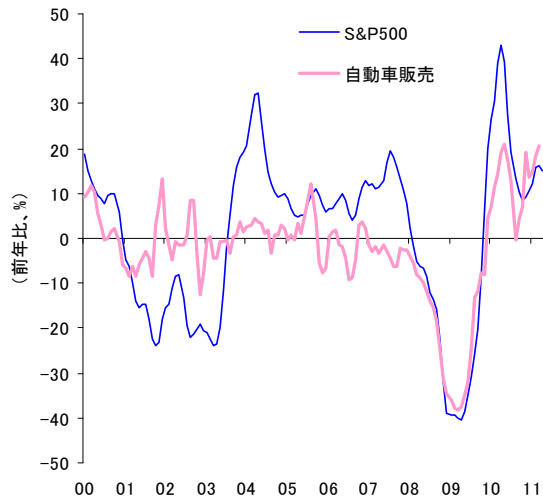


(注) 3四半期移動平均値。

(資料) 商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

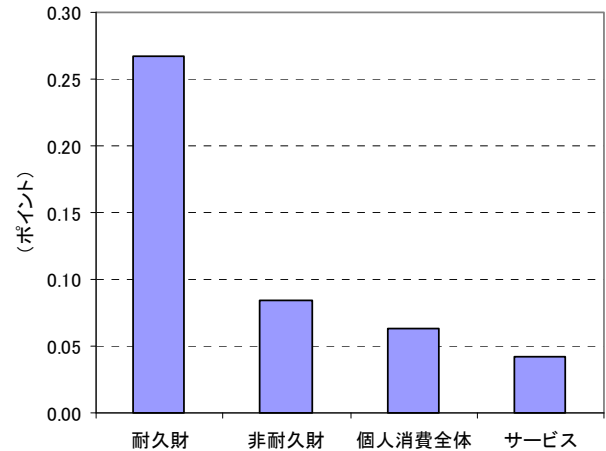
¹ 4月27日のFOMC後の記者会見による。

第3図：株価と自動車販売台数



(注) 3ヶ月移動平均値。
(資料) 商務省資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：株価に対する個人消費の弾性値



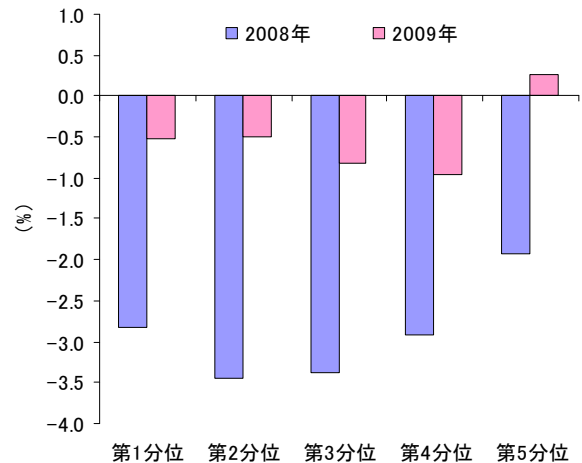
(注) 株価と個人消費の変動率を単回帰したもの。
計測期間は過去2年間、サービスのみ2四半期ラグ。
(資料) 商務省資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

金融危機後の消費は高所得層が牽引？

株価が米国個人消費に与える影響は、足元だけでなく、金融危機後、構造的に大きくなっている可能性もあるだろう。

理由の一つは、個人消費に占める高所得層のシェアの拡大である。所得階層別に平均所得の変化率をみると（第5図）、前回の景気後退局面においては、所得の落ち込みは中所得層で大きかったが、第5分位を高所得層としてみると、所得の落ち込みは相対的に小さかったほか、2009年には唯一プラスの伸びを示している。このデータでみる限り、金融危機を経て、米国個人消費に占める高所得層のシェアは上昇しているということになる。高所得層は株式を始めとする金融資産を他の世帯より多く保有しているから、株価が個人消費全体へ及ぼす影響度は従来より高まるはずである。

第5図：所得階層別の所得変化率



(注) 平均値の単純変化率。
(資料) 商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

高まる家計の金融資産割合

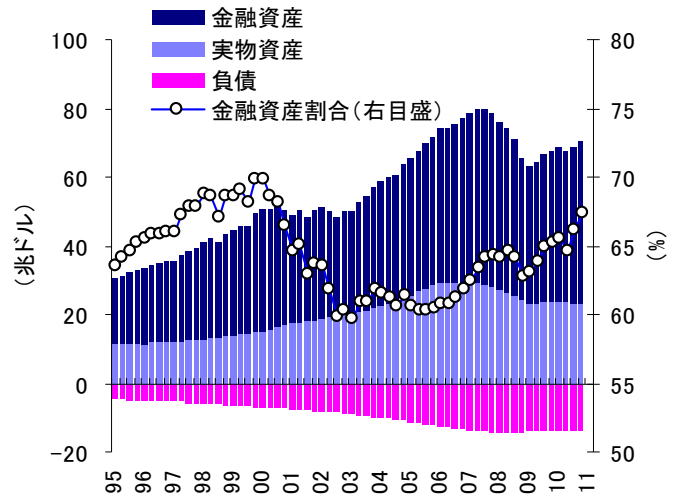
また、同様に、金融危機後、米国家計の資産に占める株式など金融資産の割合が高まっていることも見逃せない。家計資産に占める金融資産の割合は、住宅バブルの調整に伴う実物資産の目減りと、株価の回復に伴い、直近は67%と約10年振りの高さとなっている（次頁第6図）。

こうしてみると、米国の個人消費は過去に比べて株価の影響をより受けやすくなっていると考えていいだろう。住宅バブル崩壊後の高失業や、住宅価格の下落、足元のエネルギー価格高騰などを踏まえれば、個人消費の下支え要因として株価上昇とそれによる資産効果が重要性を増すのはある意味当然なのかも知れない。

バーナンキ議長率いるFRBも、金融緩和継続のメッセージを出し続けることで、株価を始めとする金融市場への影響を最小限に留めようとしている。今のところ、こうした金融緩和継続と株価上昇・長期金利抑制の好循環は奏功しているようにも見える。ただ、先週のFOMC声明文とバーナンキ議長の記者会見は、長期の金融緩和をコミットしたというほどの内容ではなく、あくまで今後の金融政策は経済・物価情勢次第とのスタンスである²。仮にインフレ率が上昇してくれば、いずれは金融引き締めにも転じることも視野に入っているように思われる。また、資源高の影響は、企業業績にも影響してくるはずである。

FOMC後の金融市場は、株価と債券が同時に上昇するなど、流動性相場の様相を強めているが、この構図がどれだけ続くかは不透明である。ただ、今後の個人消費の動向を占ううえで株価が重要な鍵を握っていることだけは確かなようだ。

第6図：家計資産・負債の推移



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<FOCUS>

² 後段 TOPICS ご参照。

<TOPICS>

4月FOMC～6月末のQE2終了を再確認、バランスシートは維持

QE2は予定通り6月末で終了

連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で、政策金利であるFF金利の誘導目標（0.0-0.25%）を据え置くとともに、米国債の購入（QE2）を予定通り6月までに完了する（will complete）ことを全会一致で決定した。QE2の終了については、市場の事前予想通りであり、サプライズは無い。

FRBの保有証券については、その規模や構成を検証し必要な調整を行う“準備が出来ている（is prepared）”という文言が挿入された。FOMCの大勢としては、早期の金融引き締めに転じる意向は無いが、過度の金融緩和は弊害が大きいとする最近のタカ派メンバーの主張を、全員一致を確保しつつ反映させたとみられる。

景気判断は不変、足元のインフレ率上昇を確認

景気判断については、「景気回復は緩やかに（moderate pace）進展している」とされ、前回3月時点から大きな変更はない。需要項目別には、個人消費と企業による機械・ソフトウェア投資の増加継続と、非住宅建設投資の弱さ、住宅部門の低迷継続を指摘した。

物価については、「資源価格高騰により、足元のインフレ率が上昇している」とし、前回から若干上方修正、また、前月同様、インフレ警戒姿勢を示したが、①長期的なインフレ期待の安定、②基調的なインフレ率の抑制（subdued）、③資源価格上昇の影響は一時的（transitory）、との判断を維持している。

記者会見もサプライズはなし

注目されたバーナンキ議長によるFOMC後の初会見では、これまでの発言から大きく踏み込んだ内容は無かった。①資源価格上昇の影響は一時的であること、②第1四半期の景気減速は短期的な動きとみていること、③中長期の期待インフレ率はまだ安定していること、④グローバルな資源高に対して金融政策が出来ることは限られること、⑤期待インフレ率が加速する場合には必要な措置を取ること、⑥ドル安は国益とならない、点などを指摘した。

QE2終了に伴う金融市場への影響については、①これまでのFRBと市場とのコミュニケーションにより同プログラムの終了は十分織り込まれているほか、②今後もFRBは償還資金の再投資によりバランスシートを当面維持する意向であり、影響は限られるとの見方を示した。

今後の展望

今回の声明文とバーナンキ議長の記者会見を踏まえると、FRBは6月末のQE2終了後も暫くは約2.7兆ドルまで拡大したバランスシートを維持しつつ、エネルギー価格高騰や日本の大震災が米国経済に及ぼす影響と、その後の景気・インフレ動向を見極めるスタンスを続けるとみられる。声明文、記者会見ともに、景気悪化と景気・インフレ加速の上下双方のリスクに対応できるようフリーハンドを確保する内容である。引き続き、今後の金融政策は、景気・物価情勢次第となっている。

なお、今回提示された FOMC による経済予測では、足元のヘッドライン・インフレ率の上昇と、それによる景気減速が織り込まれたが、その後の景気のパスについてはさほど変化は無い。一方、FRB の金融政策を左右するコア PCE インフレ率は引き続き安定推移が見込まれているものの、FRB が中長期的な物価安定の目安としている 1% 台後半から 2% へ徐々にだが接近する展開が予想されている（下表）。FRB が想定するように、景気減速が一時的なものに留まるのであれば、今年末にかけ、コア・インフレ率の緩やかな上昇とともに、FRB による出口政策が徐々に視野に入ってくることを示唆していると言えるだろう。

FOMCによる経済予測

中心傾向	中心傾向				全員の予測レンジ				
	2011	2012	2013	中長期	2011	2012	2013	中長期	
(%)									
実質GDP成長率	前回 (1月)	3.4 - 3.9	3.5 - 4.4	3.7 - 4.6	2.5 - 2.8	3.2 - 4.2	3.4 - 4.5	3.0 - 5.0	2.4 - 3.0
	今回 (4月)	3.1 - 3.3	3.5 - 4.2	3.5 - 4.3	2.5 - 2.8	2.9 - 3.7	2.9 - 4.4	3.0 - 5.0	2.4 - 3.0
失業率	前回 (1月)	8.8 - 9.0	7.6 - 8.1	6.8 - 7.2	5.0 - 6.0	8.4 - 9.0	7.2 - 8.4	6.0 - 7.9	5.0 - 6.2
	今回 (4月)	8.4 - 8.7	7.6 - 7.9	6.8 - 7.2	5.2 - 5.6	8.1 - 8.9	7.1 - 8.4	6.0 - 8.4	5.0 - 6.0
PCEインフレ率	前回 (1月)	1.3 - 1.7	1.0 - 1.9	1.2 - 2.0	1.6 - 2.0	1.0 - 2.0	0.7 - 2.2	0.6 - 2.0	1.5 - 2.0
	今回 (4月)	2.1 - 2.8	1.2 - 2.0	1.4 - 2.0	1.7 - 2.0	2.0 - 3.6	1.0 - 2.8	1.2 - 2.5	1.5 - 2.0
コアPCEインフレ率	前回 (1月)	1.0 - 1.3	1.0 - 1.5	1.2 - 2.0	-	0.7 - 1.8	0.6 - 2.0	0.6 - 2.0	-
	今回 (4月)	1.3 - 1.6	1.3 - 1.8	1.4 - 2.0	-	1.1 - 2.0	1.1 - 2.0	1.2 - 2.0	-

(注) 中心傾向は上下其々三つの予測値を除いたもの。
 (資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

FOMC 声明文

前回 (3月15日)	今回 (4月26・27日)
<p>景気・物価 Information received since the Federal Open Market Committee met in January suggests that the economic recovery is on a firmer footing, and overall conditions in the labor market appear to be improving gradually. Household spending and business investment in equipment and software continue to expand. However, investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector continues to be depressed. Commodity prices have risen significantly since the summer, and concerns about global supplies of crude oil have contributed to a sharp run-up in oil prices in recent weeks. Nonetheless, longer-term inflation expectations have remained stable, and measures of underlying inflation have been subdued.</p> <p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Currently, the unemployment rate remains elevated, and measures of underlying inflation continue to be somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. The recent increases in the prices of energy and other commodities are currently putting upward pressure on</p>	<p>景気・物価 Information received since the Federal Open Market Committee met in March indicates that the economic recovery is proceeding at a moderate pace and overall conditions in the labor market are improving gradually. Household spending and business investment in equipment and software continue to expand. However, investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector continues to be depressed. Commodity prices have risen significantly since last summer, and concerns about global supplies of crude oil have contributed to a further increase in oil prices since the Committee met in March. Inflation has picked up in recent months, but longer-term inflation expectations have remained stable and measures of underlying inflation are still subdued.</p> <p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The unemployment rate remains elevated, and measures of underlying inflation continue to be somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. Increases in the prices of energy and other commodities have pushed up inflation in recent months. The Committee expects</p>

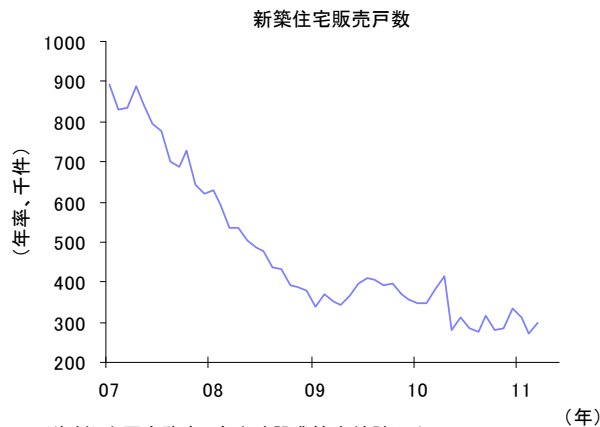
<p>inflation. The Committee expects these effects to be transitory, but it will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations. The Committee continues to anticipate a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability.</p> <p>金融政策 To promote a stronger pace of economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to continue expanding its holdings of securities as announced in November. In particular, the Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings and intends to purchase \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of the second quarter of 2011. The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information and will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability.</p> <p>FF 金利誘導目標 The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.</p> <p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and will employ its policy tools as necessary to support the economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Richard W. Fisher; Narayana Kocherlakota; Charles I. Plosser; Sarah Bloom Raskin; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen.</p>	<p>these effects to be transitory, but it will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations. The Committee continues to anticipate a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability.</p> <p>金融政策 To promote a stronger pace of economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to continue expanding its holdings of securities as announced in November. In particular, the Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings and will complete purchases of \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of the current quarter. The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings in light of incoming information and is prepared to adjust those holdings as needed to best foster maximum employment and price stability.</p> <p>FF 金利誘導目標 The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.</p> <p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and will employ its policy tools as necessary to support the economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Richard W. Fisher; Narayana Kocherlakota; Charles I. Plosser; Sarah Bloom Raskin; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen.</p>
--	--

(注) 赤字部分は前回からの変更箇所。
(資料) FRB 資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

< TOPICS >

<経済指標コメント>

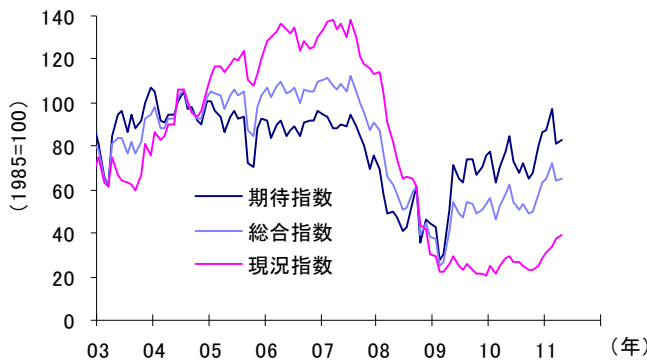
➤ **3月の新築住宅販売は前月比+11.1%**：3月の新築住宅販売戸数は年率 300 千戸と前月比+11.1%の増加。ただ、1・2月実績が天候要因で下振れたことの反動も影響しており、均してみれば底這いの状況に変わりはない。



(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

➤ **3月の消費者信頼感指数（総合）は前月比+1.6ポイント改善**：。3月の消費者信頼感指数は、総合指数が前月比+1.6ポイントの改善。現況指数は同+2.1ポイント、期待指数は同+1.3ポイント改善した。ただし、3月の落ち込みに比べれば改善幅は小さく、ガソリン高等を受けて消費者マインドはやや頭打ち感が出てきている。

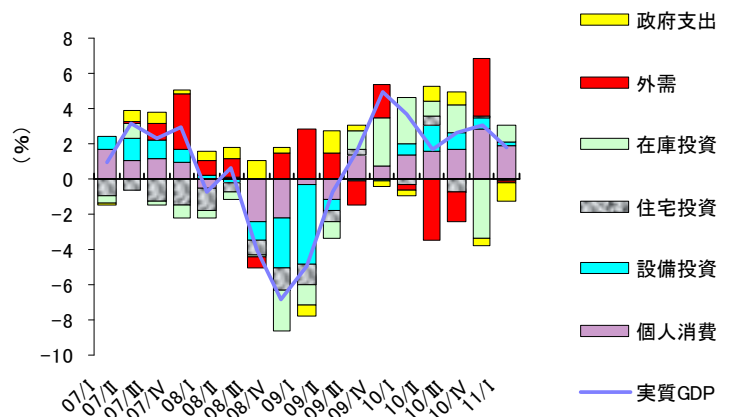
消費者信頼感指数の推移



(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

➤ **第1四半期の実質GDP成長率は+1.8%**：第1四半期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+1.8%と昨年第4四半期の同+3.1%から鈍化。個人消費（同+2.7%）と設備投資（同+1.8%）の伸びが減速、政府支出が大幅減となり成長率を押し下げた。住宅投資も同▲4.1%と再びマイナスに転じた。一方、在庫投資は前期比+276億ドル増加し成長率を+0.9%ポイント押し上げ。

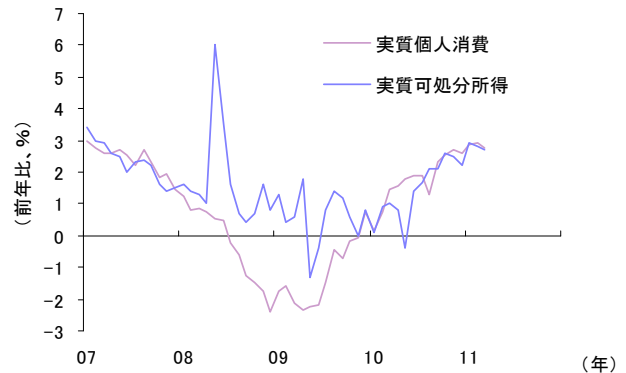
実質GDP成長率の推移(需要項目別寄与度)



(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

➤ **3月の実質個人消費は前年比+2.7%**：3月の実質個人消費と実質可処分所得はともに前年比+2.7%の増加。前年比ベースでみる限り、足元の個人消費は所得の伸びにあったペースで増加を続けている。

個人所得と消費



(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

<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.