



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

June 13, 2011

<FOCUS>

資源高下の景気減速～QE3は無いと言うより出来ない

- 景気減速に対する懸念が強い状況が続いている。主要地域の企業景況感は欧州や中国でも低下傾向にあり、景気減速がグローバルに起きつつあることを示唆している。
- こうしたなか、金融市場が予想するFRBの出口政策のタイミングは大幅に後ズレしている。いわゆるQE3を予想する向きもあるが、足元で緩やかながらインフレ圧力が高まっていることを踏まえると、FRBの選択肢に追加緩和は入っていないだろう。7日のバーナンキ議長講演も、追加緩和の可能性を期待していた金融市場の見方からすれば、タカ派的と言えなくもない内容だった。
- また、欧州の債務危機は、ギリシャの追加支援に関する民間投資家の関与が取沙汰されるなど警戒が必要だが、米国の実体経済への影響という点に限ってみれば今のところ限定的。FRBは、ギリシャ問題と合わせ、今後改善が見込まれる日本の震災の影響を数ヶ月かけて見極めようとするスタンスで望むだろう。
- ただ、先週のWeeklyで述べた通り、年後半における再加速を展望するには、ガソリン価格は1ガロン=3ドル程度まで低下することが必要だがハードルは低くない。また、個人消費が失速すれば、雇用の増加基調も変調するリスクがある。ガソリン価格の低下が景気再加速に繋がるか、この先数ヶ月が正念場と言える。
- 今月22日のFOMCでは、FRBは景気判断の下方修正は小幅にとどめ、予定通り今月末でQE2を終了するとみられる。その後は、景気再加速の蓋然性を確認しつつ、予想以上に景気減速が強まる場合等には、バランス・シートの縮小をより時間をかけて行う姿勢を打ち出すことで対応する公算が大きい。なお、FRBが昨年より短期間で追加緩和に踏み切った場合には、FRBの米国経済に対する自信喪失を強く印象付けるとともに、資源高の加速と景気減速という自縄自縛に陥る可能性が高い。

<経済指標コメント>

4月の消費者信用残高は7ヵ月連続で増加、4月の貿易赤字は437億ドルへ縮小、6月3日㊦週の新規失業保険申請件数は427千人に小幅増加、5月の輸入物価指数は前年比+12.5%へ加速。

<FOCUS> 資源高下の景気減速～QE3 は無いというより出来ない

グローバルに進む景気減速

景気減速に対する懸念が強い状況が続いている。主要地域の企業景況感をみると（第1図）、米国だけでなく、欧州や中国でも徐々に低下傾向を辿っている。足元の景気減速は、資源高や新興国を中心とした金融引き締めに伴う景気鈍化に、日本の大震災によるサプライ・チェーンの滞り、欧州周縁国の債務危機が重なったことで、グローバルに起きつつあることを示唆している。

先週は、バーナンキ議長（7日）や、プロクサー・フィラデルフィア連銀総裁（9日）、ダッドリーNY 連銀総裁（10日）ら FOMC メンバーから、今年後半の景気再加速の見方が繰り返し提示されたが、ダウ平均株価は、3月の日本の大震災以来となる 12,000 ドルを割り込み、長期金利も 3%弱まで弱含んで推移するなど、先行き不透明感が払拭できない状況が続いている。

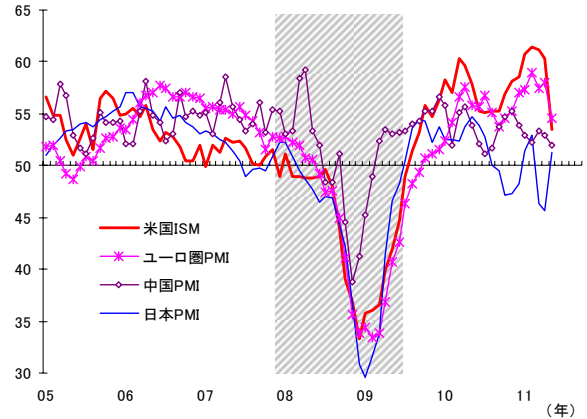
利上げの予想時期は後倒し

こうしたなか、金融市場が予想する FRB の出口政策のタイミングは大幅に後ズレしている。FF金利の先物は、4月末頃までは、来年半ば頃の小幅利上げを織り込む水準にあったが、徐々に後退、ここ 2～3 週間における経済指標の悪化を受け、足元では来年末で漸く 0.5%程度と、利上げの予想時期は後倒しになりつつある（第2図）。7日のバーナンキ議長の講演では、暗に否定されたが、金融市場の一部では、追加的な量的緩和策の導入、いわゆる QE3 を予想する向きもある。

昨年と異なる物価情勢

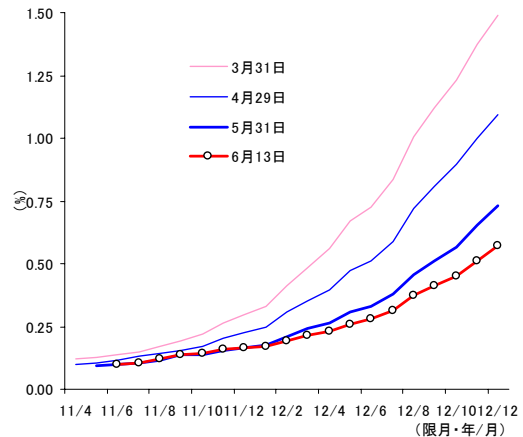
ただ、現時点で、FRB の選択肢に追加緩和は入っていないだろう。その背景としては、景気の二番底リスクが懸念された昨年半ば～後半と異なり、足元では資源高の影響もあってデフレ・リスクが後退、緩やかながらインフレ圧力が高まっていることが大きい。昨年 10 月のコア CPI は統計上最低となる前年比+0.6%まで低下したが、直近 4 月は同+1.3%と、緩やかなインフレ

第1図：主要国・地域の製造業景況感の推移



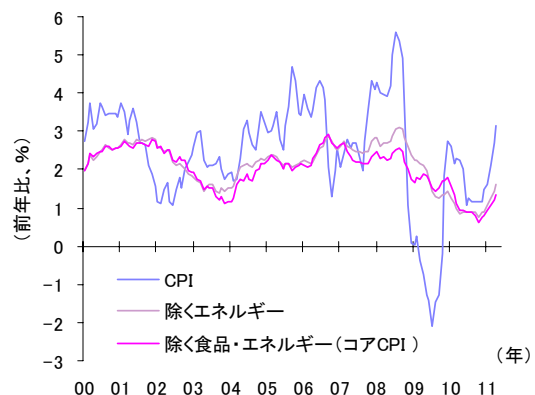
(注) 指数は50が生産拡大・縮小の分岐点を表す。
シャドーは米国の景気後退局面。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：FF金利先物の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：消費者物価指数



(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

への転換が鮮明化している（第3図）。債券市場でも、国債と物価連動国債の利回り格差でみた期待インフレ率は2%前半程度まで低下してはいるが、昨年央のボトム1%台半ば前後と比べるとデフレ圧力が懸念されているとは言い難い水準で推移している（第4図）。

バーナンキ議長も、7日の講演では「経済成長は潜在成長率を下回っており、緩和的な金融政策が依然必要」と述べるにとどまり、追加緩和の可能性は示唆しなかった。むしろ、講演の最後を「インフレが広がる兆しが見え、中長期的なインフレ期待も上昇する場合には、必要な措置を取る」と結ぶなど、追加緩和の可能性も期待していた金融市場の見方からすれば、タカ派的と言えなくもない内容だった。

ページ・ブックでの欧州危機の記述は僅少

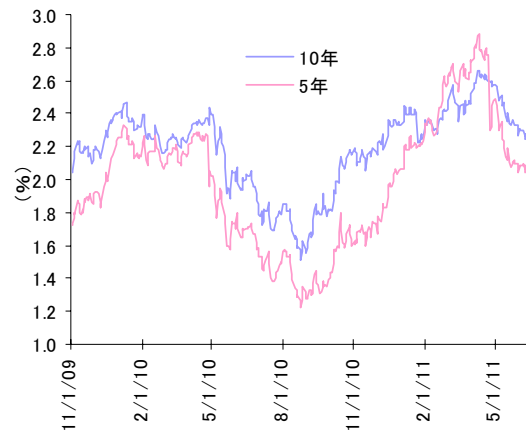
また、欧州の債務危機は、ギリシャの追加支援に関する民間投資家の関与が取沙汰されるなど、警戒が必要な状況にあるが、米国の実体経済への影響という点に限ってみれば限定的のようである。先週8日に公表されたページ・ブック（地区連銀経済報告）をみると、今回は欧州に関する記述はほとんど無い。昨年6月のページブックでは、欧州債務危機とそれによる景気への悪影響について相当の記述があったこととは対照的だ。また、VIX指数でみた株式市場のボラティリティも、今のところ上昇幅は小幅にとどまっており、欧州危機による投資家センチメントの悪化は、昨年春と比べ今のところ限定的となっている（第5図）。

年後半の再加速に向けたハードル

したがって、FRBは、ギリシャ危機に対する欧州当局の対応と合わせ、今後改善が見込まれる日本の震災の影響を数ヶ月かけて見極めようとするスタンスで望むだろう。前出第1図にもある通り、日本の製造業セクターが、足元で底入れの兆しをみせていることは確かに明るい動きと言える。

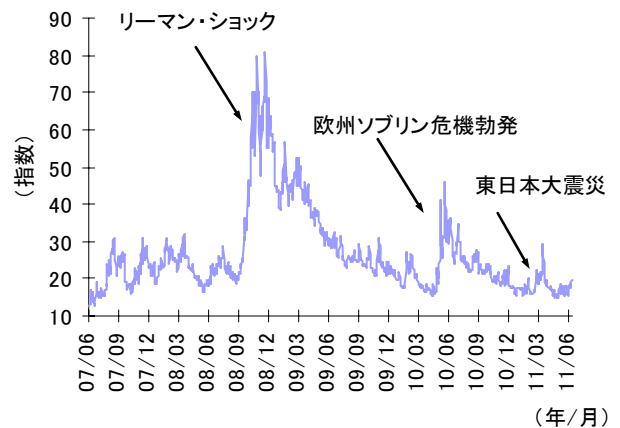
ただ、先週のWeeklyで述べた通り、米国経済の年後半における再加速を展望するには、ガソリン価格の明確な低下が必要条件となる。ガ

第4図：米国債と物価連動米国債の利回り較差



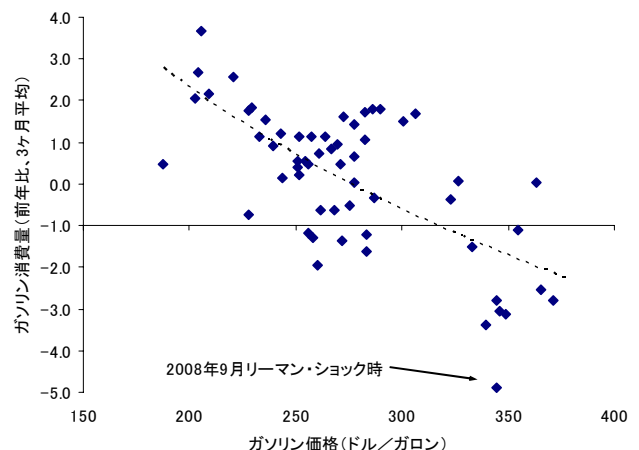
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：SP500-VIX指数の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ガソリン価格とガソリン消費量の関係

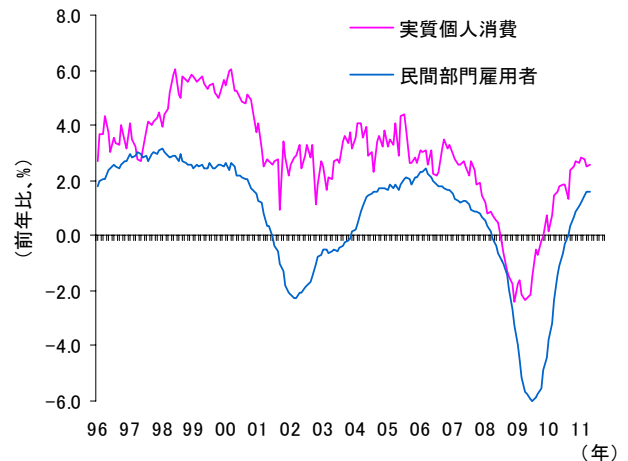


(注) データは2006年1月～2011年4月。ガソリン価格(当室による季節調整値)を6ヶ月先行。ガソリン消費量はトレンド控除後。
(資料) 商務省、エネルギー省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ソリン高による個人消費への下押し要因が緩和するためには、1 ガロン=3 ドル程度まで低下することが必要であるとみられるが（前頁第 6 図）、原油先物価格（WTI）は足元でグローバルにリスク回避姿勢が強まるなかにあっても、1 バレル=100 ドル弱と高止まりしている。過去 1 年程度の WTI とガソリン価格の関係からすれば、ガソリン価格が 1 ガロン=3 ドル程度まで低下するには、WTI は 1 バレル=80 ドル台まで低下する必要があるが、根強い需給逼迫懸念を踏まえると原油価格低下のハードルは低くはなさそうだ。

また、ページ・ブックでも報告された通り、足元、雇用者数の増加基調が継続していることは個人消費にとってプラスの材料だが、肝心の個人消費そのものが失速してしまえば、企業の雇用スタンスも消極化するリスクがある。民間部門の雇用者数は、個人消費にラフに 3 ヶ月程度遅行して動くため、ガソリン価格の低下が個人消費の増加に繋がり、景気再加速が実現できるかどうか、この先数ヶ月が正念場、と言えるだろう（第 7 図）。

第7図：個人消費と民間部門雇用者数の推移



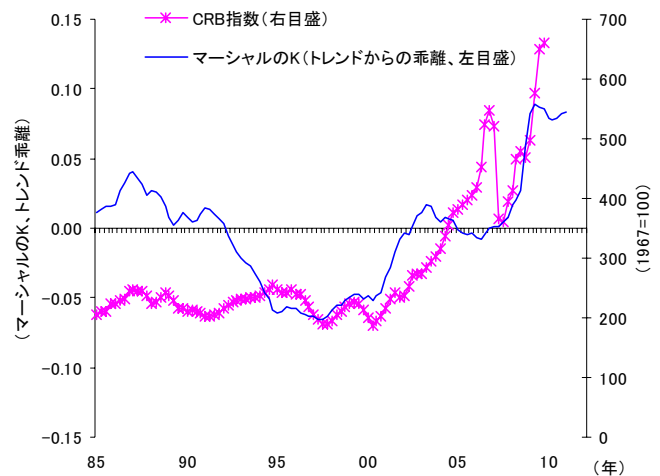
(資料) 商務省・労働省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

追加緩和は資源高を加速させる

バーナンキ議長の発言などを踏まえると、今月下旬の FOMC では、FRB は景気判断の下方修正は小幅にとどめ、予定通り今月末で QE2 を終了することになるとみられる。その後は、景気再加速の蓋然性を確認しつつ、予想以上に景気減速が強まる、ないし長期化する場合には、FRB のバランス・シートの縮小をより時間をかけて行う姿勢を打ち出すことで対応するのがメイン・シナリオであろう。

昨年を振り返ると、4 月下旬頃に欧州ソリン問題が深刻化して以降、8 月 FOMC での景気判断下方修正、9 月 FOMC での追加緩和の準備ができていることの表明、そして 11 月 FOMC での QE2 導入と、相応に時間をかけている。今後、仮に、FRB がより短期間で追加緩和に踏み切った場合には、FRB の米国経済に対する自信喪失を強く印象付けるとともに、資源高の加速と景気減速という自縄自縛に陥る可能性が高い。バーナンキ議長は、上述した 7 日の講演で資源高の理由は金融緩和ではないとしたが、CRB 指数と金融緩和の度合いを示すマーシャルの K (マネーストック/名目 GDP) の関係を踏まえると、これまでの金融緩和が資源高に繋がっていないと断定することはかなり難しいように思われる（第 8 図）。

第8図：マーシャルのKとCRB指数の推移



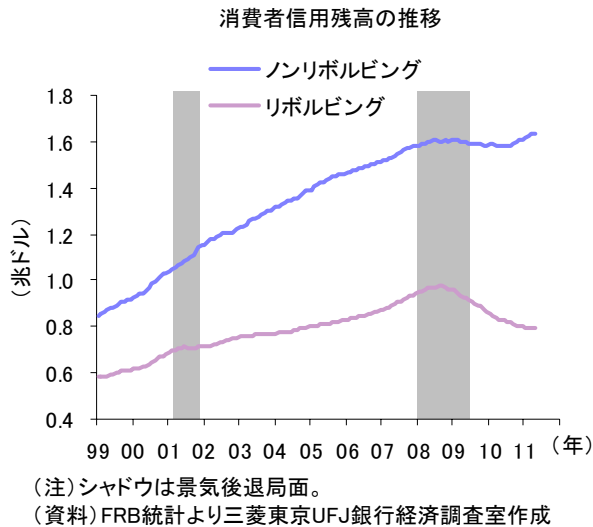
(注) マーシャルのKの線形トレンドは1970～2010年とした。
CRB指数は2年遅行。

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

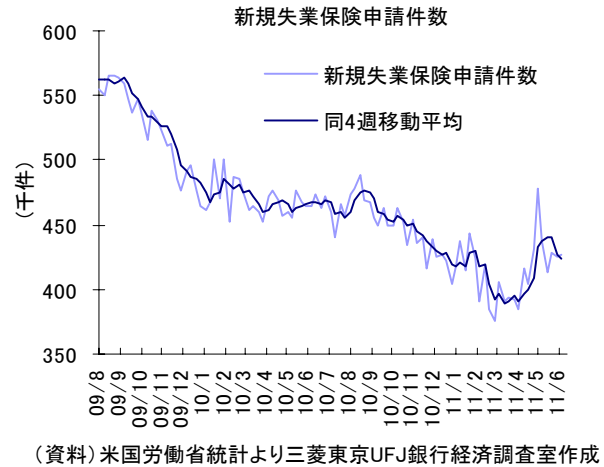
< FOCUS >

<経済指標コメント>

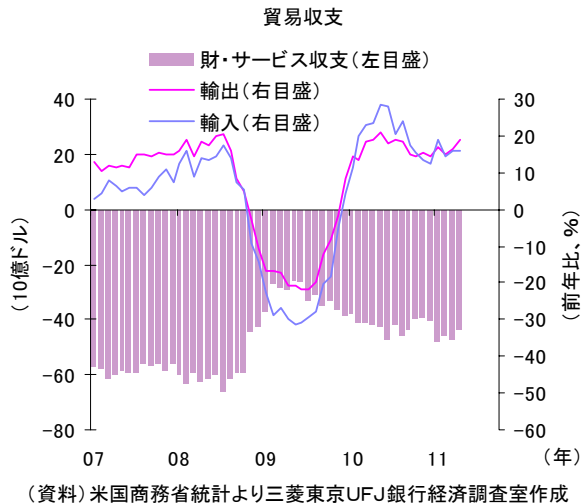
➤ **4月の消費者信用残高は7ヵ月連続で増加**：4月の消費者信用残高は2.43兆ドルと、昨年の9月をボトムに7ヵ月連続での増加となった。内訳では、ノンリボルビングが引き続き増加し全体を牽引した。リボルビングは2ヶ月ぶりのマイナスとなったが、減少テンポは徐々にだが緩やかとなっている。



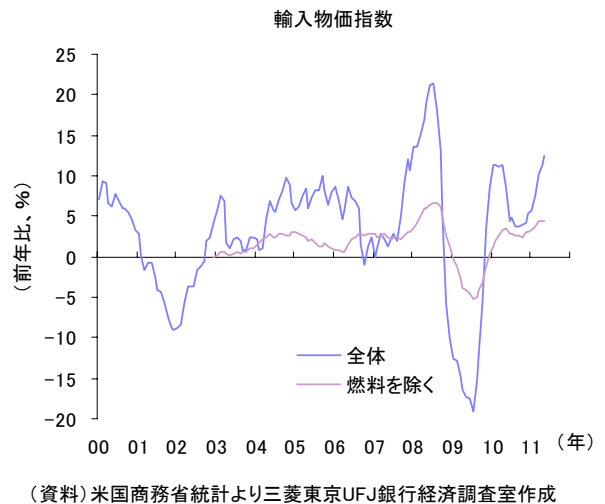
➤ **6月3日週の新規失業保険申請件数は427千人に小幅増加**：。6月3日週の新規失業保険申請件数は427千人と、前週の426千人から小幅の増加となった。4週移動平均では424千人と3週連続で低下となったが、今年の2・3月頃と比べると水準は高く、今後の雇用増加ペースが緩やかとなる可能性を示唆している。



➤ **4月の貿易赤字は437億ドルへ縮小**：。4月の貿易赤字は437億ドルと、前月の468億ドルへ縮小した。前年比で見ると、輸出が+18.8%と伸びを高めた一方で、輸入は同+15.9%と前月と同じ伸びにとどまった。日本に対する貿易赤字は同▲27.5%と1年3ヶ月ぶりの大幅マイナスに転じており、東日本大震災に伴い日本からの輸入が大きく抑制されたことの影響が見て取れる。



➤ **5月の輸入物価指数は前年比+12.5%へ加速**：5月の輸入物価指数は前年比+12.5%と、前月の同+11.4%から一段と加速。石油価格の上昇やドル安を反映して前年比ベースでは輸入インフレ圧力が高まっている。



<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.