



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

September 14, 2012

<FOCUS>

金利低下から徐々に距離を置く?FRB

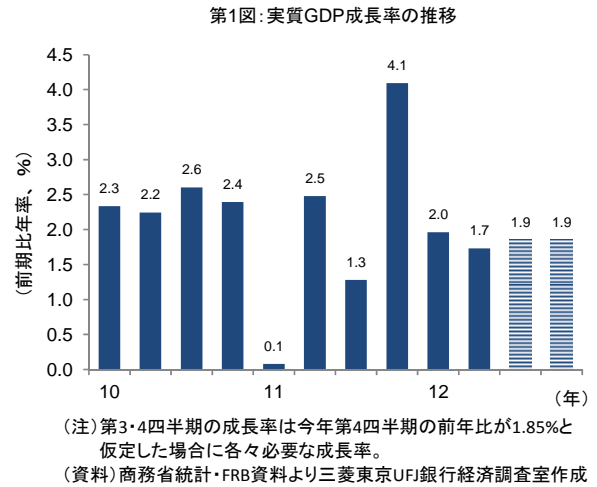
- FOMC による追加緩和を受けてグローバルな株高が進んでいる。しかし、今回提示された経済予測では今年の成長率が大きく下方修正されている。景気失速を回避し、来年以降、加速局面に繋げていけるのか、これからが正念場であろう。
- 経済予測下方修正の主因は企業セクターの変調とみられる。欧州の景気後退を起点に、製造業を中心としたグローバルな減速局面が続くなか、輸出が伸び悩んでいる姿に変わりはないほか、8月鉱工業生産がハリケーンの影響を除いても弱かったのは、受注の弱さや、小売・卸売段階での在庫増が反映されている。設備投資が失速する兆しも一部で出つつあるなか、海外需要の動きや、株高が企業の投資スタンスに好影響を及ぼすか、注視が必要であろう。
- 個人消費も当面は勢いに欠く展開が予想される。追加緩和を受けた株高による消費マインド改善・資産効果が期待される半面、雇用の伸び悩みや、ガソリン高が重石となる。8月小売売上へのヘッド・ラインは強かったが、実質ベースではインフレ率上昇・家計購買力低下の影響も顕在化しつつある。
- かかる状況だからこそ、FRB は追加緩和に踏み切ったわけだが、金融政策運営の質的变化は注目される。一つはコミュニケーション政策の強化を通じて緩和期待・効果を大幅に高めたことであり、もう一つは、資産買入を通じて直接金利に働きかける手段としては国債から MBS に軸足を移したとみられる点である。
- 2011 年後半以降の米国債利回りは、欧州情勢緊迫化に伴うリスク回避と、FRB が実質ゼロ金利政策の時間軸を強化したことが相乗し、ファンダメンタルズからはやや説明し難い低水準で推移している。長期金利の低下余地が、名目・実質の両面で限られてきたとみられるなか、FRB は実質ゼロ金利政策の維持や、物価安定に関する FRB への信認維持を通じて長期金利をアンカーする方針のように思われる。

<FOCUS> 金利低下から徐々に距離を置く？FRB

FOMC は年後半の景気に慎重

昨日のFOMCによる追加緩和決定¹を受けてグローバルな株高が進んでいる。しかし、昨日のFOMCで提示された経済予測は、来年以降の景気について幾分楽観的な反面、今年後半の景気は慎重にみているのが特徴だ。追加緩和により景気失速を回避し、来年以降、加速局面に繋げていけるのか、これからが正念場であろう。

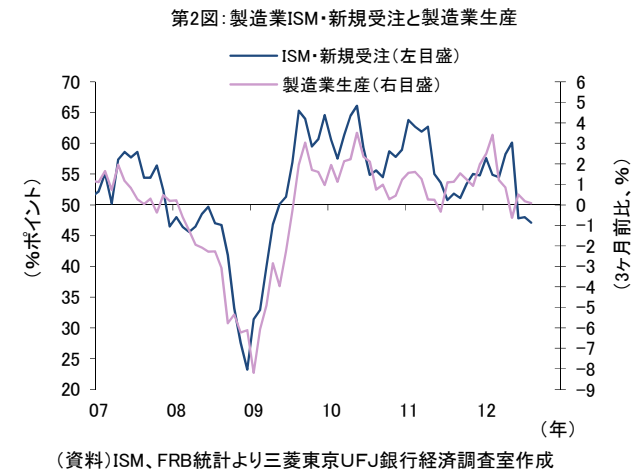
今回の経済予測では、2012年の成長率が前回6月時点と比べてかなり下方修正されている。前回は年後半の成長率は2%台が想定されていたとみられるが、今回は2%を若干下回る成長が見込まれている計算となる（第1図）。



経済指標は製造業セクターの低調を示唆

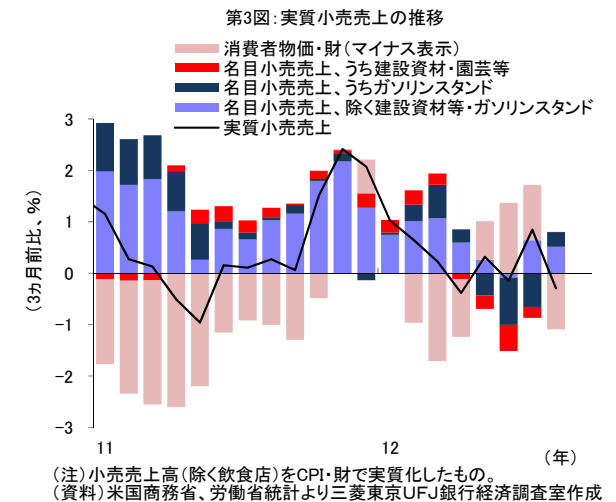
下方修正の主因は、足元における企業セクターの変調であろう。欧州の景気後退を起点に、製造業を中心としたグローバルな減速局面が続くなか、米国輸出が伸び悩みを余儀なくされている姿に変わりはないほか、在庫率上昇も続いている。

8月の鉱工業生産が前月比▲1.2%と、ハリケーン・アイザックの影響（FRBによると0.3%の押し下げ要因）を除いても弱かったのは、受注の弱さや、小売・卸売段階での在庫増が目立ってきたことが反映されているとみられる（第2図）。また、コア資本財受注には設備投資が失速する兆しも出ている。海外需要持ち直しの動きが出てくるか、株高が企業の投資スタンスに好影響を及ぼせるか、注視が必要であろう。



個人消費はマインド改善とガソリン高の綱引きへ

他方、個人消費も当面は勢いに欠く展開が続くとみられる。追加緩和を受けた株高による資産効果・消費マインド改善が期待される半面、雇用の伸び悩みや、ガソリン高（1ガロン＝3.9ドル）が重石となる公算が大きい。8月小売売上のヘッド・ラインは強かったが、これはガソリン価格上昇の影響も大きい（第3図）。実質ベースでは、インフレ率上昇・家計購買力低下の影響が顕在化しつつあり、個人消



¹ 2012年9月13日付 Topics ご参照。

費は小幅の伸びにとどまっている（同図）。

国債利回りから徐々に距離を置く FRB

こうした状況だからこそ、FRB は追加緩和に踏み切ったわけだが、金融政策運営の質的変化にも注目する必要がある。一つはコミュニケーション政策を通じて緩和期待・効果を大きく高めたことであり、もう一つは、資産買入を通じて直接金利に働きかける手段として国債から MBS に軸足を移した点である。

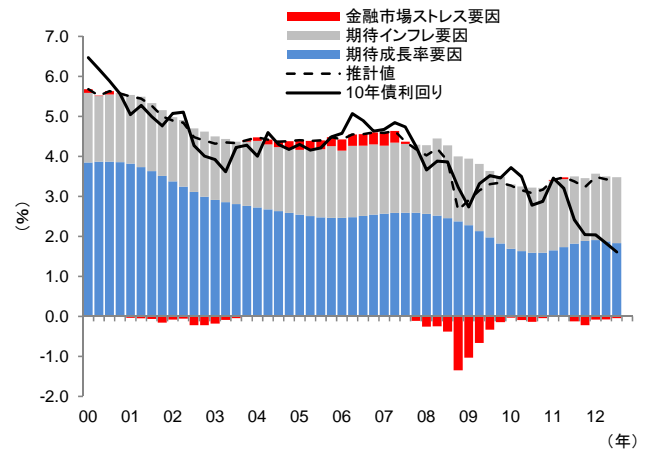
2011 年後半以降の米国債利回りは、ファンダメンタルズからは説明し難い水準へ低下してきている（第 4 図）。この間の金利低下は、欧州情勢緊迫化によるリスク回避の強まりと、かかる状況下、FRB が実質ゼロ金利政策の時間軸を強化してきたことが相乗した結果であろう。

他方、長期金利は中長期的にはファンダメンタルズにより決定され、中央銀行が買入によってコントロールすることは難しい。物価安定のため、過度のインフレ期待は回避する必要性も踏まえ、長期金利の低下余地は、名目・実質の両面で過去に比べ限られてきている。

FRB は雇用情勢が大幅に改善しない場合には、国債買入の余地も残しているが、基本的に長期金利は、実質ゼロ金利政策の維持や、物価安定に関する FRB への信認を通じてアンカーし、財政政策から中立姿勢を取ったとの解釈も可能であろう。

ECB も国債買入プログラムを決定するなど、グローバルに中央銀行による景気支援策が打ち出されてきていることは、先行きの世界経済にとって間違いなくプラスである。ただ、例えば「FRB は雇用が大幅に改善するまでバランス・シートを拡大させることに完全にコミットした」等とする見方は、バーナンキ議長が昨日の記者会見における冒頭発言を「FRB は物価安定を損なうリスクを回避するための手段と、適切なタイミングで行動する意思を有している」と結んでいることや、質疑応答で「金融政策は万能薬（panacea）では無い」と再三繰り返していることとのバランスを欠いているようにも思われる。今後、政府の経済政策が伴ってこそ、世界経済の失速リスクが回避されよう。

第4図：10年債利回りの要因分解



(注)10年債利回りを、期待成長率(潜在成長率で代替)・期待インフレ率(ミシガン大学消費者センチメントにおける今後5年の予想インフレ率)・質への逃避要因(セントルイス連銀・金融市場ストレス指数)でラフに推計したもの(推計期間:2000Q1~2011Q2、自由度修正決定係数=0.97)。
(資料)FRB、CBO、ミシガン大学資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< FOCUS >



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、宜しくお願い申し上げます。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.