



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

March 21, 2011

<FOCUS>

G7 が協調介入を実施：中長期のドル安は継続

- 日本の大震災・原発事故後に進んだ急激なドル安・円高を受け、G7 財務相・中央銀行総裁は為替レートの過度の変動を阻止することで合意、外国為替市場への協調介入に踏み切った。依然予断を許さない状況にあるものの、グローバルなリスク回避・株安が進む可能性もあっただけに、今般の G7 による協調行動の意義は大きかったと言える。
- 他方、中長期的なドル安トレンド自体は不変である。ドルの実質実効相場は 90.4 ポイントと、歴史的なドル安が進んでいた 1990 年代半ばと同程度の水準にある。
- 中長期のドル安は、輸出競争力の向上を通じ、米国の輸出増加に繋がっている。輸出の対 GDP 比率は、ここ数年トレンドを若干上回る形で上昇している。
- ドル安が輸出増を促進する一方、ドル安のデメリットも徐々に顕現化している。2 月の輸入物価指数と企業物価は前月比 8 ヶ月連続での上昇を記録。消費者物価も底打ち～反転が明確になってきている。ドル安は輸入物価上昇を通じ、国内のインフレ圧力の高まりに繋がりがつつある。
- とは言え、政策金利の引き上げを伴う本格的なドル高転換には今暫く時間を要する見込み。ドルの秩序ある反転を合意した 1995 年当時より経常収支の赤字幅は大きいというえ、大幅なデフレ・ギャップも残存。ただ、中長期的にみた資源価格上昇の可能性を踏まえれば、いずれ金融政策を正常化しドル安を修正する必要があるが出てくる。先週の FOMC でインフレ警戒姿勢が強く示されたことは、ドル反転に向けた最初の一步と捉えられるかもしれない。

<TOPICS> 3 月 FOMC : 目立った景気判断の上方修正

15 日の FOMC は本日の定例会合で金融政策の維持を決定、時間軸を示す文言「長期にわたって」も不変であり、金融政策についてサプライズはない。一方、景気・物価の判断については幾分早めともいえるタイミングで上方修正。同時に、景気の下押し要因となる川上からのインフレ圧力に対する警戒を示したが、コスト・プッシュ型のインフレに、金融政策で今後どう対応するかについては、依然不透明である。

<経済指標コメント> インフレ圧力が徐々に顕現化

2 月の輸入物価指数は前年比+6.9%上昇、生産者物価指数は同+5.6%上昇、消費者物価指数は同+2.1%上昇。鉱工業生産は前月比▲0.1%と小幅低下。

<FOCUS> G7 が協調介入実施：中長期のドル安は継続

協調介入実施で株価が反転

日本の大震災・原発事故後に進んだ急激なドル安・円高を受け、G7 財務相・中央銀行総裁は為替レートの過度の変動を阻止することで合意、外国為替市場への協調介入に踏み切った(下表)。

円相場は、16日のニューヨーク市場(電子取引システム)で、1ドル=76円25銭と過去最高値を更新したが、協調介入を受けて18日には同80円台後半まで揺り戻している。ダウ平均株価も16日の終値からは約250ドル反発、一旦下げ止まっている。

依然予断を許さない状況にあるものの、中近東情勢の緊迫継続など、先行きに対する不透明感が強まるなか、日本の大震災をきっかけとしたグローバルなリスク回避・株安が進む可能性もあっただけに、今般のG7による協調行動(ドル買い・円売り)の意義は大きかったと言える。

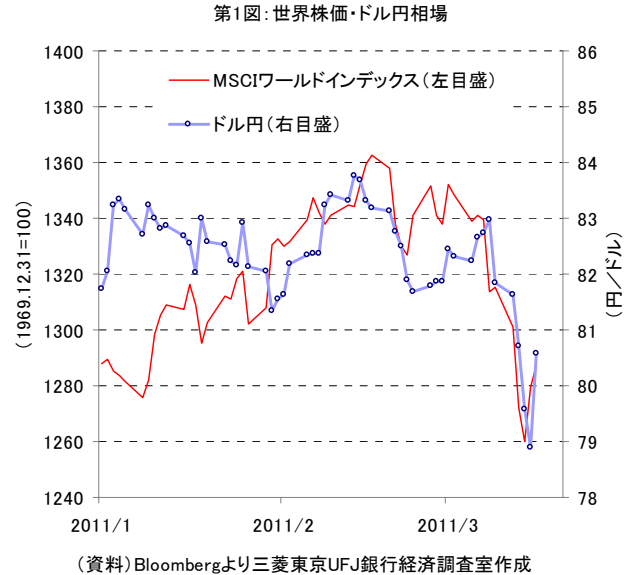


表: G7 財務大臣・中央銀行総裁会議の声明文

We, the G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors, discussed the recent dramatic events in Japan and were briefed by our Japanese colleagues on the current situation and the economic and financial response put in place by the authorities.

We express our solidarity with the Japanese people in these difficult times, our readiness to provide any needed cooperation and our confidence in the resilience of the Japanese economy and financial sector.

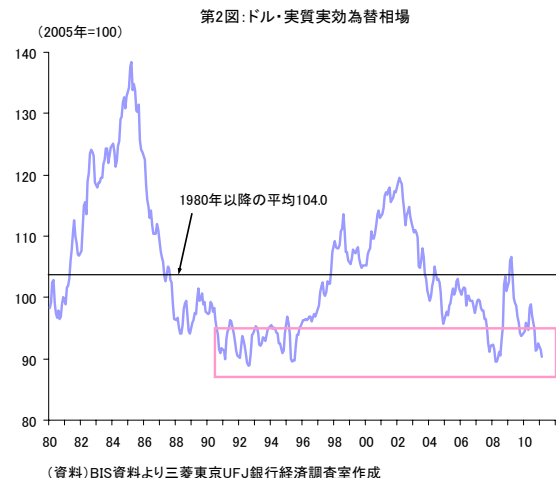
In response to recent movements in the exchange rate of the yen associated with the tragic events in Japan, and at the request of the Japanese authorities, the authorities of the United States, the United Kingdom, Canada, and the European Central Bank will join with Japan, on March 18, 2011, in **concerted intervention in exchange markets**. As we have long stated, **excess volatility and disorderly movements in exchange rates have adverse implications for economic and financial stability**. We will **monitor exchange markets closely and will cooperate as appropriate**.

(出所) Ministry of Finance ホームページ

足元は 1995 年と同程度のドル安

他方、今回の G7 によるドル買い介入はあくまで短期的に行き過ぎた為替変動を阻止することが目的であり、中長期的なドル安トレンド自体は不変である。

BIS (国際決済銀行) が算出しているドルの実質実効相場(インフレ率格差・貿易ウェイトを加味し為替相場を加重平均)をみると(第2図)、直近2月は90.4ポイントと、歴史的なドル安が進んでいた1990年代半ばと同程度の水準にある。



18日の為替介入後も、BOE（英国中銀）が算出するドル・インデックス（名目ベース）は78.2ポイント程度と、ドルは引き続き過去最安値近辺での推移となっている。

輸出を押し上げるドル安

こうした中長期のドル安は、輸出競争力の向上を通じ、米国の輸出増加に繋がっている。輸出の対GDP比率をみると（第3図）、FTA網の整備等を背景とするグローバル化の加速を受けて、基調として右肩上がりとなっているが、ここ数年はトレンドを若干上回る形で輸出が増加している。輸出比率の中長期トレンドからの乖離と前出の実質実効為替相場を比較すると、両者の関係がより明確にみてとれよう（第4図）。

輸入インフレが徐々に進行

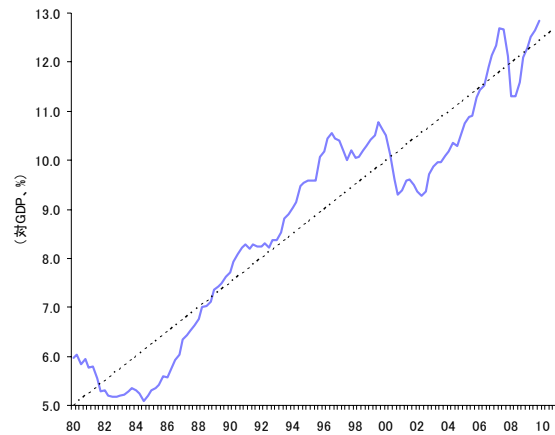
ドル安が輸出増を促進する一方で、ドル安のデメリットも徐々に顕現化している。

先週発表された2月の輸入物価指数と企業物価（ともに総合ベース）は前月比8ヶ月連続での上昇を記録¹。消費者物価も総合では前年比+2.1%まで上昇し、コアベースでも同+1.1%と、4ヶ月連続で上昇幅が拡大した。消費者物価は底打ち～反転が明確になってきている。足元の物価上昇は石油製品などの資源価格高騰によるものが中心だが、こうしたなかでのドル安は輸入物価上昇を通じ（第5図）、国内のインフレ圧力の高まりに繋がりがつつある。

ドル、金融政策の行方

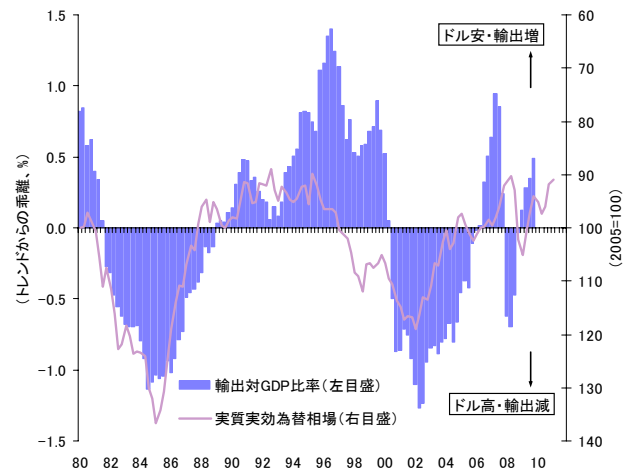
とは言え、政策金利の引き上げを伴う本格的なドル高転換には今暫く時間を要しそうだ。G7会合で「（ドルの）秩序ある反転」を合意した1995年当時と比較すると、2010年の経常収支は▲4,700億ドル、GDP比▲3.2%と、当時の同▲1.5%よりも赤字幅は大きい（次頁第6図）。金融危機前と比較すると大幅に縮小したものの、為替変動による国際収支不均衡の是正はまだ途上にあると言える。金融危機後に残存する大幅なデフレ・ギャップも踏まえると、通貨政策としてはドル安を志向しやすい環境が続いている。

第3図：輸出の対GDP比率の推移



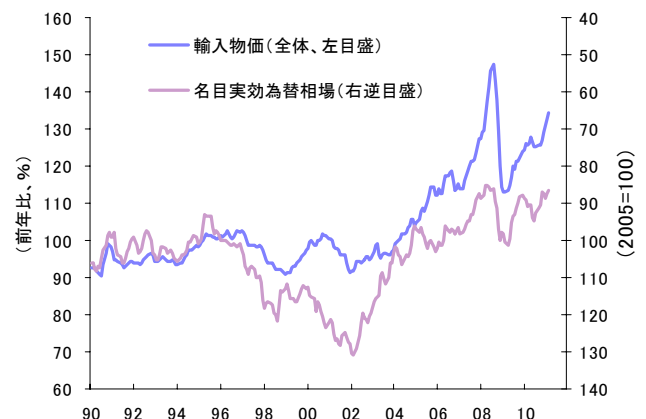
（資料）商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：実質実効為替相場と輸出比率の推移



（資料）BIS、商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：輸入物価指数と為替相場



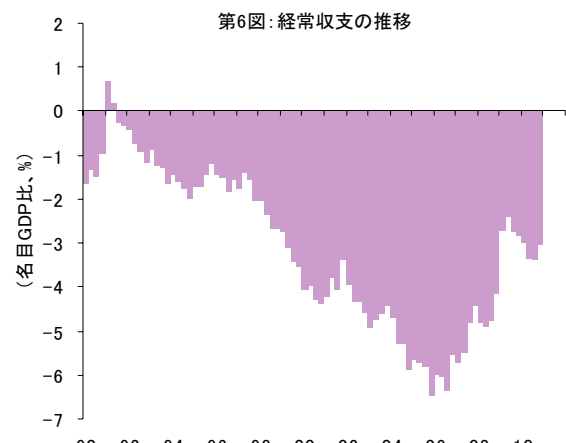
（資料）米国商務省、BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 後掲指標コメントご参照。

経済・金融危機後に当該国の通貨安が進むのは、日本を除くと一般的な現象でもある。

バーナンキ FRB 議長は、3 月 1 日の議会証言で、「資源価格はどの主要通貨でもても急上昇しており、ドル価値の変動が、ここ数ヶ月の資源高の主因ではないことを示唆している」とし、米国の金融緩和が資源高に繋がっている訳ではないと発言したが、そもそもドル安が米国のインフレ率の上昇に繋がる可能性については触れていない。ただ、グローバル化の加速と新興国経済の本格台頭を背景に、中長期的にみた資源価格の上昇を今後の経済運営の前提条件とする必要があるならば、いずれ金融政策を正常化し、ドル安を修正する必要があると考えられる。

先週 15 日の FOMC では、金融政策の先行きに関する示唆は乏しかったが²、川上からのインフレ圧力に対する警戒姿勢が初めて強く示されたことは、中長期的なドル反転に向けた最初の一步と捉えられるかもしれない。



(資料) 米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< FOCUS >

² 後掲 Topics ご参照。

<TOPICS>

3月FOMC:目立った景気判断の上方修正

景気判断は雇用・消費を中心に上方修正

連邦公開市場委員会（FOMC）は、15日の定例会合で、政策金利であるFF金利の誘導目標（現行レンジ 0.0-0.25%）を据え置くとともに、住宅ローン担保証券やエージェンシー債など保有証券からの償還資金を米国債に再投資すること、米国債の購入を継続することを全会一致で決定した。時間軸を示す文言「長期にわたって（for an extended period）」も不変であり、金融政策についてはサプライズはない。

一方、声明文では、雇用・個人消費を中心に景気判断の上方修正が目立った（声明文は後掲表をご参照）。景気回復は「より底堅くなってきている（on a firmer footing）」とされ、前月の「労働市場の著しい改善をもたらすには不十分」との文言を削除、労働市場は「全般的に緩やかに改善している（improving gradually）」と評価した。また、「企業は雇用を増やすことに依然消極的である」との文言もなくなった。

個人消費についても、前月まで4つの下押し要因として指摘していた「高失業、緩やかな所得の伸び、住宅価値の低下、信用逼迫」を削除、「拡大が続いている」とした。投資については、前月から変更はない。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ている。

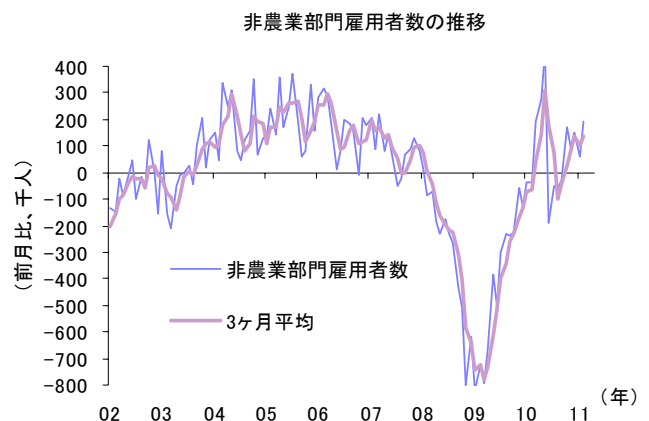
資源インフレへの警戒を示す

物価については、前月から大幅に記述が増えた。まず、資源価格の急騰、なかでも「グローバルな供給不安」を背景とした原油価格の急上昇を指摘。「長期的なインフレ期待は引き続き安定している」との判断を維持したが、基調的なインフレ率についてこれまでの「下向き（downward）」から「抑制されている（subdued）」へ若干上方修正した。また、最近のエネルギー・商品価格の上昇は「インフレ率に上昇圧力をかけている」とし、資源価格上昇の影響は「一時的（transitory）」と考えられるが、インフレ率と期待インフレ率の動向を注視する」との記述を加えている。

今後の金融政策への示唆は少ない

今回の声明文では、景気・物価の判断については、足元の動きをかなり機動的に反映した変更がなされた。

まず、既述の通り、雇用については、企業の消極的な雇用スタンスに関する文言を削除した。足元、非農業部門雇用者数の増加幅が3ヶ月平均で漸く前月比+10万人前半レベルに回復したに過ぎないことからすると、相応に強気のスタンスと言える。個人消費についても、これまで指摘していた住宅資産価値の下落や信用逼迫要因を削除するなど前向きの評価をして



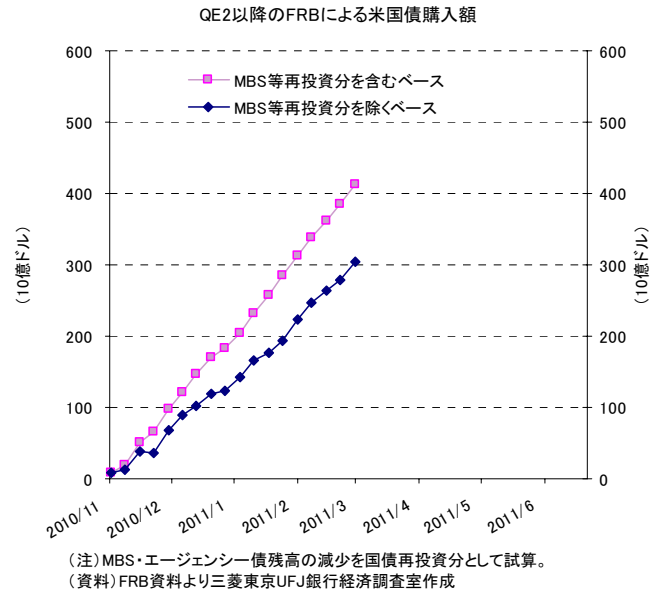
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

いる³。FRB のハト派スタンスからすると、若干早いタイミングで上方修正してきた感がある。注目していたインフレ率に関しては、やはり大きく修正を加えてきた。基調としてのインフレ率について幾分上方修正したほか、期待インフレ率上昇の可能性についても示唆している。エネルギー価格の高騰は、マインドの悪化を通じて家計へ悪影響を及ぼしつつあり⁴、コア・インフレ率を重視する FRB も、川上からのインフレ圧力を無視できない状況になりつつことを踏まえれば当然の動きとも言える。

一方、金融政策に関する記述に変更は無く、QE2 をどのように終了するかについての追加情報は無かった。同プログラムの期限である 6 月末まではまだ時間があるほか、中東情勢の緊迫継続や日本の大地震を受けたグローバルな株価下落・債券価格の上昇など、景気の先行きが幾分不透明感を増していることも考慮した可能性がある。

11 月初の QE2 導入から約 4 ヶ月が経過したが、住宅ローン担保証券等の減少額を米国債再投資分としてみると、これまでの月間の購入ペースは予定通り 750 億ドルとなる。累積でみた米国債購入額は、予定額の丁度半分の 3,000 億ドルとなっている。FRB は当初通りのペースで米国債の購入を続けている形である。

今回の FOMC の声明文は、景気・物価の判断について、早めともいえるタイミングで上方修正を加える一方で、景気の下押し要因となる川上からのインフレ圧力に対する警戒感を示した。ただ、コスト・プッシュ型のインフレに、金融政策でどう対応するかについては、依然不透明である。この点、声明文から文字通り捉えれば、当面は金融緩和を続けつつ、今後の景気・物価情勢を慎重に点検していくということになるが、今後、FOMC メンバーの間でどう議論が進展していくか注目される。



FOMC 声明文

前回 (1月25・26日)	今回 (3月15日)
<p>景気・物価 Information received since the Federal Open Market Committee met in December confirms that the economic recovery is continuing, though at a rate that has been insufficient to bring about a significant improvement in labor market conditions. Growth in household spending picked up late last year, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software is rising, while investment in nonresidential structures is still weak. Employers remain reluctant to add to payrolls. The housing sector continues to be depressed. Although commodity prices have risen, longer-term inflation expectations have remained stable, and measures</p>	<p>景気・物価 Information received since the Federal Open Market Committee met in January <u>suggests</u> that the economic recovery is <u>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.</u> However, investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector continues to be depressed. Commodity prices have risen <u>significantly</u> since the summer, and <u>concerns about global supplies of crude oil have contributed to a sharp run-up in oil prices in recent weeks.</u> Nonetheless, longer-term inflation expectations have remained stable, and measures of underlying inflation</p>

³ 住宅価格の調整については2月28日の Weekly、消費者信用については3月14日付 Weekly ご参照。

⁴ 3月14日付 Weekly の Topics ご参照。

<p>of underlying inflation have been trending downward.</p> <p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Currently, the unemployment rate is elevated, and measures of underlying inflation are somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. Although the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, progress toward its objectives has been disappointingly slow.</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. 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; Kevin M. Warsh; and Janet L. Yellen.</p>	<p>have been <u>subdued</u>.</p> <p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Currently, the unemployment rate <u>remains</u> elevated, and measures of underlying inflation <u>continue to be</u> somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. <u>The recent increases in the prices of energy and other commodities are currently putting upward pressure on inflation. The Committee expects these effects to be transitory, but it will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations.</u> 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. 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) 赤字の下線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

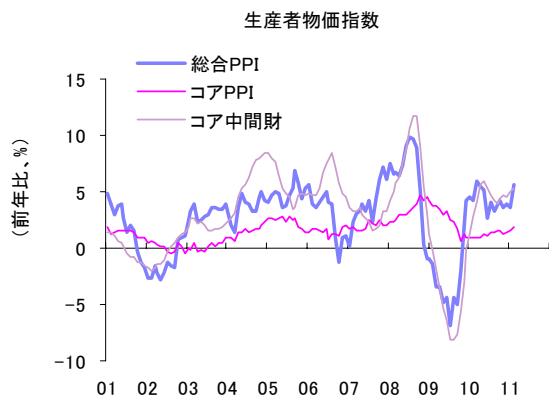
<経済指標コメント>

➤ **2月の輸入物価指数は前年比+6.9%上昇**：。2月の輸入物価指数は、石油製品等の強含みを背景に前月比+1.4%と8ヶ月連続での上昇、前年比でも+6.9%と伸びを高めた。燃料を除くベースでも同+3.6%と2008年秋以来の上昇率となっている。



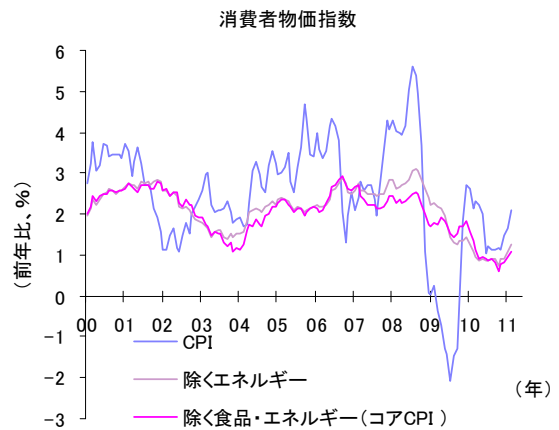
(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **2月の生産者物価指数は前年比+5.6%上昇**：2月の生産者物価指数は総合が前年比5.6%と前月の同+3.6%から大幅に伸びを高めた。コア中間財は、同5.4%上昇。コア生産者物価でも同+1.8%と、徐々に上昇圧力が高まりつつある。



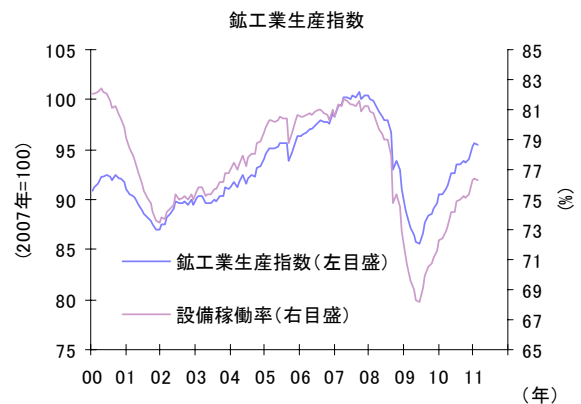
(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

➤ **2月の消費者物価指数は前年比+2.1%**：。2月の消費者物価指数は前年比+2.1%と前月の同+1.6%から大幅に上昇した。食料品価格(同+2.3%)やエネルギー価格(同+11.0%)の上昇が背景。ただし、コアベースでも、同+1.1%と4ヶ月連続で上昇率が拡大するなど、底入れ～反転が徐々に明確となってきている。



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **2月の鉱工業生産は前月比▲0.1%**：。2月の鉱工業生産は前月比▲0.1%の低下。FRBによると、2月は例年以上に温暖だったことからユーティリティ関連が大幅に落ち込んだことが影響した。設備稼働率は76.3%と前月の76.4%から小幅低下。



(資料)FRB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.