



# BTMU Focus USA Topics

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.muflg.jp](mailto:skatsufuji@us.muflg.jp)

May 20, 2009

No.118

## 順調な回復には懐疑的:4月FOMC議事録

4月28～29日の定例連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録が20日公表された。4月FOMCではFF金利誘導目標、住宅ローン担保証券・エージェンシー債・長期米国債の購入枠いずれの政策目標も現状維持が決定されていたが、議事録に見られる議事の内容も極めてシンプルで特段のサプライズはなかった。

全体的に、1-3月期の経済の悪化ペースの縮小や改善の兆しを認めつつも、その兆しの確実性や、回復後の拡大ペースについてFOMCがまだ慎重な見方をしていることが分かった。今後の成長回復に対してそれを阻害する要因が多くあるとのトーンが目立ち、順調な経済回復には懐疑的な様子が見て取れる。

### 今後も景気回復ペースは遅く、信用拡大はまだ進んでいないとの委員の認識

まず、経済環境についての参加者の議論では「実体経済の縮小のペースが減速し始めたといういくらかの一時的な証跡」が前回3月会合以降の情報から認められることに全員が合意した。しかし参加者は「今後数四半期の最終需要と経済活動の加速はゆっくりしたものになるだろうと予想した」、結果「短期的な経済見通しは3月以降適度に改善したものの、参加者は、変動が大きく改訂の可能性もある最近のデータが暫定的なものであることを強調した」。さらに参加者は「引き続き経済見通しに重大な下方リスクを見た」。また中期的な見通しについても「参加者は今後中期的な経済回復を制約する可能性がある多くの要因を考慮していた」としている。

金融市場については、前回会合以降の動向は「概ねポジティブ」であるものの、「信用条件は極めて制限的」で「参加者は家計と企業に供与された与信の額は縮小をつづけている」ことを認識している。

次に、インフレについては「殆どの参加者が今後数年にわたり抑制されたままになり、高まった失業率と低い設備稼働率のために、インフレ率が持続的成長と物価安定に整合すると判断されるレートより低いままに定着する幾らかのリスクをみた」としている。ただ

多くの参加者は、最近の消費者物価が昨年の最低水準より高いことや期待インフレ率が安定していることから「長期間のデフレーションのリスクは減少したと判断」している。

投票メンバーによる金融政策の議論では現行政策の維持（MBS 購入枠 1 兆 2500 億ドル、エージェンシー債購入枠 2000 億ドル、米国債購入枠 3000 億ドル）が全員一致で決定している。ただし、何人かの委員は「購入総額の更なる拡大が更に早い回復を促すために正当化されるかもしれない」と述べている（尚、4 月の声明文には「証券購入のタイミングと総額を、変化する経済見通しと金融市場環境に照らして評価することを継続する」という文言が新たに挿入されている）。

### FOMC 委員の経済予測は下方改訂されたが想定内：失業率は来年も下げ渋るとの予測

4 月の FOMC では参加者全員（FRB 理事と地区連銀総裁）による最新の経済予測が提出されている。予測の中心傾向（Central Tendency）は、前回予測が集計された 1 月の FOMC 時点に比較すると 2009 年の成長率（第 4 四半期の前年同期比）のマイナス幅が大幅に下方シフトして -2.0 ~ -1.3%、2010 年（同）もプラス予想幅がやや下方シフトして +2.0 ~ +3.0% となった。また失業率（各年第 4 四半期平均）も 2009 年 2010 年いずれも上方シフトして 9% 台となっている。2010 年に入っても失業率の低下ペースは極めて遅いとの予測になっている。インフレ率は 1 月予測と大きくは違わないが、2009 年のコアインフレ率は上方シフトしている（第 1 表）。

当レポートにおける筆者個人の予想の位置をこの FOMC 予測にあわせ確認しておく。FOMC 予測と同じ第 4 四半期前年同期比ベースでは、筆者の 2009 年成長率予想は -1.6% であり、FOMC 予測のほぼ中央に位置する。2010 年成長率の筆者予想は同 +2.2% と FOMC 予測の中央からやや下方に位置する。

今回の FOMC 委員の経済予測の改訂は 1 月以降の経済指標等を反映したもので、概ね想定内、市場コンセンサスとも大きく乖離しないものといっていよう。

第1表:FRB理事と地区連銀総裁による経済予測:2009年4月現在

	中心傾向 Central Tendency				レンジ Range			
	2009	2010	2011	長期	2009	2010	2011	長期
GDP成長率	-2.0 ~ -1.3	2.0 ~ 3.0	3.5 ~ 4.8	2.5 ~ 2.7	-2.5 ~ -0.5	1.5 ~ 4.0	2.3 ~ 5.0	2.4 ~ 3.0
1月予測	-1.3 ~ -0.5	2.5 ~ 3.3	3.8 ~ 5.0	2.5 ~ 2.7	-2.5 ~ 0.2	1.5 ~ 4.5	2.3 ~ 5.5	2.4 ~ 3.0
失業率	9.2 ~ 9.6	9.0 ~ 9.5	7.7 ~ 8.5	4.8 ~ 5.0	9.1 ~ 10.0	8.0 ~ 9.6	6.5 ~ 9.0	4.5 ~ 5.3
1月予測	8.5 ~ 8.8	8.0 ~ 8.3	6.7 ~ 7.5	4.8 ~ 5.0	8.0 ~ 9.2	7.0 ~ 9.2	5.5 ~ 8.0	4.5 ~ 5.5
PCEインフレ率	0.6 ~ 0.9	1.0 ~ 1.6	1.0 ~ 1.9	1.7 ~ 2.0	-0.5 ~ 1.2	0.7 ~ 2.0	0.5 ~ 2.5	1.5 ~ 2.0
1月予測	0.3 ~ 1.0	1.0 ~ 1.5	0.9 ~ 1.7	1.7 ~ 2.0	-0.5 ~ 1.5	0.7 ~ 1.8	0.2 ~ 2.1	1.5 ~ 2.0
コアPCEインフレ率	1.0 ~ 1.5	0.7 ~ 1.3	0.8 ~ 1.6		0.7 ~ 1.6	0.5 ~ 2.0	0.2 ~ 2.5	
1月予測	0.9 ~ 1.1	0.8 ~ 1.5	0.7 ~ 1.5		0.6 ~ 1.5	0.4 ~ 1.7	0.0 ~ 1.8	

注)GDP成長率とインフレ率は第4四半期の前年同期比。失業率は第4四半期中平均。  
中心傾向は全参加者の予測から最大値・最小値各3名分を除いたもの、レンジは参加者全員の予測。  
(資料)FOMC議事録より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 今後は国債購入増額の可能性がある：TALF は今後もスキーム拡大・改訂がありうる

今後の金融政策見通しについて、少なくとも今年一杯、おそらく来年半ばまで現在のゼロ金利・信用緩和政策が継続されるとの予想は不変である。



今後政策変更があるとするれば、信用市場動向と長期金利動向に照らした購入資産額、特に国債購入枠の増額だろう。10年物米国債利回りが3%を上回る水準に定着しつつあり、これにつれて住宅ローン金利の低下に底打ち感も見られる。今後米国債増発による需給懸念が続いて米国債利回りの上昇が明らかになるケースでは、国債買い入れ枠の増額もありえよう。

だが、全体的にはFRBのバランスシート拡大の余地（現在の購入枠でFRBのバランスシートは現状の2倍以上の4兆ドル以上にまで拡大可能）は現状の金融政策数値目標の範囲内でも十分ある。むしろ個別の信用資産に投資家を呼び込むため、または未だ信用緩和政策の浸透していない資産についてのスキームの調整が今後より重要になる可能性が高い。

住宅ローン以外の信用市場への支援策はまだ十分に効果が上がっているとはいいいにくい。タム物資産担保証券融資プログラム（TALF）はまだNY連銀の総枠である2000億ドルにはるかに及ばないペースの応募に留まっている。自動車ローン、クレジットカードなどの消費者ローンの流動性拡大のためのTALFスキームの改変は今後も検討される可能性がある。

また今回議事録でも一部の委員が「商業用不動産の拡大する損失が、かかる資産に特化した地域銀行や他の金融機関に重大な悪影響をもたらす可能性」述べているとおり、事業用不動産市場の悪化とそこから発生する金融機関損失が今後の経済にとっての大きなリスクになりつつある。FRBはすでに19日、6月より実施予定の商業モーゲージ担保証券（CMBS）についてのTALFにつき、当初（5月1日）は2009年1月以降発行されたものを適格としていたのを、それ以前の発行になるレガシーCMBSも適格対象とすることを公表している。

（以上）

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。