

(4) 景気の一 致 指 標 と 先 行 指 標

a . 米 国 に お け る 景 気 判 断

日本では内閣府・経済社会総合研究所（景気動向指数研究会）が、好況 後退 不況 回復 好況という景気循環の判定を行います。米国では民間研究調査機関である全米経済研究所（NBER）が、景気の好不況の日付についての判断を 1929 年以來行っています。

2 四半期連続で実質 GDP がマイナス成長になれば、景気後退という見方が常識化していますが、必ずしも NBER は実質 GDP だけの動向を見て景気判断を行っているわけではありません。実質 GDP は重視されますが、それ以外にも月次で発表される個人所得（除く移転所得）や鉱工業生産、実質売上、非農業部門雇用者数および Macroeconomic Advisers (MA)社の月次 GDP 推計が参考指標としてあげられており、「総合的」に判断すると同研究所は述べています。

重要な経済指標として、雇用と物価について前述しましたが、景気との関係を見るために多数の個別指標の分析を積み上げていくことは容易ではありません。経済指標の動きを総合的に捉え状況を把握するために考えられたのが景気総合指数です。以下では、総合景気指数のなかで、景気の動きと一致する「景気一致指数」と、景気の動きに先行性を持つ「景気先行指数」を取り上げます。

b . 景 気 一 致 指 数 と 景 気 先 行 指 数

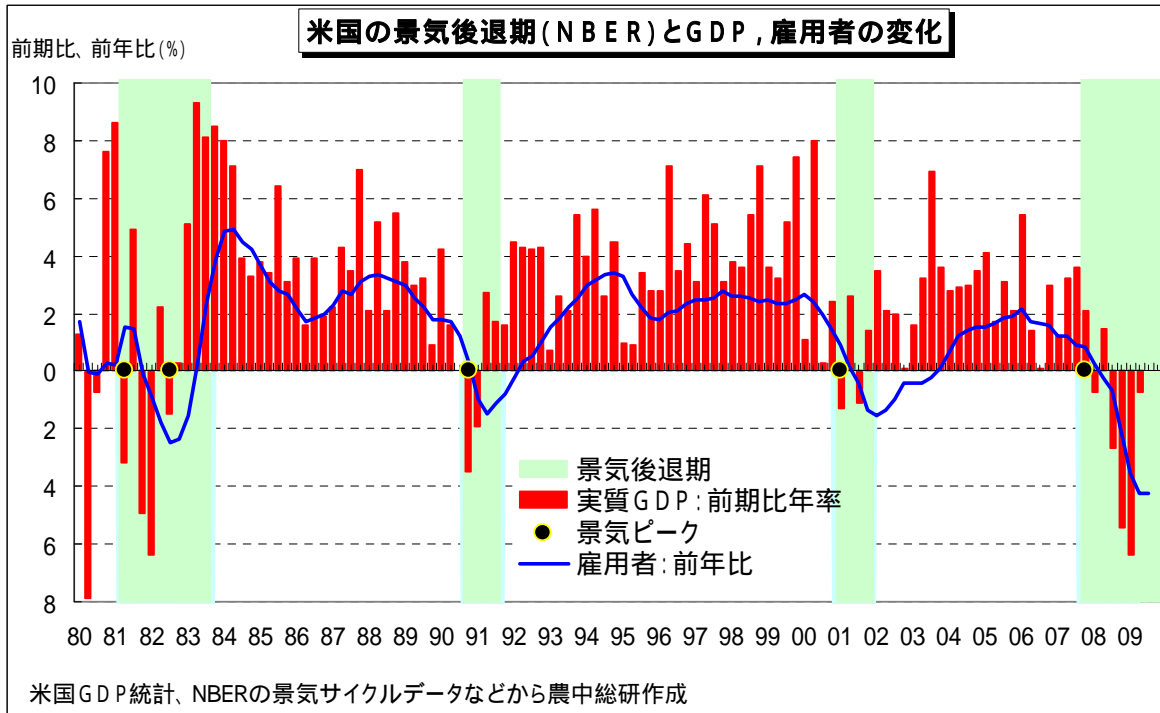
また、米国では、カンファレンスボード（Conference Board:略称は CB）が景気総合指数(Business Cycle Index : BCI)を作成しています。

景気判断の基準となるのが、「景気一致指数」の動向です。従来は金融政策の転換点と景気一致指数の構成指標の一つである雇用指標との連動性・一致性の高さが言われ、相当な景気(悪化 or 過熱)の方向性が明らかになってはじめて金融政策の転換が行われるという側面もありました。しかし、FRB による金融政策の判断がグリーンズパン前議長の時代に Forward Looking(先読み・予見)的に行われる傾向が強まってきました。

このため、景気の動向を先行的に把握し、それに対応した金融政策の方向性を考え投資判断を行っていくことが一層重要になっています。その点で、「景気先行指数」とそれを構成する指標の動向の把握は欠かせません。

先行指数の分析については、たとえば前月差を取り変化の方向を見て、先行指数がピークを打って下降しつつあるのか、等を観察することがあげられます。

また、先行指数を構成する指標においては、非国防資本財受注や消費財新規受注の受注関連指標や ISM 入荷遅延比率およびミシガン大学消費者信頼感指数が特に注目すべき指標であり、個別にも注意して見るべきでしょう。

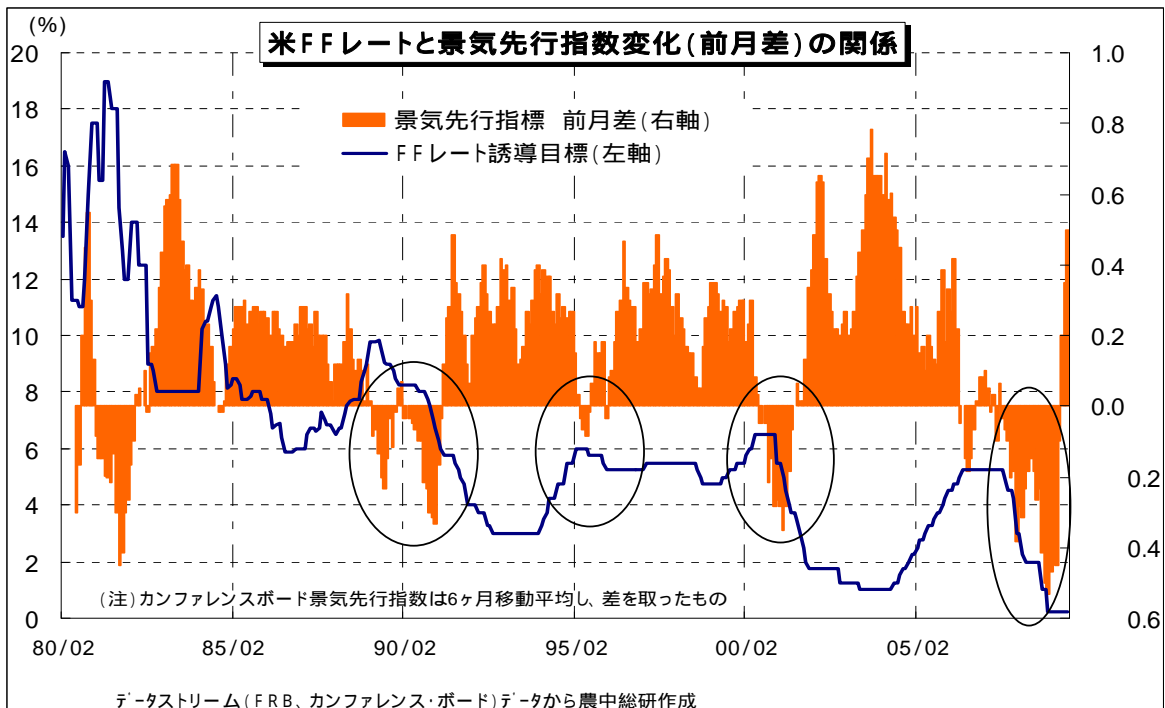


米カンファレンス・ボードの「景気一致指数」を構成する諸指標

非農業部門 雇員数	実質個人所得 (除く移転所得)	鉱工業生産 指数	企業売上高(実質: 2000年基準)
--------------	--------------------	-------------	-----------------------

米カンファレンス・ボードの「景気先行指数」を構成する諸指標

製造業 週平均労働 時間	週平均 新規失業 保険申請 件数	消費財新規 受注額	入荷遅延 比率DI	非国防 資本財 受注額 (実質)	新規住宅 着工許可 件数	S & P500 株価指数	マネー サプライ (実質M2)	長短金利 スプレッド (10年TB - FFレート)	ミシガン大 消費者 信頼感 指数
--------------------	---------------------------	--------------	--------------	---------------------------	--------------------	------------------	-----------------------	-------------------------------------	---------------------------



(5) 国際商品市況

a . CRB 先物指数

原材料などの価格動向を通じインフレないしデフレの傾向を考える上で、原油や金、コーヒー、小麦など個別の商品価格（先物などの派生商品を含む）だけでなく、商品市況全体の動向を把握することが重要であり、その動向を示す総合的な指数が作成されておりあります。

世界的に取引される国際商品の総合的な価格動向を示す指数には、「ダウ・ジョーンズ UBS 商品指数」や「ロンドン・エコノミスト誌のエコノミスト商品指数」、さらには日銀や日経新聞社の作成する国際商品指数などもあります。最も注目されるのが米国コモディティ・リサーチ・ビューロー社の「RJ CRB 先物指数」（正式には REUTERS/JEFFERIES CRB 指数、略して RJ CRB 指数という）です。CRB 指数は、米国内では「インフレ指数」とも呼ばれ、インフレ動向の参考値になっています。なお、CRB 現物価格指数（23 品目で構成、ただし石油関連は含まれず）もあります。

RJ CRB 先物指数は、穀物、家畜、鉱工業品（産業素材）、食料品、貴金属、エネルギーの 6 分野から選んだ主要商品 19 銘柄（米国の商品取引所ないしロンドン金属商品取引所に上場されている 19 品目の先物価格（右表参照））で構成されています。これら商品の市況は、単に世界の景気変動に伴う商品の需給だけでなく、為替相場や内外金利の変動、天候、経済政策、政治情勢など、世界の政治・経済情勢に敏感に反応して変動し、先物価格に基づいて日々作成されることから速報性の高いものです。

同指数は 1967 年平均を 100 として示し、コモディティ・リサーチ・ビューロー社が毎日算出し発表しています。同指数は創設された 1957 年以来、直近の 05 年改訂までこれまで 11 回の改訂が行われています。05 年は大幅な改訂が行われ、三品目が採用されました（白金が対象外となりアルミ、ニッケルとエタノール混合ガソリンが入りました）。

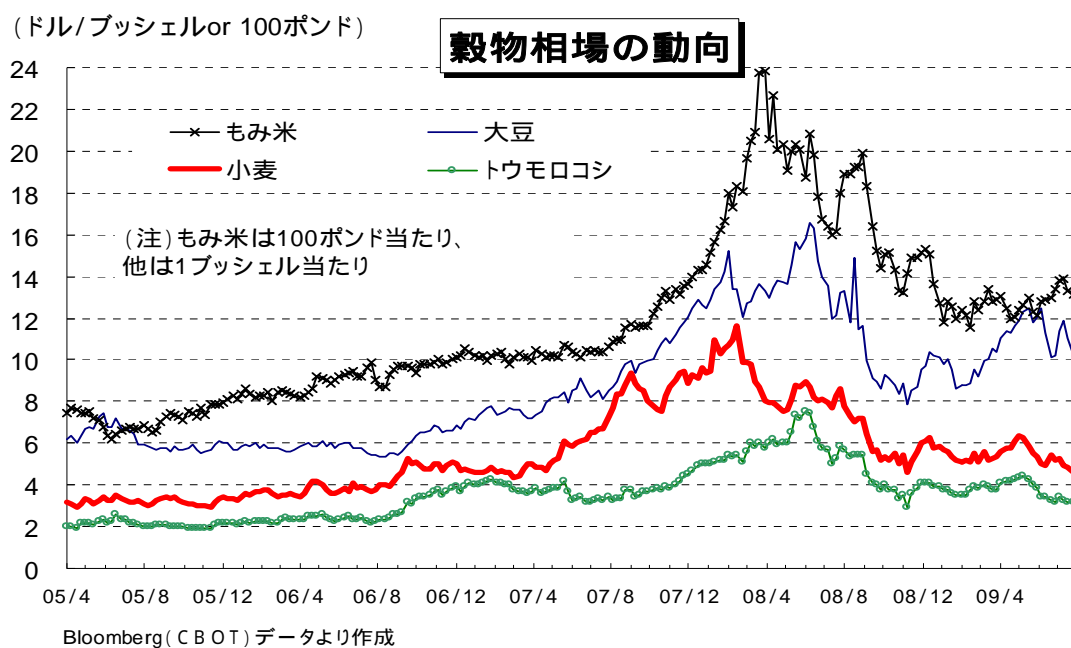
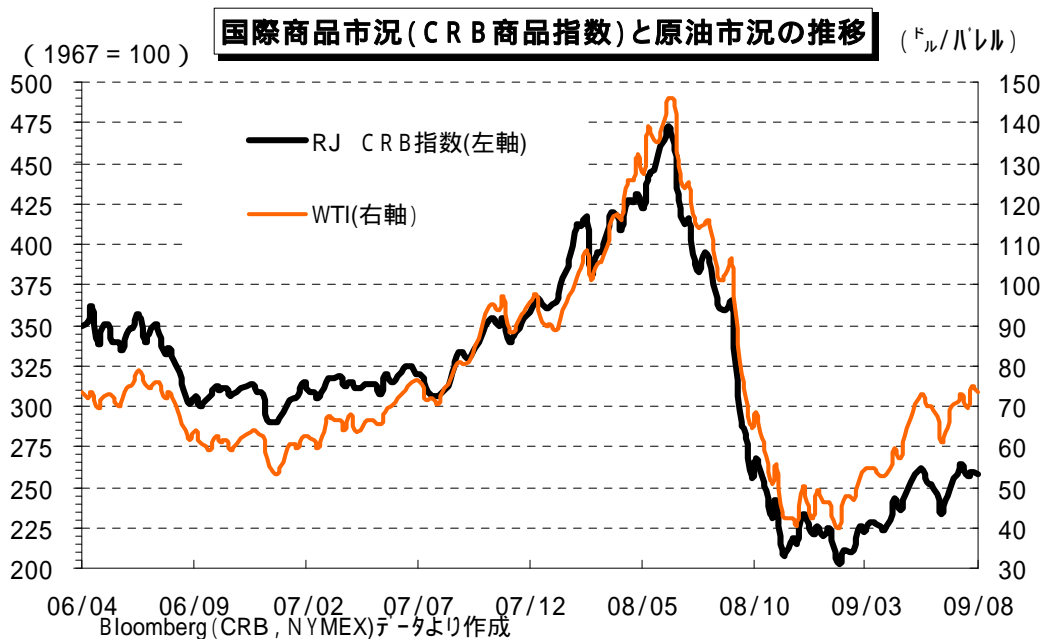
また、05 年の改訂前は採用されていた 17 品目のウエイトは無加重幾何平均により全て 5.88% でしたが、改訂後は原油先物（WTI）が 23% のウエイトを占めるとともに、それ以下、6%、5%、1% のウエイト付けされる加重平均型となりました。また、全体的にはエネルギーのウエイトが 39%（改訂前は 17.6%）に高まっています。

RJ CRB 先物指数は、02 年初めを底に上昇基調をたどりました。加重平均型の同指数はウエイトの大きなエネルギー関係が反落したため 06 年 5 月中旬に 350 レベルで一旦ピークを打った後、07 年秋口から原油の上昇が加速したのに連れて、穀物、貴金属、コーヒーなどソフト商品、工業素材などが軒並み高騰したことから、RJ CRB 指数は再び上昇し、08 年 7 月には 470 レベルに到達しました。しかし、その後、米国の景気悪化と金融危機の進行から急落し、09 年 3 月には 200 レベルまで下落しましたが、金融危機対応と景気対策への期待などから底打ちし、直近では 250～270 のレベルまで戻っています。

RJ-CRB先物指数の構成品目とウエイト

CRB先物指数	エネルギー	穀物	工業素材	家畜・肉類	貴金属	ソフト
商品	原油(23)、ヒーティングオイル(5)、天然ガス(6)、エタノール混合ガソリン(5)	小麦(1)、コーン(6)、大豆(6)	銅(6%), 綿(5)、アルミ(6)、ニッケル(1)	豚赤身(1)、生牛(6)	金(6)、銀(1)	ココア・コーヒー・砂糖(各5)、オレンジジュース(1)
ウエイト	39	13	18	7	7	16

中段:商品欄の()内は各商品の個別ウエイトを示す。



b . WTI 原油先物

原油価格の代表的な指標には、米国産の WTI のほか、欧州産の北海ブレント（ICE ブレント）、中東産でドバイ（中重質油）などがあり、実際の産油量とは別に世界の 3 大原油指標とされています。なかでも米国産 WTI は、市場の取引量と参加者が圧倒的に多く市場の流動性や透明性が高いため、世界の原油の指標価格となっています。WTI の価格が欧州産の北海ブレントや中東産原油をはじめ、他の原油指標に影響を与えています。なお、日本などアジア諸国の輸入原油価格は中東産原油の買い付けが多く、特に日本は約 9 割を中東に依存していることから、ドバイ原油価格に連動したものとなっており、東京ではドバイ・オマーン原油が東京工業品取引所で、円建てで取引されています。

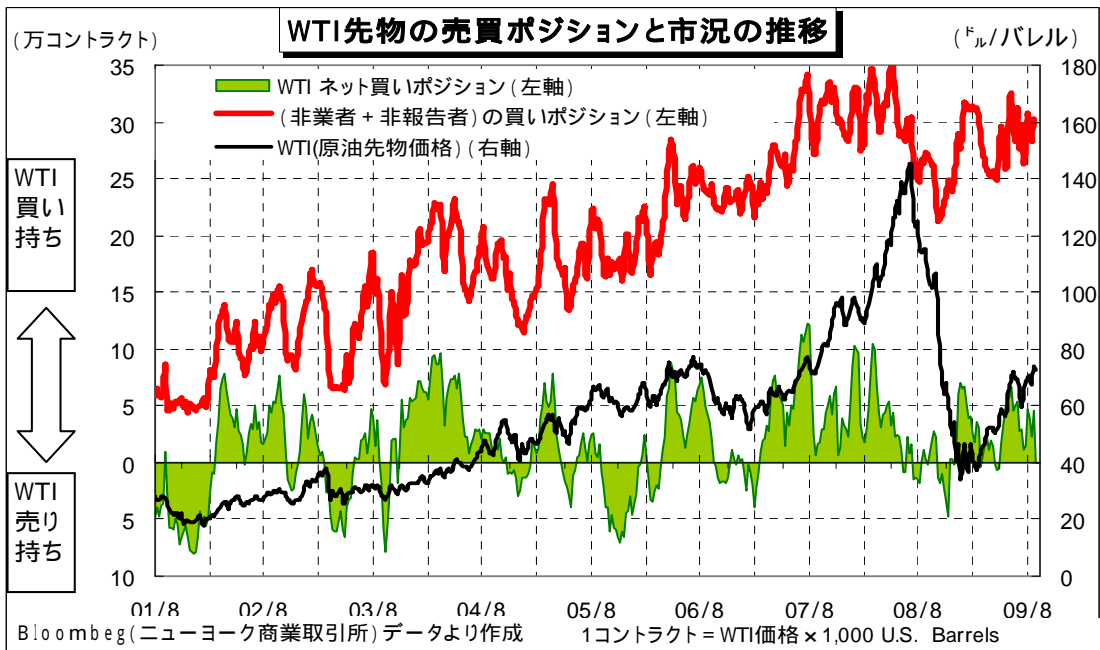
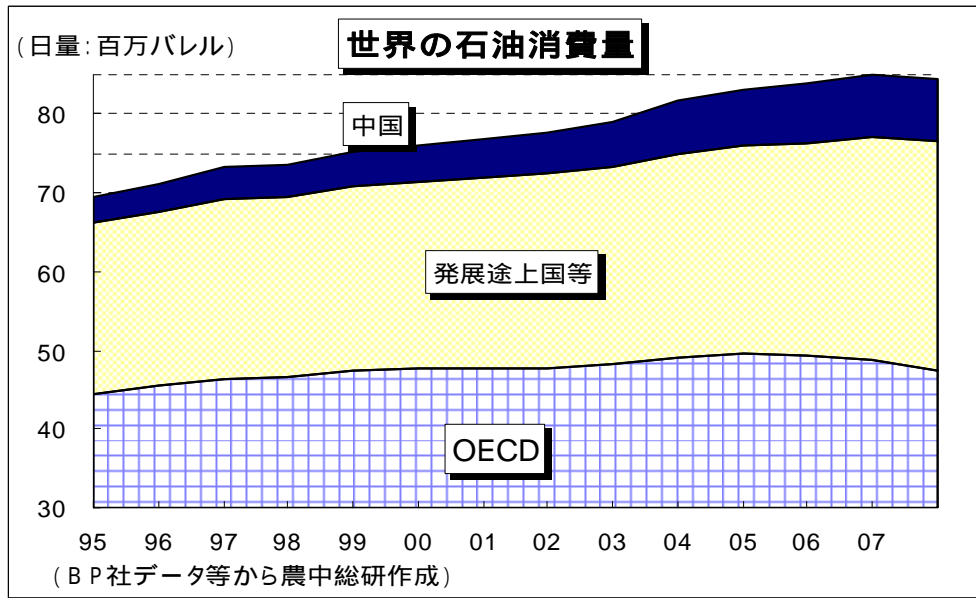
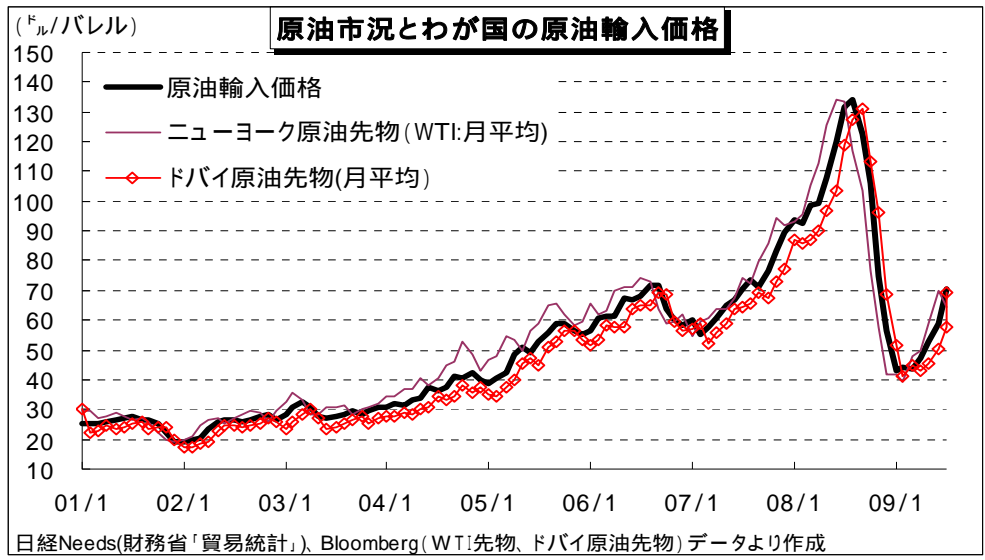
WTI はウエスト・テキサス・インターミディエートの略であり、テキサス州西部とニューメキシコ州南東部で産出される原油は、含有硫黄分が少なく、かつ超軽質という特徴があります。軽質というのはガソリンや軽油が多く採れる油種のことであり、需要の中心がガソリンであることから、WTI は良質の原油として知られています。ただし、産油量は日量 1 百万バレル程度にすぎません。

WTI の先物取引は、1983 年 5 月に米ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）に初めて上場されました。WTI は期近（実際に取引されている限月のなかで受渡期日が最も近い限月、ほとんどが翌月渡し）の取引量が最も多く、市況も通常は期近を指します。

近年の原油価格高騰の背景には、中国やインドなどでの新興国の需要増加の継続、世界の原油供給基地である中東地域と周辺地域における紛争・テロなどの地政学的リスクの高まりと OPEC 諸国の供給抑制姿勢、商品ファンドやヘッジファンドなどからの先物市場への資金流入などがあげられます。WTI は 08 年年明け早々に一時 1 バレル（= 159 リットル）100 ドル台に乗った後、7 月には同 145 ドルをつけましたが、金融危機による資金引上げと石油需要の減少などにより、09 年 1 月には 30 ドル台前半まで急落しました。このような乱高下後、7 月末からは同 70 ドル前後で推移しています。

WTI は取引参加者のうち、石油トレーダーや石油会社などの石油関係者（業者）よりも、金融機関や投資ファンド、富裕な個人投資家などの非業者の投機筋の動向が相場に大きな影響を与えています。つまり原油価格の上昇に敏感に反応して投機筋の資金が市場に流れ込むため、需給バランスの実態以上に価格が引き上げられ、一段の値上りを見込んで、さらに投機資金が流入するという構造になっていると言われています。

一般に原油・エネルギー価格の上昇は、企業部門でのコストを増加させ、企業収益の減少や設備投資・新規雇用の抑制などに影響します。さらに家計部門での実質可処分所得が減少し、個人消費の低迷にもつながるなど、経済活動全般の低迷を招くという悪影響が考えられます。このような観点から原油価格の動向が注目され、内外経済に与える影響には注意する必要があります。



(6) 金融政策決定の枠組み

a. FRB の仕組み

日本で FRB と呼ばれる米国の中央銀行組織の正式名称は Board of Governors of the Federal Reserve System (連邦準備制度理事会)。ワシントンに所在しており、FRS (連邦準備制度) ないし Fed が米国における略称ですが、以下では日本における通称に従い FRB とします。米国を 12 地区に分割して各々の地区に Reserve Bank (地区連銀) を配置し、これらの連銀を FRB (連邦準備制度理事会) が統括する仕組みとなっています。FRB 理事会は、大統領が指名し上院が承認した定員 7 名の理事(任期 14 年)によって構成されています。議長及び副議長の任期は 4 年であり再任が可能です。

FRB の役割は、大まかに次の四点にまとめられます。まず連邦準備法に明記されている「雇用増加、物価安定、長期金利安定実現」のため、金融政策を遂行すること。安全かつ健全な銀行・金融システムを維持し、信用供与を受ける主体の権利を守るために、銀行システムの監督・規制を行うこと。金融システムの安定性を維持し、金融市場に内在するシステムリスクを抑制すること。預金取扱金融機関、米国政府、外国政府機関に対し、決済機能や通貨発行等金融サービスを提供すること。また、FRB 議長は年 2 回(2 月、7 月)に議会に対し金融政策運営の証言を行います。もともとはハンフリー・ホーキンス法に基づくものでしたが、同法が 2000 年に失効した後も継続して行われています。また、このほかにも議会の求めに応じ議会証言が行われています。

b. 政策金利～フェデラル・ファンド金利の誘導目標を決定～

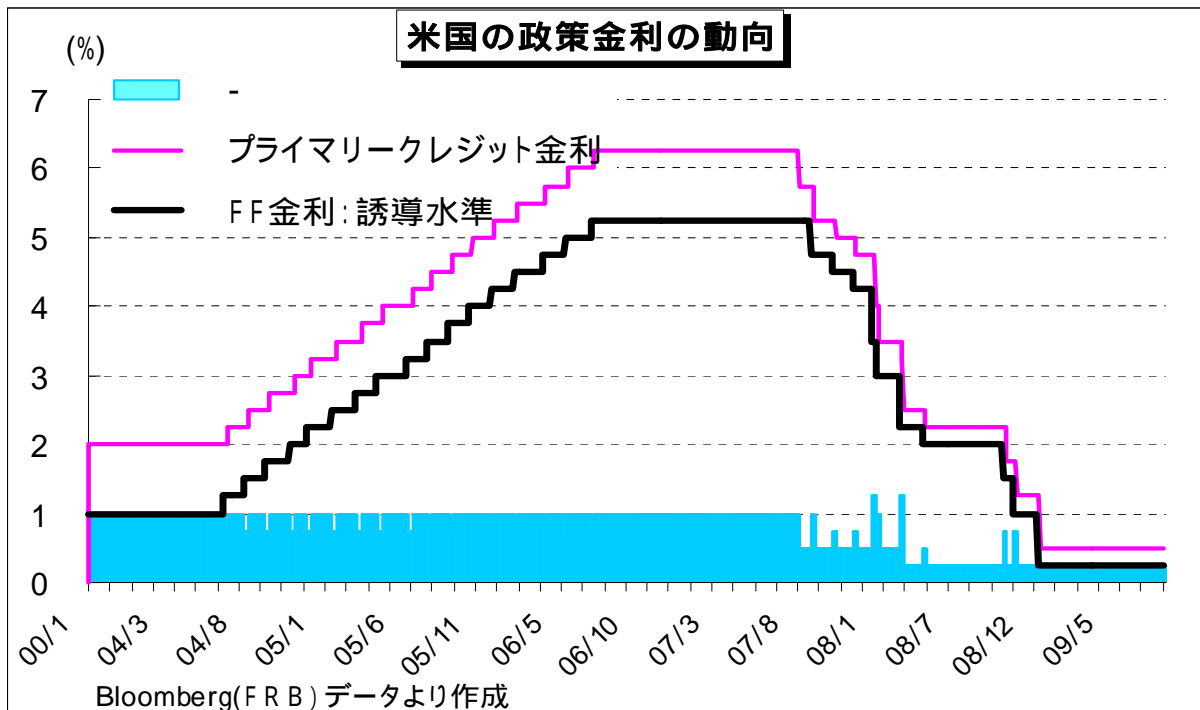
FRB が金融政策の行使において用いる政策金利はフェデラル・ファンド(以下 FF と表記)金利です。後述の連邦公開市場委員会において決定、94 年 2 月以降は即日その誘導目標を公表し、それに沿った市場調節をニューヨーク連銀が委託を受けて行います。

金融機関は預金量に応じた一定比率の支払準備預金(準備預金所要額)を無利息で保有することが法律によって定められており、これがフェデラル・ファンドです。二週間ごとの積立期間において、準備預金の平均残高が所要額に達するような資金繰りの調整が必要となりますが、所要額に対して準備預金平残が不足している金融機関は、資金を調達して、所要額を達成しなければなりません。一方フェデラル・ファンドには利子がつかず、資金余剰の金融機関は、超過準備(所要額を上回る準備預金)を預けてもメリットがないことから、余裕資金を FF 市場で運用します。この資金尻の調達・運用の取引の際に付く金利が FF 金利です。なお、基準貸付金利(公定歩合)は連銀が民間銀行などに資金を貸し出す際に適用する金利で三種類あります。そのうち適格担保を連銀に差し入れて資金借入を行う「プライマリー・クレジット」の適用金利は従来 FF レート誘導水準プラス 1.00% の水準でしたが、サブプライム問題対応の一つとして 07 年 8 月に 0.5% 引き下げられた後、08 年 3 月 17 日以降、スプレッドは 0.25% になっています。

日米の政策金利決定機関等の比較

項目	米 国		日 本	
政策金利決定機関	連邦公開市場委員会 (FOMC)		日銀政策決定会合	
メンバー	議長	B. S. Bernanke, F R B 議長 再任発表済み	白川 方明	日本銀行総裁 (元日銀理事)
	副議長	William C. Dudley, New York 連銀総裁、GS に在籍	西村 清彦	日本銀行副総裁 (元東大教授)
(09年9月1日現在)	Donald L. Kohn	F R B 副議長	山口 廣秀	日本銀行副総裁 (元日銀理事)
	Daniel K. Tarullo	F R B 理事	須田 美矢子	審議委員 (元学習院大教授)
	Kevin M. Warsh	F R B 理事	水野 温氏	審議委員 (元外資系証券エコノミスト)
	Elizabeth A. Duke	F R B 理事	野田 忠男	審議委員 (元みずほ F G 副社長)
	Charles L. Evans	Chicago 連銀総裁	中村 清次	審議委員 (元商船三井元副社長)
	Jeffrey M. Lacker	Richmond 連銀総裁	亀崎 英敏	審議委員 (元三菱商事副社長)
	Dennis P. Lockhart	Atlanta 連銀総裁	(空席)	審議委員
	Janet L. Yellen	San Francisco 連銀総裁		
根拠法の金融政策運営理念・目標	連邦準備法セクション 2 A : 「雇用の極大化と物価安定、および長期金利の変動抑制」を目標とする		日銀法 2 条 : 通貨及び金融の調節を行うに当たっては、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資す」ことを目標とする	
F O M C メンバー	F O M C 投票メンバー (定員) は、F R B の理事 (定員 7 名 (現在 5 名)。任期 14 年で前任者の残余任期を引き継いだ場合以外は再任不可) と常任のニューヨーク連銀総裁および他地区連銀 (11 連銀) 総裁から 1 年輪番制 (1 月から 1 年) で 4 人の計 12 人。他の地区連銀総裁も投票権はないが、F O M C に出席。		審議委員は、経済又は金融に関して高い識見を有する者等の中から、両議院の同意を得て、内閣が任命することとされる (任期 5 年)。日本銀行の常勤の役員として、総裁、副総裁 (2 名) とともに政策委員会を構成。08 年 4 月 9 日に 3 度目の人事案の両院の同意により白川総裁が就任したが、副総裁と審議委員 1 名が定員に対し空席となっている。	
政策金利	フェデラル・ファンド・レート		無担保コール・レート (オーバーナイト物)	
年間開催回数	年 8 回 (年初と年央などは会合 2 日) のほか、不定期の特別会合がある。また、議長は緊急会合を召集出来る		日銀法施行令で「月に 2 回、相当な間隔を置いて召集」と規定。年末年始と 5 月は開催されない。年 15 ~ 16 回開催。	

(F R B , 日銀の資料等より作成 09 年 9 月 1 日現在)



c. 金融政策決定の場～連邦公開市場委員会（FOMC）～

経済成長と物価安定の両立を実現するために、その時々的情勢を的確に捉え、適正な金利水準（FF レート誘導水準と公定歩合）を定める会合が、FOMC（The Federal Open Market Committee：連邦公開市場委員会）です。FOMC には FRB 理事に加え、地区連銀総裁 12 名が参加し、FRB 議長が FOMC の議長、ニューヨーク連銀総裁が同副議長となります。ニューヨーク連銀以外の 11 地区連銀総裁は 4 つのグループに分かれ（1 グループに 2 ないしは 3 連銀）、各グループの中で毎年一人の総裁が投票権を持っています。

FOMC は 1981 年以降、年 8 回（5～8 週間の間隔が置かれる。平均して約 1 ヶ月半に 1 回の計算）開催されますが、同時多発テロやサブプライム・ローン問題、金融危機の対応のため、緊急 FOMC が開催されました。

FRB は FOMC 終了直後に Statement（声明）を公表しますが、これは議決事項とその根拠を簡潔に記したものです。声明に記載される内容は概ね FF レート誘導水準、その水準を決定するに至った景気・物価情勢判断、今後の金融政策遂行にあたっての留意点、公定歩合の水準、投票者（理事と投票権を持つ連銀総裁）の氏名となっています。

また、FOMC 開催日の通常 3 週間後の午後 2 時に詳しい議事録（Minutes）が公表されますが、声明の内容よりもかなり詳細な景気・物価情勢分析、参加者の議論の中身、決定内容の判断根拠が盛り込まれています。また、FOMC の 2 週間前に各連銀の所管地域の情勢報告がまとめられ、FRB から発表されます。その表紙の色にちなんで、「ページ・ブック」と呼ばれます。

金融市場参加者やエコノミストは、FOMC の声明や議事録を注視すると同時に、先々の FOMC で FRB が FF レート誘導水準をどう決定するかについての予測をたてています。このように FOMC が注目されている理由は、FF レート誘導水準が各種預金・ローンなど多くの金融商品の金利水準、企業経営や家計運営、米国全体の経済動向や株価、長期金利、さらにはわが国も含めた世界の経済金融にも影響を及ぼすからです。

金融市場参加者は、先々の予測に基づいて、金利のヘッジや収益機会として、「FF 金利先物」（シカゴ商品取引所に上場。FF 金利の月中平均金利を月末に決済）を取引しています。FF 金利先物は先行き 12 月先まで各月ごとに上場されていますが、活発に取引されているのは期近 3 ヶ月物程度までです。経済指標の発表や FRB 議長など連銀関係要人の発言・講演の内容によって先物価格（利回り = 100 - 先物価格）は変動し、そこから市場関係者が FF レートの先行きをどのように予想しているかが分かります。

フェデラル・ファンド金利の誘導水準が 08 年 12 月に 0～0.25% に引き下げられましたが、金融危機が最悪期を脱し、米国経済が底入れしたことを受けて、FF 先物利回りは 10 後半春先以降の利上げ予想を織り込む形となっています。

地区連銀一覧とFOMC投票権

地区番号	都市	管轄地域	FOMC投票権
2	ニューヨーク	ニューヨーク、北部ニュージャージー、コネチカットの1郡	常任(FOMC副議長)
4	クリーブランド	オハイオ、西部ウエストペンシルバニア、東部ケンタッキー、ウエストバージニア北部突出部	隔年交代
7	シカゴ	アイオワ、北部イリノイ、北部インディアナ、ミシガン・ロウアー半島部、南部ウイスコンシン	
1	ボストン	マサチューセッツ、コネチカット(1郡を除く)ニューハンプシャー、バーモント、メイン、ロードアイランド	3年で一巡
3	フィラデルフィア	東部ペンシルベニア、南部ニュージャージー、デラウェア	
5	リッチモンド	バージニア、メリーランド、ノースカロライナ、サウスカロライナ、ウエストバージニアの大部分	3年で一巡
6	アトランタ	アラバマ、ジョージア、フロリダ、南部ルイジアナ、東部テネシー、南部ミシシッピー	
11	ダラス	テキサス、北部ルイジアナ、南部ニューメキシコ	3年で一巡
8	セントルイス	アーカンソー、東部ミズーリ、北部ミシシッピー、西部テネシー、西部ケンタッキー、南部インディアナ、南部イリノイ	
9	ミネアポリス	ミネソタ、モンタナ、ノースダコタ、サウスダコタ、北西ウイスコンシン、ミシガン州アッパー半島部	3年で一巡
10	カンザスシティ	コロラド、カンザス、ネブラスカ、オクラホマ、ワイオミング、北部ニューメキシコ、西部ミズーリ	
12	サンフランシスコ	アラスカ、アリゾナ、カリフォルニア、ハワイ、アイダホ、ネバダ、オレゴン、ワシントン、ほか	

資料: The Federal Reserve Board資料から農中総研作成

