



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)

Shiro Katsufuji 勝藤 史郎

Senior Vice President & Chief Economist

+1(212)782-5701, skatsufuji@us.mufg.jp

September 17, 2010

<FOCUS>

また住宅が足を引っ張る：物価動向

- 総合消費者物価指数（CPI）は3ヶ月連続で1%強の低い伸びにとどまっている。また、総合指数から食品とエネルギーを除いたコアCPIの前年比の伸びは8月時点で5ヶ月連続で1%を下回っている。
- 家賃は今年に入りようやく下げ止まりの兆しがみられたが、8月には住居家賃は前月比-0.1%の低下、持ち家帰属家賃は横ばいと、再び頭打ちになってきている。家賃の伸びが底入れすることで、コア消費者物価指数の伸びが反転する可能性を当レポートでも見てきた。しかし、この家賃の動きはデフレ圧力は当初想定よりも強いことを示唆している。
- もとより住宅販売は今後数ヶ月をかけてインセンティブ制度導入以前の水準に回復すると見ている。しかし、販売が回復しても在庫期間の短縮には時間がかかる。住宅販売は在庫期間に遅行して上昇するから、現在前年比プラスの伸びにまでいったん回復した住宅価格は再び軟化する可能性が高い。このため、一時上昇に転じた住宅家賃が再び下落に転じる可能性が高い。
- 失業率に対する物価の反応は鈍い。いまのところ失業率のピークは2009年10月の10.1%である。つまりすでに失業率がピークアウトしてから10ヶ月か経過している。前回のリセッション後2003年6月に失業率がピークをつけてから、コア消費者インフレが同年12月に上昇に転じるまでにはわずか6ヶ月だった。ところが今回は失業率がピークをつけて10ヶ月たってもコア消費者インフレは上昇に転じていない。

<トピック1> 円売り介入と為替相場

日本の財務省は日本時間の15日、ドル買い円売りの為替介入に踏み切った。前日14日のNY市場でドル円が一時1ドル=83円を割り込んだことをきっかけに介入に踏み切った模様だ。

<トピック2> 9月FOMC展望

9月21日に開催されるFRB連邦公開市場委員会（FOMC）では、現状の金融政策が維持されると予想する。

<経済・金融の動向：9月13日～9月17日現在> 8月の高値更新すれば上昇トレンド形成

<経済指標コメント>小売売上高（8月）は前月比+0.4%（前月同+0.3%）、除く自動車・同部品同+0.6%（前月同+0.1%）、他。

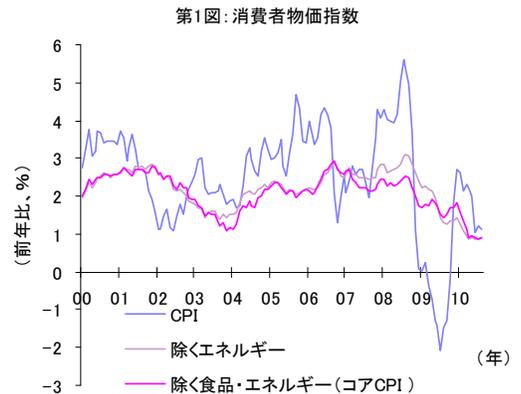
<FOCUS> また住宅が足を引っ張る：物価動向

米国の消費者インフレ率の推移は、当レポートが予想してきたインフレ率やや下回っている。4月23日付当レポート「心配しすぎは不要：本格デフレの可能性」ではコアインフレ率が年後半に1%を越える水準に回復するとの見方を示した。しかし、予想以上にディスインフレ圧力は強い。

コアインフレ率は5ヶ月連続で1%を下回っている

総合消費者物価指数（CPI）は3ヶ月連続で1%強の低い伸びにとどまっている。また、総合指数から食品とエネルギーを除いたコアCPIの前年比の伸びは8月時点で5ヶ月連続で1%を下回っている。安定した物価に整合するインフレ率はおおむね1.5~2%、もしくは1%~2%とされていることから、この低インフレ率は適正なインフレ率の下限、もしくはそれを下回る水準で推移していることになる。

総合CPIはコアCPIに比較すればまだ高めの伸びを保ってきたが、これは主にエネルギー価格の変動によるものである。総合CPIからエネルギーを除いた物価指数の推移はおおむね、食品・エネルギーを除く消費者物価指数（コアCPI）と同じ動きをしている（第1図）。



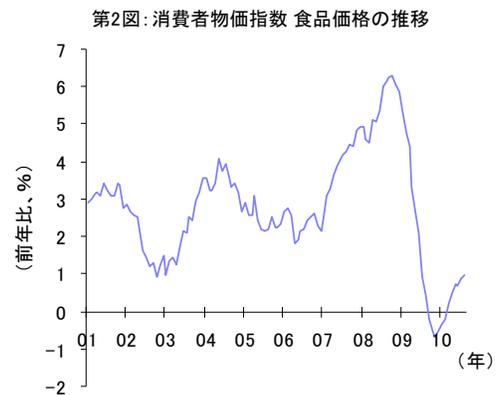
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

原油価格は安定推移、食品価格はようやく底入れ

これに加え、最近では原油価格の安定がめだっている。原油先物価格は過去1年間おおむね70-80ドル/バレル台で安定推移している。例年見られる春のドライブシーズンのガソリン価格上昇は今年あまりみられなかった。またハリケーンなどによる原油価格の一時的な上昇も今のところない。そのため、8月時点では総合CPIの伸び率がコアCPIの伸び率とほぼ同じところに収斂してきている。

仮にエネルギー価格が今後も安定的に推移するとすると、総合CPIの変動に与える影響は今後も限定的になるだろう。つまり最近の物価指数は総合CPI、コアCPIともに物価全体の趨勢の実態を表しているといっている。

また食品価格の低下も過去2年にわたり著しい。食品は、2007~8年のいわゆる世界食料危機の時期に高騰したのちに下落し、一時前年比でマイナスの伸びに



(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

なった。今年に入りやや持ち直しているが、それでも前年比1%程度の伸びにとどまっている（第2図）。

通常変動は激しいとされる食品、エネルギーの価格が過去1年間比較的安定、ないし低下しているから、総合CPIの低下も必ずしもこうした変動の大きな品目の一時的影響を受けているのではなく、インフレ率の低下はすくなくともひとつの趨勢だといっている。

当初当レポートでは、コアCPIの前年比の伸びが一時的に1%を割り込んでも、年後半には再び1%を越えてくるとみてきたが、今のところその兆しはない。計算上は、今後数ヶ月にわたりコア消費者物価が前月比で+0.1%以上の伸びを継続してしめせば、前年比では再び1%を越えてくる計算になる。ところが、コア消費者物価指数は過去6ヶ月のうち3ヶ月でしか前月比で上昇していない（季節調整済み）。のこりの3ヶ月は前月比横ばいにとどまっている。コアインフレ率が横ばいで推移することがもはや珍しくなくなっている。

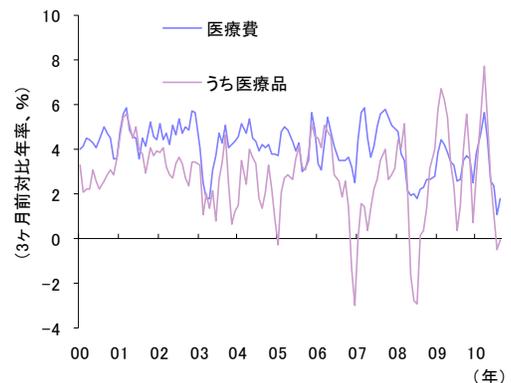
家賃の伸びは再び鈍化した

コアCPIを構成する費目のなかで、最近の低下が目立つのが医療関連と家賃である。医療費は米国医療制度の問題から、構造的に上昇する特徴をもち、消費者物価を常に押し上げる要因になってきた。しかし、ごく短期的には、医療費の伸びは低下している。特に医薬品などの医療物品の価格の伸び低下が目立っている（第3図）。

また、住居費関連の費目は、住宅バブル崩壊以降継続的に伸びを低下させてきた項目である。特にここ何年かは、消費者物価指数にしめる構成比の高い家賃（住居家賃、持ち家帰属家賃）の伸び低下が、消費者物価指数を押し下げる要因になってきた。

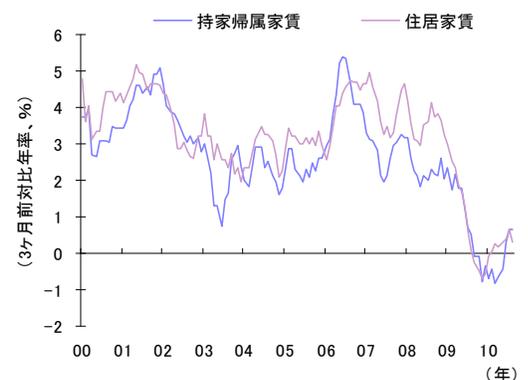
家賃は今年に入りようやく下げ止まりの兆しがみられたが、8月には住居家賃は前月比-0.1%の低下、持ち家帰属家賃は横ばいと、再び頭打ちになってきている。家賃の伸びが底入れすることで、コア消費者物価指数の伸びが反転する可能性を当レポートでも見てきた。しかし、この家賃の動きはデフレ圧力は当初想定よりも強いことを示唆している（第4図）。

第3図：消費者物価：医療費の推移



(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

第4図：持ち家帰属家賃の推移



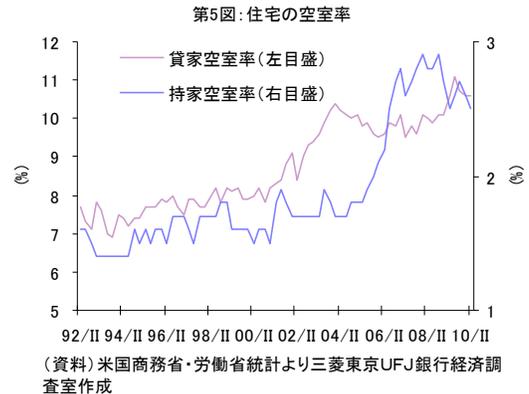
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

空室率の悪化はとまったが、販売反落で住宅価格が再び下落する可能性が高い：デフレ圧力再燃の恐れ

住居家賃を決定する要因のひとつに、住居の空室率がある。持ち家の空室率、貸家の空室率はいずれも上昇がすでにピークアウトしているように見える。特に持ち家の空室率は2008年ころにすでにピークアウトがはっきりしている。貸家空室率のほうは頭打ちの状況が今のところあまりはっきりしない（第5図）。いずれにしても空室状況はこれからさらに悪化すること

はないということはいえそうだ。したがって、空室の状況からは、家賃が今後ゆるやかではあるが上昇に転じるという見方は維持できそうだ。

しかし一方で、住宅価格の再下落が家賃押し下げ圧力になる可能性には留意しておきたい。住宅購入インセンティブ制度終了後、住宅販売は急減して、住宅販売の在庫期間は金融危機以前の水準にまで悪化した。もとより住宅販売は今後数ヶ月をかけてインセンティブ制度導入以前の水準に回復すると見ている。しかし、販売が回復しても在庫期間の短縮には時間がかかる。住宅販売は在庫期間に遅行して上昇するから、現在前年比プラスの伸びにまでいったん回復した住宅価格は再び軟化する可能性が高い¹。このため、一時上昇に転じた住宅家賃が再び下落に転じる可能性が高い。家賃は再び消費者物価指数を抑制する要因になる可能性がある。

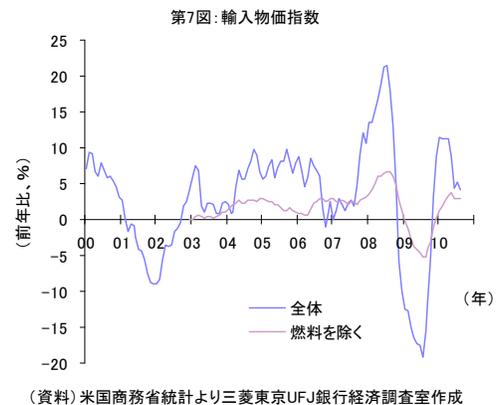
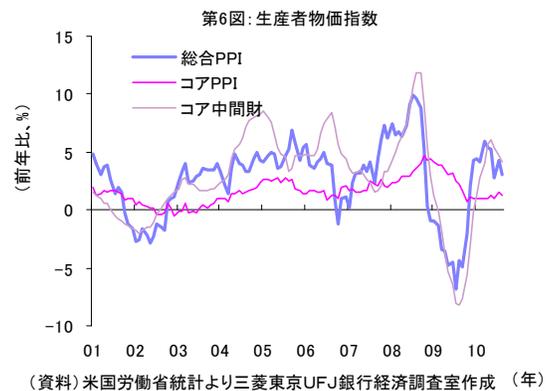


先行する中間財・輸入物価は低位で方向感なし

4月の当レポートでは、先行指標としての生産者物価指数と輸入物価が上昇に転じても、失業率が低下に転じなければコア消費者インフレ率は上昇に転じないことを見た。

まず、生産者物価と輸入物価の動向を見てみよう。コア生産者物価指数の前年比の伸びは、今年の2月、3月に1%を下回っていたが、その後1%台に回復している。これは、今後コア消費者物価指数の前年比の伸びが1%以上に回復する可能性を示す材料だ。しかし、さらに上流に位置するコア中間財物価指数の伸びは3月をピークに低下に転じてきている（第6図）。

燃料を除く輸入物価指数の前年比の伸びは、ここ数ヶ月おおむね抑制された水準で横ばいの伸びである。コア生産者物価、輸入物価はいずれも、今後大きなデフレをもたらす兆候はみせていない。ただその動きは、今後1年ほどはコア消費者物価指数が1%前後の低位にとどまることを示唆している（第7図）。



¹ 8月27日付当レポート「注目ポイントとして再浮上中：住宅販売急減」参照。

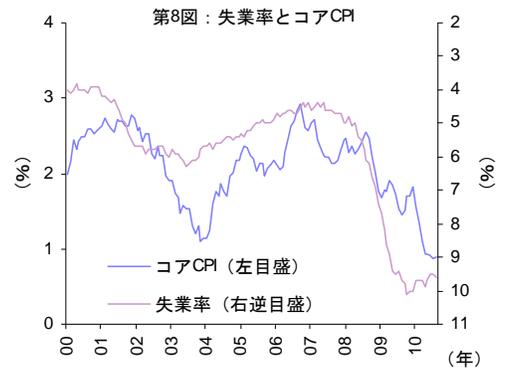
失業率ピークアウトに対する物価・賃金の反応が遅い

失業率に対する物価の反応は鈍い。いまのところ失業率のピークは2009年10月の10.1%である。つまりすでに失業率がピークアウトしてから10ヶ月が経過している。前回のリセッション後2003年6月に失業率がピークをつけてから、コア消費者インフレが同年12月に上昇に転じるまでにはわずか6ヶ月だった。ところが今回は失業率がピークをつけて10ヶ月たってもコア消費者インフレは上昇に転じていない(第8図)。

時間当たり賃金の動きも同様だ。2003年6月の失業率ピークから2004年2月に時間当たり賃金の伸び率が上昇に転じるまで8ヶ月だった。今回は失業率ピーク後10ヶ月たっても時間当たり賃金の伸び率は反転の様子を見せていない(第9図)。

住宅・賃金が、デフレ圧力長期化の要因になりそう

今回のデフレ圧力は、2001年のリセッション後のそれよりも明らかに強く、長くなりそうだ。その大きな違いは、今回のデフレ圧力長期化の要因は、住宅と賃金にありそうだと言える。住宅価格が今後再び低下に転じること、また時間当たり賃金の上昇率が低下を続ける間は、デフレ圧力が続きそうだ。コア消費者インフレ率が安定的に1%を上回って上昇に転じる時期はこれまでの想定よりも最低約半年は後倒しになる可能性が高くなってきた。



(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



(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

(<FOCUS>)

<トピック 1> 円売り介入と為替相場

日本の財務省は日本時間の 15 日、ドル買い円売りの為替介入に踏み切った。前日 14 日の NY 市場でドル円が一時 1 ドル=83 円を割り込んだことをきっかけに介入に踏み切った模様だ。ドル円はそれまでの 83 円レベルから東京時間に一気に 85 円台にまで急伸、NY 時間には 85 円台後半にまで上昇した。その後 17 日まで、おおむね 85 円台後半で推移している。

今回の介入は当レポートおよび市場の大方の思惑に反するサプライズだった。14 日の民主党代表選挙で勝利した菅首相は対抗馬の小沢氏よりも為替介入に消極的とみられていたこと、また景気回復途上の世界経済の中、単独の円売り介入について他国の理解が得にくいと考えられることから、当面介入はないとの見方が支配的だった。そのため、当初の効果はてきめんだった。ドル円は一気に 2 円以上も上昇した。

日本政府高官発言によれば、政府は 82 円台を死守することがひとつの目処のようだ(仙谷官房長官)。今後 83 円割れはひとつの介入警戒ポイントとして機能するだろう。

単独介入自体がドル円を大きく上昇させる効果は薄いといえる。直近の財務省の単独円売り買い介入が大規模に行われたのは 2003 年である。2003 年には 1 ドル=120 円を割り込んだレベルで、年を通じて断続的な介入が実施された。介入の間、2003 年前半にはドル円は 115 円—120 円のレンジで推移した。しかし同年 9 月にはドバイ G7 会合が「柔軟な為替が望ましい」との声明を発表したことがきっかけで、ドル円は急落 105 円を割り込むところまで下げている。

今回の介入は当初のサプライズ効果は大きかったものの、今後介入が継続されたとしてもそれだけでドル円を上昇トレンドに転換させるのは難しいとみる。1 ドル 80 円前半の過度な円高進行を回避させるのが今回の介入の意図の模様だ。ターゲットを定めた一定水準への円安への誘導のための介入は、米国などの他国から為替操作とみなされる恐れもある。

日本政府の防衛ラインが 82 円だとすると、2003 年の経験則からは、一時的なオーバーシュートも考慮すれば他の条件が不変であれば今後ドル円は 80-85 円のレンジで推移すると見るのがひとつの考え方である。



しかし、介入の有無にかかわらず、当レポートではドル円がいずれ底入れして上昇すると見てきた。今回の介入は結果的に、日米の景況感差が中期的にドル円を底入れさせるという当レポートのシナリオに対する下方リスクを大きく軽減する。

現状の円高は、ひとつには5月以降急激に広がった米国景気減速懸念によるドル安、また一部には依然円を逃避通貨と見る向きが円買いを連想している結果だと考えている。さらに今週は、欧州財政危機懸念の緩和でユーロ売りドル買いの巻き戻しが起きていること、日本の民主党代表選挙で勝利した菅首相が介入に消極的だという観測がドル安円高を加速させた。

しかし、欧州の問題を除いてこうしたドル売り円買い要因はそろそろ出尽くしているとする。米国景気減速懸念は、あくまでそれまでの過大な楽観論からの調整に過ぎず、すでにその調整は終わっている。米国の長期金利も底打ちの兆しがある。今後緩やかながら米国の景気回復継続が見えてくれば、短期的なボラティリティ上昇を別にすればこれ以上のドル円下落はないと見たい。

これに対するリスクシナリオは、成長率や景況感にかかわらずFRBが更なる追加緩和を実施して長期金利を低位に誘導するケースである。この場合、米国の金利先高感の台頭は後倒しになり、ドル円は再び現状の安値圏で推移する可能性がある。しかし当レポートではFRBの追加緩和は必ずしも必要ではなく、少なくとも21日のFOMCでは現状の金融政策が据え置かれると見ている。

<トピック1>

<トピック 2> 9月 FOMC 展望

9月 FOMC は現状維持を予想する

9月21日に開催されるFRB連邦公開市場委員会（FOMC）では、現状の金融政策が維持されると予想する。

前回の8月FOMCでは、住宅ローン担保証券（MBS）の償還資金を長期米国債に再投資する事実上の追加緩和が決定された。しかし、追加緩和策を発動せねばならないような経済環境の悪化は見られない。株価は8月FOMC以後一旦1万ドル割れにまで下落したが、現在ではほぼ8月会合時点の水準にまで回復している。また、9月に入ってから経済指標は徐々に改善してきていて、8月に拡大しかけた景気二番底リスクは後退しているといえる。

また8月FOMCの議事録からは、本格的なバランスシート拡大再開についての議論が多くなされた形跡はない。

追加緩和の必要性について、FOMC内のコンセンサスが取れているとも考えにくい。セントルイス連銀バラード総裁は「必要であれば追加緩和の用意がある」旨発言している（9月10日付WSJ.com）。一方リッチモンド連銀ラッカー総裁は「追加的な緩和が必要になる条件にはまだ遠い」と述べている（9月14日付WSJインタビュー）。バラード総裁は金利を高め誘導して米国債購入を拡大すべきとの説の持ち主、ラッカー総裁は従前よりタカ派で知られた存在であり、FOMCの中での主流とはいえない。ただ、いずれも追加緩和について緊急性があるとの判断は持ち合わせていない模様だ。

経済見通しが低成長ながら持続的拡大を見込むものであれば、ここで量的緩和を拡大する限界的効果は薄い。また将来において景気見通しが再び悪化した場合にそなえて、緩和カードは保持しておくのが効果的である。2回の会合で連続して緩和を行えば、FRBが景気に対して悲観的であるとのメッセージを市場に送る恐れがある。

長期金利を更に低めに抑制することの是非には種々の議論があろう

ゼロ金利下における量的緩和は、時間軸効果を通じて長期金利を低位に抑制することで景気を刺激するもの、というのが一般的な理解だ。米国債を購入することで量的緩和を行うことは、長期米国債利回りを低位に抑制する意図を中央銀行が持っているとのメッセージを同時に発信する。ただ、現状でもすでに10年物米国債利回りは2%半ばの低位にある。これを仮に2.5%に水準に維持するとすると、かなりの超低金利である。インフレ率を現在のコア消費者物価インフレ率である約1%として、実質金利は1.5%になる。10年物米国債利回りと同コア消費者物価指数で算出した実質金利は、2007年9月に流動性危機でFRBが利下げを開始して以降2009年のリセッション脱却までの約1年半の間、1%~1.5%の水準で推移している。つまりこれは緊急モードの金利低め誘導に近いことになる。

一方これをバラード総裁流に言い換えると、実質金利を仮に潜在成長率に近い2%強とした場合、期待インフレ率を1%以下に押さえ込むことを意味し、デフレ均衡状態を実現してしまう恐れがあることになる。

以上からは少なくとも景気見通しが大幅に悪化しない限り、追加的金融緩和を早期に発動する意義は小さいといえる。

年内の追加緩和を正当化しうる要因：中銀スタンスの明確化のための小幅緩和

ただ、現実には、年内に FOMC が小幅な追加緩和を行う可能性はまだある。追加緩和があるとすれば、長期米国債購入の拡大がその第一候補だと見る。住宅ローン担保証券（MBS）の購入は、住宅市場という特定のセクター支援の色が強い。しかし現在の景気減速は住宅市場悪化にリンクするものではなく、より広範囲な経済全体の余剰の存在に起因するものだ。8月 FOMC 議事録でも MBS への再投資という手段を議論した際には、主に MBS 市場の流動性や住宅ローン金利がよく機能していることが MBS 投資を不要とする理由だったようだ。また FRB の資産の正常化のためにも MBS 購入は望ましくないとされたようだ。

これを前提に、FRB が追加緩和に踏み切るケースとして以下が考えられる。

まず、高失業率や低設備稼働率という、経済活動水準そのものの低さを解消するという意思を明確にするために、小幅な量的緩和拡大を行うケースである。量的緩和の効果はあまりないと判断を前提にしながら、象徴的な意味での緩和である。この場合は、8月の再投資決定と同じくその実効性よりも市場へのメッセージの色合いが強い。

FOMC 委員の成長予測は大幅下方改訂の可能性が高い：スタンス変更のトリガーになる可能性がある

次に、FOMC 委員が成長予測を大きく下方修正することで、これまで以上に追加緩和の必要性が認識される場合である。9月 FOMC では四半期ごとの FOMC 委員経済予測が改訂される。従前より、たとえば当レポートの成長予想と比較すると、これまでの FOMC 委員の成長予測は大幅に楽観的であった。直近の FOMC 委員の経済予測である6月時点の2010年成長率予測の中心傾向は、3.0~3.5%（第4四半期前年同期比）と、当時の状況からみても過度に楽観的だったといえる。9月 FOMC では少なくとも中心傾向が3%挟みか、3%以内にまで大幅下方改訂される可能性が高い。ちなみに、当レポートの2010年成長率（第4四半期前年同期比）予想は6月時点で+2.8%、現在は+2.3%である。

その水準はともかく、0.5%を越える大幅な下方改訂は、FOMC 委員の金融政策スタンスをシフトさせるのには十分である可能性がある。3%以上の成長予測を前提に現状の金融政策が中立と考えていたとすれば、予測下方改訂後は現状の政策はきわめてタイトとみなされる可能性がある。

これが当レポートの予想（大幅な追加緩和はない）に対する最もありそうなりシナリオだ。

<トピック2>

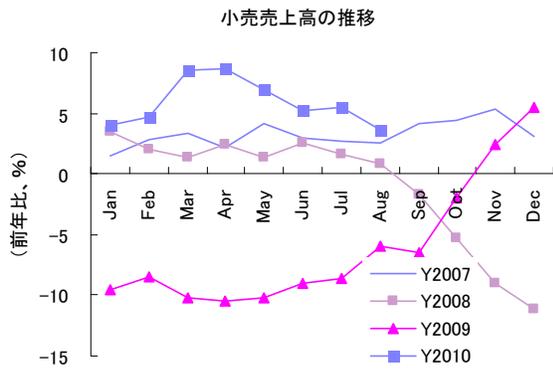
＜経済・金融の動向：9月13日～9月17現在＞
8月の高値更新すれば上昇トレンド形成

- **株式市場**、NY ダウは3週続伸、前週末比145ドル高の10607ドルで17日の取引を終えた。ほぼ週を通じて堅調な経済指標（小売統計など）やハイテク企業の好決算を好感するなどして上伸し、17日終値は8月9日の直近高値である10698ドルに迫った。S&P500の10業種別では、情報技術、素材、電気通信など8業種が前週末比で上昇した。
- **為替市場**ではドル円は、14日のNY市場でドル円が一時83円を割り込んだ後、翌15日日本時間に日本の財務省が円売り介入を実施、ドル円は一気に85円台後半まで上昇し、その後17日にかけてほぼ85円台後半で推移して越週した。ユーロはドルに対して急反発、先週の1ユーロ=1.26ドル台から今週は1.30ドル台にまで上昇して越週。
- **向こう1週間**は、21日に8月住宅着工件数、FOMCの声明文公表、23日に8月中古住宅販売、24日に8月新築住宅販売、8月耐久財受注が公表される。FOMCでは現状金融政策の維持が決定されると予想する。住宅販売は中古、新築ともに前月までの大幅な落ち込みからやや増加への転化を予想する。いずれも予想通りであれば、米国経済の堅調さを裏付けるものになりそうだ。
- 株式市場は来週もまず更に上値を迫る展開を予想する。8月9日の高値であるNYダウ10698ドルがひとまずの目処である。ここを越えてくると、中期的に11000ドルを目指す上昇トレンドが描ける。米国景気に関する過度な楽観からの調整は終了し、低位ながら二番底懸念のない持続的成長見通しに収斂してきた。リスク回避の巻き戻しで、株価、長期金利ともにじり高になるだろう。21日のFOMCで追加金融緩和が見送られた場合は、FRBが景気の先行きに自信をもったと市場が受け止めて好材料になる可能性が高いと見る。逆に追加緩和実施の場合は景気認識の悪化の観測が市場の悪材料になる可能性がある。為替市場は依然介入警戒感からドル円は底堅く推移するだろう。ただし市場はまだ神経質で、当面は上下いずれにも波乱はありうべしである。

（＜経済・金融の動向＞）

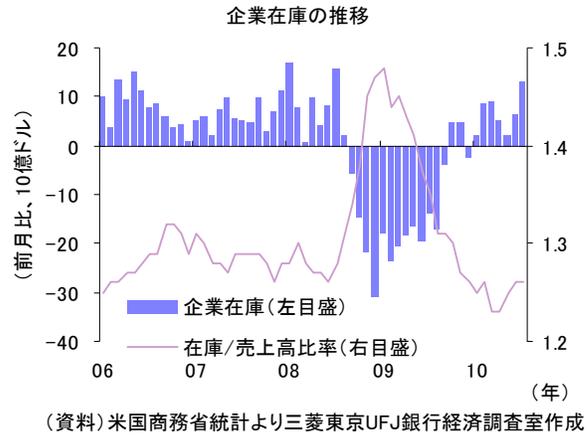
<経済指標コメント>

➤ **小売売上高(8月)は前月比+0.4%(前月同+0.3%)、除く自動車・同部品同+0.6%(前月同+0.1%)**：小売売上高は2ヵ月連続の増加。8月は自動車・同部品ディーラーの売り上げが減少(前月比-0.7%)したが、それ以外の売上が増加した。内訳は家具店(同-0.5%)、家電店(同-1.1%)、建設資材・園芸品店(同横ばい)、食品店(同+1.3%)、薬局(同+0.6%)、ガソリンスタンド(同+1.9%)、衣服店(同+1.2%)、スポーツ用品・書店等(同+0.9%)、百貨店(同+0.4%)、レストラン(同+0.1%)と比較的広範囲に売上が伸びている。前年比の伸びは小売売上全体で+3.6%。食品・レストラン・ガソリンスタンド・自動車を除くベースでは3ヶ月連続で前年比+4.1%と安定した増加を示している。個人消費は悪天候などの影響を受けた5月、6月の不振からは回復して、低位ながら堅調な伸びを示しているといえる。第3四半期のGDP統計上の個人消費は前期比年率+2%弱という当レポートの見通しにほぼそったペースである。

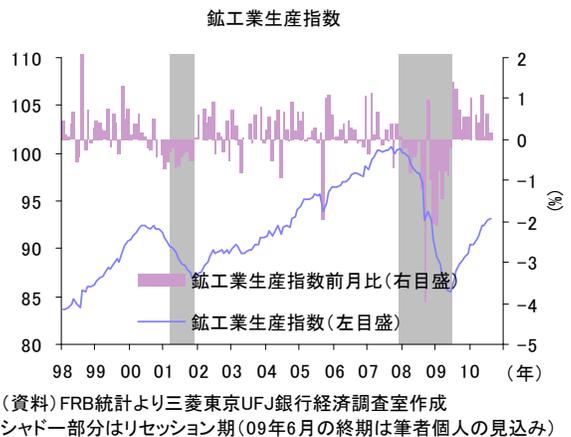


➤ **企業在庫(7月)は前月比+1.0%(前月同+0.5%)、企業売上高は前月比+0.7%(前月同-0.5%)、在庫売上高比率は1.26(前月1.26)**：企業在庫は2008年7月以来の大幅な伸びとなる前月比+1.0%。企業在庫の増加の内訳は製造業前月比+1.0%、小売業同+0.7%、卸売業同+1.3%。特に小売業のうち自動車ディーラーが在庫を大きく積み増した(前月比+2.5%)のが目立つ。7月には自動車メーカーが夏季休業を一部返上して在庫回復を図ったことが数字に表れている。企業売上も製造業の出荷増を要因に6月まで2ヵ月連続の減少から転じて+0.7%の増加となった。7月の在庫増加は予想以上であるが、在庫水準はほぼ適正なまでに回復したと考えられ、今後の在庫積み増しは小売売上に応じたペースに減速するだろう。第1四半期には企業在庫がGDPを+2.6%、第2四半期に

は+0.6%押し上げたが、年後半には成長に対する在庫の寄与度は低下すると見る。

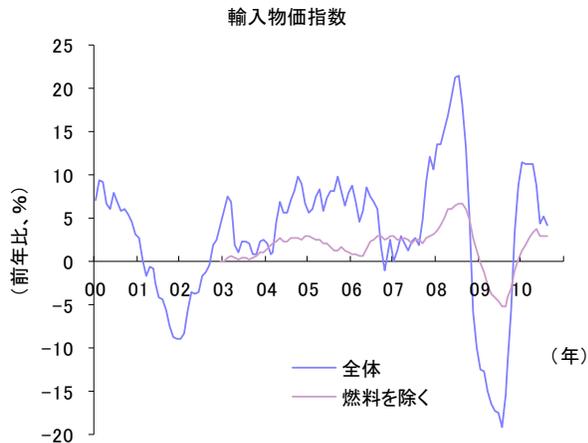


➤ **鉱工業生産指数(8月)は前月比+0.2%(前月同+0.6%)、設備稼働率は74.7%(前月74.6%)**：鉱工業生産指数は6ヶ月連続の上昇。内訳は製造業前月比+0.2%、鉱業同+1.2%、公益事業同-1.5%。製造業は自動車同部品製造が前月比-5.0%と大幅に低下したが、これは7月に自動車メーカーが夏季操業停止を延期して増産したことの反動によるもの。自動車同部品を除く製造業は同+0.6%と堅調な伸びを保っている。ハイテクも同+1.0%と強い伸び。自動車生産反落の一時要因を除けばきわめて堅調な指数だといえる。設備稼働率も継続して上昇しているが、1972-2009年の平均である80.6%にはまだ遠い。



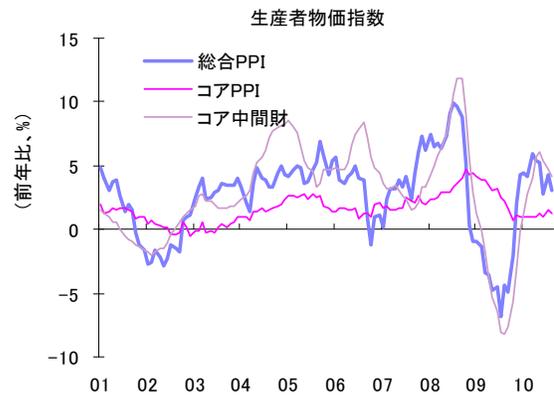
➤ **輸入物価指数(8月)は前月比+0.6%、除く燃料は同+0.3%**：輸入物価指数は2ヵ月連続の上昇、燃料を除くベースでも3ヶ月ぶりの上昇となった。

前年比の伸びも総合指数が+4.1%、燃料を除くベースでは+2.9%と、やや低下ペースにかげりが見られる。



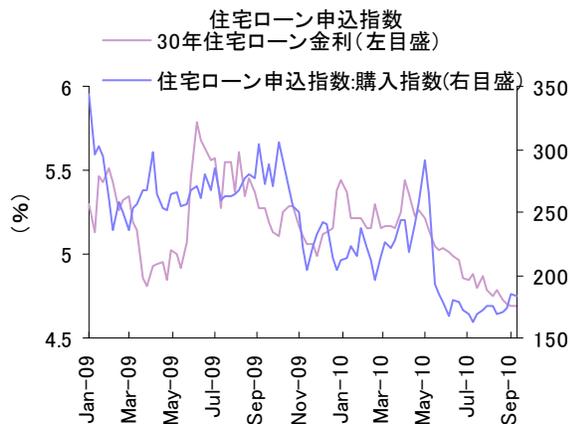
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

っている。コア指数は前月比+0.1%と小幅な伸びにとどまっている。生産者物価の先行指数となるコア中間財価格は3ヶ月ぶりの上昇に転じたが伸びは+0.1%にとどまった。前年比の伸びも+4.2%より3月以来の低水準にまで低下した。



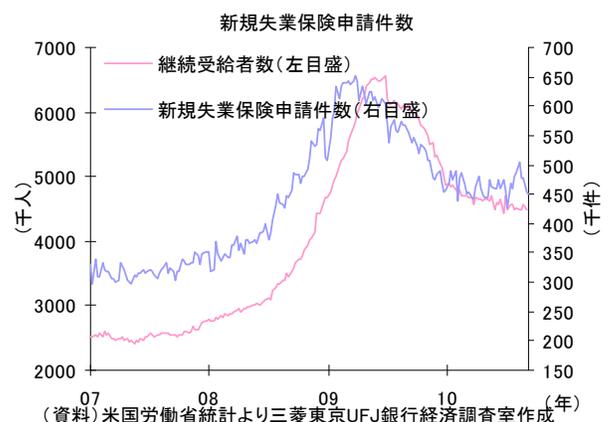
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

- **米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申込指数 (9月10日㊦週) は前週比-8.9%、リファイナンス指数同-10.8%、購入指数同-0.4%**：住宅ローン申込指数は大幅低下。レーバーデー休日を含む週であることから申込数も減少したとおもわれる。尚、30年物固定住宅ローン金利は前週比横ばいの4.69%と最低位圏にある。



(資料) 米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **新規失業保険申請件数 (9月11日㊦週) は450千件 (前週比-3千件)、継続受給者数 (9月4日㊦週) は4485千人 (前週比-84千人)**：新規失業保険申請件数は2週連続の減少、4週移動平均も464.75千件 (前週比-13.5千件) と3週連続で低下した。雇用市場の悪化終了を示唆する400千件前半まで後一步である。ただし、この週はレーバーデー祝日を含む週で、季節調整係数が大きく変動しているため、一時的なゆがみが出ている可能性もあり、額面どおりに労働市場好転のきざしとは受け取れない可能性があるため注意が必要だ。

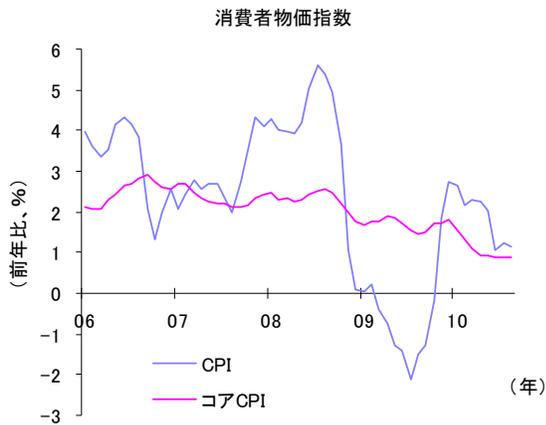


(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

- **生産者物価指数 (8月) は前月比+0.4% (前年比+3.1%)、同コア指数前月比+0.1% (前年比+1.3%)、コア中間財価格指数は前月比+0.1% (前年比+4.2%)**：生産者物価指数は2ヵ月連続の上昇。しかし指数を押し上げているのはガソリン (前月比+7.5%) などエネルギー関連中心。総合指数の前年比の伸びは+3.1%とやや頭が重くな

- **消費者物価指数 (8月) は前月比+0.3% (前年比+1.1%)、同コア指数は前月比横ばい (前年比+0.9%)**：消費者物価指数は2ヵ月連続の上昇。指数を押し上げたのはガソリン (前月比+3.9%) などエネルギー関連、一方で衣服 (同-0.1%)、

宿泊費（同-1.3%）などが前月比で下落した。同コア指数は前月比横ばいにとどまった。住居家賃、持ち家帰属家賃はいずれも前月比横ばいにとどまった。ガソリン価格が指数を押し上げているものの、全体としては物価抑制圧力が強い。底入れたとみられた家賃の上昇率も鈍っている。総合指数の前年比の伸びは低下中。コア指数の前年比の伸びは5ヶ月連続で1%を下回っていることは、依然としてデフレ圧力が強いことを示唆している。



(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

(＜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.