



# 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](mailto:skatsufuji@us.mufg.jp)

October 15, 2010

## <FOCUS>

### 回復も凍る？：住宅差し押さえ凍結の動き

- 金融機関が住宅ローンの担保住宅差し押さえ手続を凍結する動きが広がっている。先週から今週にかけて、複数の大手金融機関が全米もしくは一部の州で住宅ローン延滞にともなう担保物件の差し押さえ手続きを凍結することを相次いで表明した。これまでいくつかの州の司法長官が個別に州内の差し押さえ手続の捜査を行ってきた。しかし 13 日に全米司法長官協会 (NAAG) は、全米 50 州すべての州司法長官がこの差し押さえ共同捜査に参加する共同声明に署名したと発表した。
- 全米一斉モラトリアムの実施の可能性は低いとしても、現実に全米 50 州で差し押さえ手続の調査が開始されると、短期的な住宅販売や、中期的な住宅市場の回復に大きな影響を与える可能性がある。
- 極端な想定として、現状市場に出されている差し押さえ物件が一斉に市場から引き上げられた場合、販売在庫は 30%減少、販売戸数が一定とした場合、在庫期間は現状の 11.6 ヶ月から約 8 ヶ月に短縮される。当レポートでは住宅価格上昇率が住宅販売在庫期間にほぼ 2 四半期遅行して動くとして見ており、また在庫期間 1 ヶ月の短縮は住宅価格を前年比約 5% 押し上げると試算している。これに則れば、住宅販売在庫から差し押さえ物件が一斉になくなった場合、この在庫減は住宅価格を約 13%押し上げる計算になる。
- しかし、この在庫圧縮は見かけのものである。差し押さえ凍結期間に流入がとまっていた物件が、いずれ起きる差し押さえ凍結解除とともに一気に市場に流入すると、再び在庫の急激な増加を生み、再び住宅価格が下落する可能性がある。

### <トピック 1> 追加緩和支持が過半数のよう：9 月 FOMC 議事録

9 月の FRB 連邦公開市場委員会 (FOMC) 議事録からは、追加金融緩和について賛否両論の議論が交わされた様子が読み取れる。しかし、全体の記述からは緩和支持派の勢力が勝っているようだ。11 月の定例 FOMC では、米国債追加購入による追加量的緩和 (QE2) が決定される可能性が高いと見ざるを得ない。

### <トピック 2> デフレリスクを強調：バーナンキ議長講演

バーナンキ FRB 議長は 15 日ボストンで「低インフレ環境における金融政策目標と手段」と題した講演を行った。講演の内容は、次回 11 月 2 日、3 日の FRB 公開市場委員会 (FOMC) で追加緩和が決定されるという見方を支持するものとなった。特に議長はデフレのリスクに懸念をしめした。

### <経済・金融の動向：10 月 11 日～10 月 15 日現在> ドル売り材料は出尽くしが近いと見る

<経済指標コメント> 小売売上高 (9 月) は前月比+0.6% (前月同+0.7%)、除く自動車・同部品ディーラー同 +0.4% (前月同+1.0%)、他。

## <FOCUS> 回復も凍る？：住宅差し押さえ凍結の動き

### 手続き調査のために大手金融機関が差し押さえ手続の凍結を始めた

金融機関が住宅ローンの担保住宅差し押さえ手続を凍結する動きが広がっている。先週から今週にかけ、複数の大手金融機関が全米もしくは一部の州で住宅ローン延滞にともなう担保物件の差し押さえ手続を凍結することを相次いで表明した<sup>1</sup>。

背景は、延滞増加に伴う差し押さえ手続や書類が正しく行われていないという事例が多発しているとされることにある。膨大な差し押さえ手続を処理するために、必要な裁判所提出書類の内容を十分に点検することなく書類にサインをしているケースがあるという。一部の金融機関はこの手続を法律事務所に委託しているが、この手続の受託を多く引き受けるある事務所では、十分な知識のないスタッフが書類を作成していたとされる。結果、本来差し押さえられるべきでない物件が差し押さえられ、住宅保有者が住居を失うリスクにさらされているという<sup>2</sup>。

これまでいくつかの州の司法長官が個別に州内の差し押さえ手続の捜査を行ってきた。しかし13日に全米司法長官協会（NAAG）は、全米50州すべての州司法長官がこの差し押さえ共同捜査に参加する共同声明に署名したと発表した<sup>3</sup>。これに前後して上記のように、大手金融機関が社内で手続の再点検を行うために差し押さえを一旦凍結する動きになっている。

### 全米一斉モラトリアムを提唱する議員もいて、問題は政治化している

さらにこの問題は政治化の様相を呈している。民主党の一部議員<sup>4</sup>は「全米ですべての差し押さえ手続を凍結するべき」といういわゆるモラトリアムを提案するに至っている。

しかし、オバマ大統領率いる米政府はこうした一斉モラトリアムの実施には否定的だ。ドノバン住宅都市開発長官は「無責任な銀行には説明責任があるが、銀行の手続に問題が見つからないのであれば、住宅市場や個別の買い手に悪影響を与えるようなモラトリアムを強制するべきでない」と述べている。

また、議員の中でも共和党、また一部の民主党議員は一斉モラトリアムに反対の立場をとっている<sup>5</sup>。一斉モラトリアム提案は主に住宅差し押さえ比率の高い州の民主党議員が主張していて、中間選挙にむけたひとつの政治的な動きとも言える。

<sup>1</sup> バンクオブアメリカは全米50州の差し押さえ手続を凍結することを決定（8日同社発表）、GMACは過去約2ヵ月かけて23の州での差し押さえ手続を凍結して検証を行ってきたことに加え、全米50州の差し押さえ手続の検証を社外の法律事務所・会計事務所に独立に検証することを決定（12日同社発表）。JPモルガンは13日、差し押さえ手続の検証をそれまでの23州から41州に拡大すると表明した（14日付WSJ紙）。

<sup>2</sup> The New York Times “Banks Ignored Sign of Trouble On Foreclosures” October 12 2010, The Wall Street Journal “Foreclosures Forestalled” October 11 2010 など各種報道による。

<sup>3</sup> 10月13日付 National Association of Attorneys General 発表による。

<sup>4</sup> カリフォルニア州選出ウォーターズ下院議員など（10月14日付 American Banker 紙）、またネバダ州選出リード上院院内総務も一斉モラトリアムに肯定的とされる（10月12日付 NYT 紙）。

<sup>5</sup> 共和党ではシェルビー上院議員、民主党では下院金融サービス委員会フランク委員長などが一斉モラトリアムには否定的である（10月14日付 American Banker 紙）。

全米一斉モラトリアムの実施の可能性は低いとしても、現実に全米 50 州で差し押さえ手続の調査が開始されると、短期的な住宅販売や、中期的な住宅市場の回復に大きな影響を与える可能性がある。

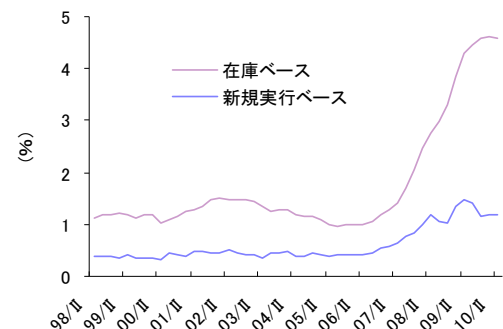
全米不動産協会によれば、8 月の中古住宅販売に占める差し押さえ物件の比率は 34% である。この比率は 7 月の 32%、1 年前の 2009 年 8 月の 31% からいずれも上昇している。ただここ 1 年ほどはおおむね中古住宅販売 3 分の 1 が差し押さえ物件だといっている。

## 住宅差し押さえはピークアウトしているが、依然多くの差し押さえ物件が中古市場に流入している

まず、住宅差し押さえの状況をアップデートしてみよう。米国モーゲージ銀行協会の四半期統計によれば、全米の住宅差し押さえの最悪期はおおむね終了したと見える。差し押さえ比率は新規実行ベースでは 2009 年第 2 四半期、在庫ベースでは 2010 年第 1 四半期をピークにわずかに低下傾向にある。ここから筆者が試算した差し押さえ住宅の在庫残高は 2010 年の第 2 四半期にほぼ 4 年ぶりに減少に転じた（第 1 図、第 2 図）。

しかし、差し押さえの件数や在庫の水準自体はまだ高く、したがって中古住宅市場には依然として差し押さえ物件が継続して流れ込んできているといえる。こうした差し押さえ物件は、中古住宅市場における在庫押し上げ要因である。しかし一方で、こうした物件は格安物件として消費者購入意欲の対象になりやすい。格安の差し押さえ物件を求める消費者の需要が中古住宅販売を底支えするとともに、上記のように中古住宅販売の多くを差し押さえ物件が占めるという現象を生んでいる。

第1図：差し押さえ比率

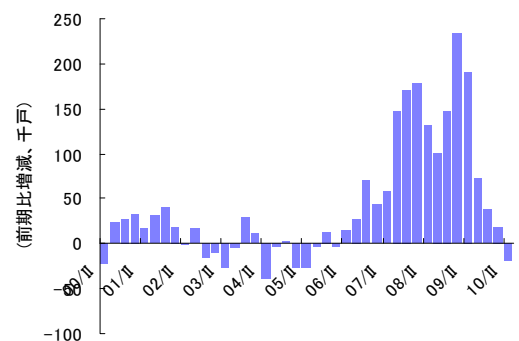


(資料)米国モーゲージ銀行協会統計より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 差し押さえ凍結で中古市場の販売在庫が圧縮されるケース：住宅価格一時上昇するも後に反落

仮に差し押さえ手続凍結によりこれらの物件が市場に出回らなくなった場合、いくつかのシナリオが考えられる。まず、差し押さえ物件の流入がなくなる分、住宅販売在庫の逡減で、住宅価格が一時的に上昇するケースである。筆者の試算によれば、差し押さえ物件の在庫は第 2 四半期現在で約 2,034 千戸ある計算になる。これは中古住宅販売在庫（同時点で約 3,887 千戸）の半分以上の比率になる（第 3 図）。ただ、差し押さえ手続中の物件がすべて中古市場に出ているわけではないので、中古住宅販売在庫に占める差し押さえ物件の比率はもう少し低い

第2図：差し押さえ物件住宅在庫の推移試算



(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

と推測できる。販売の約 30%が差し押さえ物件であることから、在庫に占める差し押さえ物件の比率も約 30%程度だと推し量ることができる。

極端な想定として、現状市場に出されている差し押さえ物件が一斉に市場から引き上げられた場合、販売在庫は 30%減少、販売戸数が一定とした場合、在庫期間は現状の 11.6 ヶ月（第 4 図）から約 8 ヶ月に短縮される。当レポートでは住宅価格上昇率が住宅販売在庫期間にはほぼ 2 四半期遅行して動くと見ており、また在庫期間 1 ヶ月の短縮は住宅価格を前年比約 5%押し上げると試算している（第 5 図）。これに則れば、住宅販売在庫から差し押さえ物件が一斉になくなった場合、この在庫減は住宅価格を約 13%押し上げる計算になる。

しかし、この在庫圧縮は見かけのものである。差し押さえ凍結期間に流入がとまっていた物件が、いずれ起きる差し押さえ凍結解除とともに一気に市場に流入すると、再び在庫の急激な増加を生み、再び住宅価格が下落する可能性がある。

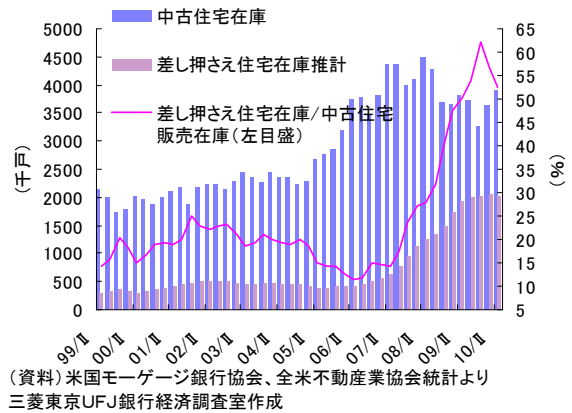
### 差し押さえ物件狙いの需要が剥落するケース：中古住宅販売 3 割減少

もうひとつのシナリオは、差し押さえ物件狙いの購入需要が、差し押さえ物件の市場からの退出とともに剥落し在庫とともに住宅販売も 30%減少するケースである。この場合は住宅販売価格には影響がないが、販売の減少は新築市場にも影響し、新築住宅の着工が再び反落することになる。

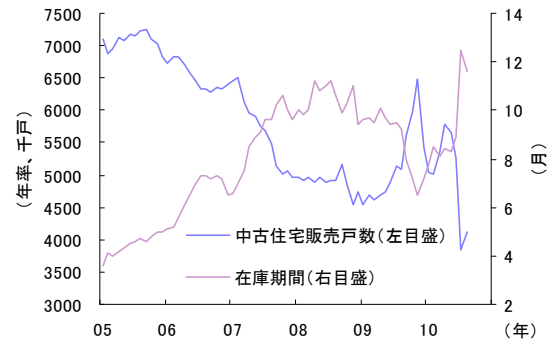
上記の 2 つのシナリオはいずれも極端なケースを想定したものである。現実にはこのように目に見える動きにはならない可能性が高い。しかし差し押さえ手続の凍結は本来回転すべき在庫が出荷されずに積みあがることを意味するから、いずれにしても住宅市場の回復を遅らせる要因になる可能性が高い。

別な観点からは、差し押さえ期間の長期化がおきる。筆者の試算によれば、第 2 四半期時点で差し押さえ期間（差し押さえ開始から売却までの期間）は約 11.8 ヶ月で、これは 2008 年第 4 四半期のピーク 14.4 ヶ月から確実に短縮してきている。仮に今回の差し押さえ凍結が 3 ヶ月

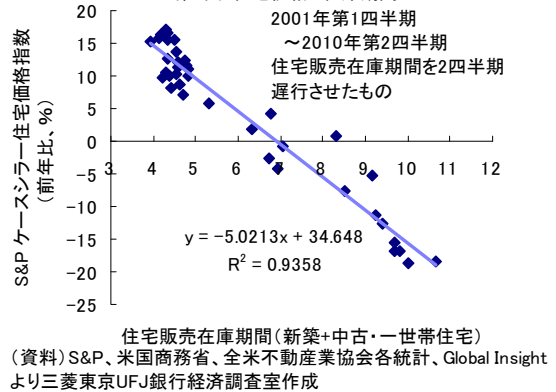
第3図：住宅販売在庫への差し押さへの影響試算



第4図：中古住宅販売戸数



第5図：住宅価格と在庫期間







に及んだとすると、差し押さえ期間が金融危機の最中の最悪期と同じ状態にまで悪化することを意味する。

上記はいくつかの仮定をおいて考えたものだが、現実には、この差し押さえ凍結が住宅市場に与える影響を正確に見積もるのは困難である。現状では差し押さえ凍結の動きは住宅市場回復シナリオへのリスクとして認識するにとどめ、成長予想の変更などは行わないことにする。先週の当レポートでは、中古住宅販売成約指数の動きなどから、住宅販売が今後数ヶ月にわたり回復するとの見通しを示したが、この見方も現状では維持する。ここでは差し押さえ凍結が今後住宅市場に影響をもたらす恐れのある一要因となりうるので報告するにとどめる。

尚、13日のNAAGの公表を受けて、株式市場では金融機関関連株が下落した。NYダウは年初来高値を目指して順調に上昇していたが、今週は金融セクターのみ下落して、株価全体の頭を重くする要因となっている。

(＜FOCUS＞)

## <トピック 1> 追加緩和支持が過半数のよう：9月 FOMC 議事録

9月のFRB連邦公開市場委員会（FOMC）議事録からは、追加金融緩和について賛否両論の議論が交わされた様子が読み取れる<sup>6</sup>。しかし、全体の記述からは緩和支持派の勢力が勝っているようだ。11月の定例FOMCでは、米国債追加購入による追加量的緩和（QE2）が決定される可能性が高いと見ざるを得ない。

### 経済成長は遅く、インフレは適正水準以下

委員会参加者による経済環境と見通しの議論において「会合参加者は、入手されたデータは産出と雇用は遅いペースで増加しているのみで、今年前半の実績よりかなり下回る比率で増加しているのみだということを示唆したことで一般的に合意した」とされ、経済成長の年後半の減速が確認された。

またインフレにつき「ほとんどの参加者は、基礎的なインフレは委員会の2つの使命である雇用の最大化と物価安定に整合的と彼らが判断する水準を幾分下回っていると示唆した」とされ、現在のインフレ率が望ましい水準以下であることもほぼ合意された。

### 追加緩和については積極派が消極派を上回っている模様

そこで「参加者は金融政策の中期的展望と金融政策遂行にかかわる課題を議論した」として必要な場合における具体的な追加的金融政策の議論がされた。

追加緩和の方法はほぼ米国債の追加購入に絞られている模様で「会合参加者は追加的緩和のいくつかの方法を議論したが、主に長期米国債の追加購入とインフレ期待への影響を与える段階に焦点を当てた」とされている。

参加者全体の中では追加金融緩和の必要性につき、議事録を見る限りでは意見が分かれている。追加緩和を支持する意見として「多くの参加者は、もしも経済成長が失業率を引き下げるに十分な進捗にとって遅すぎるままであるならば、またもしインフレが FOMC の2つの使命に整合的な水準を下回りつづけるならば、追加的な金融緩和政策を実施するのが適切だろうと述べた」とされた。一方で追加緩和に消極的な意見として「その他の参加者は、追加的緩和は見通しが悪化してデフレの可能性が実態的に拡大したときにのみ正当化されると考えた」とされている。

ただし、追加緩和を支持する意見が「多くの（many）」参加者とされていることから、追加緩和支持勢力が過半数である模様である<sup>7</sup>。

また投票メンバーに限れば、追加緩和消極派はさらに少数派にとどまっている模様だ。委員会の金融政策行動に関する投票の議論では「何人かの（several）メンバーは、経済回復のペー

<sup>6</sup> 9月21日に開催された FOMC では金融政策の現状維持が決定されるとともに、インフレ率が望ましい水準を下回っていること、また必要な場合は追加緩和を行う用意があることが声明文に明記された。12日にその議事録が公開された。

<sup>7</sup> 現状での FOMC 委員のハト派・タカ派の分布および QE2 に関する最近の発言につき 10月8日付 BTMU Focus USA Weekly <トピック 2> 「FOMC ハト・タカ分布図」参照。

スが強化されるか基礎的なインフレが委員会の使命に整合的な水準に移行しなければ、委員会は近い将来に行動を起こすのが適切だと述べた」とされ、9人の投票メンバーのうち、成長とインフレが現状のままだった場合の追加緩和を能動的に支持するメンバーがおそらく半数以上いたであろうことが示唆されている。これに対し「追加的金融刺激実施に関する決定に至る前に更に情報の蓄積をすることのメリット」を考えたのは「幾人かの (some) メンバー」にとどまった。

## 11月FOMCでのQE2決定を支持する状況証拠がさらに増えた

9月声明文の時点では、追加金融緩和の実施の可能性は五分五分とみていた。しかしその後の一連のFRB幹部発言、および今回の議事録は、いずれもFOMC内で追加緩和積極派が過半数であることを示唆している。こうした状況証拠からは、11月のFOMCでQE2が決定される可能性が高いと言わざるを得ない。具体的には米国債5000億ドルを月間1000億ドル位ずつ追加購入するといった政策になるだろう（5000億ドルは1日の講演でNY連銀ダドリー総裁が挙げた数字、月間1000億ドルは8日にセントルイス連銀バラード総裁がTVインタビューで例示した数字である）。

もっとも、当レポートでは追加緩和の限界的な効果については懐疑的である。長期金利を現在の2%台半ばに維持することが、株価の上昇と住宅市場の回復を支援する可能性は高い。逆に長期金利が今後急上昇すると個人消費が大きく失速する恐れがある。

ただし、株価の上昇はすでにその割安感を理由に当方の成長予想には織り込み済みだし、住宅市場回復支援も、インセンティブ制度終了後の販売急減を本来の潜在ペースに戻す程度の効果であろう。追加緩和がなくとも米国経済は2%レベルの成長を来年にかけて持続すると当レポートでは見ている。産出と雇用の絶対水準の低さがFRBにとっての課題ではあるが、QE2がその回復ペースを加速することは難しそうだ。むしろゼロ金利政策の長期化が、セントルイス連銀バラード総裁が述べているようなデフレ均衡をもたらすリスクが徐々に近づいていると思う<sup>8</sup>。

尚、9月のFOMCでは、雇用市場の構造問題についても議論されている。「参加者は失業率が、失業した労働者のスキルと欠員のある経済のセクターに必要とされるスキルのミスマッチや、失業者の持ち家の価格がローン残高を下回っている理由で転居ができないといった構造的要因によって上昇しているのがどの程度か、また失業保険の延長が失業率を押し上げる効果を議論した」「参加者はこうした構造要因が失業率を押し上げていたことに合意したが、その効果の度合いについては評価が異なった」とされ、構造要因のあることは皆が認めるものの、その計測についてはまだ定まった見解に至らなかった模様である<sup>9</sup>。

<トピック1>

<sup>8</sup> 尚、イエレン新FRB副議長が11日の講演で「緩和政策は金融システムにおけるレバレッジと過度なリスクテイクの火種を提供しうる」と述べているが、これはシステミックリスク対策のための金融監督と金融政策の役割という文脈の中で一般論を述べたもので、別段同氏がタカ派に転じたというわけではないと見る。

<sup>9</sup> 労働市場の構造問題についての筆者の整理と見解につき10月1日付BTMU Focus USA Weekly「構造的難題：労働市場のミスマッチ」参照。

## <トピック 2> デフレリスクを強調：バーナンキ議長講演

バーナンキ FRB 議長は 15 日ボストンで「低インフレ環境における金融政策目標と手段」と題した講演を行った。講演の内容は、次回 11 月 2 日、3 日の FRB 公開市場委員会 (FOMC) で追加緩和が決定されるという見方を支持するものとなった。特に議長はデフレのリスクに懸念をしめした。一方、追加的量的緩和から生じるリスクについての言及も忘れなかった。

講演でバーナンキ議長は、まず経済成長について短期的には成長率が緩やかにとどまる可能性が高いとの見通しを示した。その上で、インフレ見通しについて時間を割いて述べた。現在のインフレ率の低下は主に「生産資源利用の多大なゆとり (slack)」によってもたらされているとの認識を改めて示した。

現在の失業率が FOMC の考える長期均衡失業率にくらべて高すぎることを、また現在のインフレ率は FOMC が考える適正水準よりも低いと判断し、FOMC の政策目標に照らして「更なる行動」をとる状況にあるとのべて、FOMC が追加金融緩和を行う可能性が高いことを示唆した。

今回の講演には追加緩和支持材料として以外に何点かのポイントがある。まず高失業率と低インフレの双方が追加緩和出動の根拠であるとのべつつも、議長が個人的には低インフレ、つまりデフレリスクへの関心をさらに高めているように見えることだ。議長は、現在の高失業率の原因の大半は構造的要因ではなく需要不足によるものだと個人的見解を述べつつも、自然失業率のコントロールは金融政策の守備範囲を超えているとしている。インフレ率については、金融政策がこれを決定することができるとしている。

また追加緩和について、そのコストと制約を 2 点挙げて具体的に説明している。この点は、緩和政策が際限なく拡大することは回避すべきとの考え方があるといえる。FOMC 内には追加緩和に反対の意見が比較的少数ながら存在する。また緩和政策の長期化が新たなバブルを生むリスクや際限のない低金利の定着に陥るというリスクは常にある。議長はこうした意見やリスクにも十分配慮しつつ緩和を進める模様だ。

尚、インフレ目標設定については今回の講演では述べられていない。代わりに市場との対話の変更として、現在の声明文の「長期間にわたる低金利」文言を、さらに長期間の低金利維持を示唆するものに変える方法があるとしている。これはインフレ目標ではなく、低金利政策の時間軸を長期化することで、緩和政策の効果を高めようとするものである。

今回の講演からは、次の追加緩和は米国債の購入および声明文文言の変更による時間軸を伴うものになることが推測できる。



## 第1表 10月12日バーナンキ議長講演からの抜粋

- 全体として、リセッション開始以来の失業増加の大半は構造的要素によるものというよりも、金融危機開始によって引き起こされた経済活動の急激な縮小と、それ以降の総需要の継続的な不足によるものだというのが私の評価である。
- 金融政策は明らかに長期的なインフレ率を決定する能力を持っているが、一義的には金融政策でなく人口動態や構造問題に決定される長期的な持続的失業率に対してほとんどまたはまったくコントロールをもたない。
- インフレは、FOMCが長期的なFRBの2つの使命に最も整合的と判断する水準に対して低すぎる水準で推移している。
- 特に現在のインフレ率においては、名目金利がゼロ以下に引き下げられないという制約はタイトすぎ（実質短期金利が現在の経済状態に照らして高すぎる）、デフレのリスクが望ましい水準より高い。
- 現実の10%近い失業率からして、失業は持続的なものとして推計される失業率よりも明らかに高い。
- FOMCの政策目標に照らしてみるに—他のすべての条件が同じであるならば—更なる行動を起こすケースになる可能性がある。
- 非伝統的な金融政策は、これらを使用するか否か、どれほど積極的に使用するかを判断するに当たり勘案せねばならないコストと制約がある。
- まず資産購入が伝統的金融政策にくらべて不利なのは、我々がこの政策手段の経済的効果を判断した経験が極めて少ないことだ。
- 追加的資産購入に関するもうひとつの懸念は、バランスシートの更なる大幅拡大が、FRBが適切なときにこの緩和政策を円滑に解除する能力についての市場の信頼を低下させる可能性があることである。
- 中央銀行の市場との対話は、名目短期金利がゼロに近づいたときに金融緩和の程度を引き上げる追加的な手段を提供する。
- FOMCが考慮しうるステップは、経済条件がそれを要請する場合に、声明文の文言を変更してFOMCがFF金利誘導目標を市場が期待するより長期間にわたって低く保つことを期待していることを示唆することである。

&lt;トピック 2&gt;

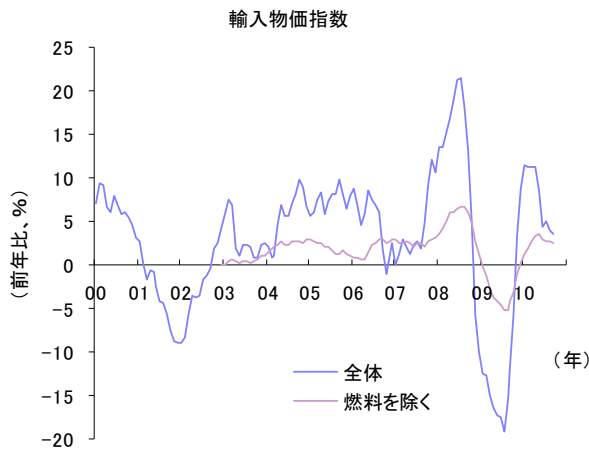
＜経済・金融の動向：10月11日～10月15日現在＞  
ドル売り材料は出尽くしが近いと見る

- ▶ **株式市場**、NY ダウは2週続伸、前週末比 54 ドル高の 11062 ドルで 15 日の取引を終えた。主に金融緩和期待と企業決算結果を好感して週前半に NY ダウは続伸したが、11100 ドルを越えたところでは利益確定売りも出やすかった模様で頭が重くなり、14、15 日に小幅続落した。年初来高値の 11200 ドルを前に一旦足踏みの状況で、やや上昇スピードは鈍っている。S&P500 の 10 業種別では、大手の好決算を好感した情報技術が前週末比で大幅に上昇したのを筆頭に、生活必需品、エネルギー、素材など 9 業種が前週末比で上昇、下落したのは、住宅差し押さえの司法調査開始を嫌気した金融セクターのみだった。
- ▶ **為替市場**ではドルが円やユーロに対して続落した。前週末の G7 で為替に関する議論の特段の進展がなかったことからドル円は週初に下落して 11 日に 81 円台に再突入、その後もドルはじり安となった。14 日、15 日には、FOMC 議事録やバーナンキ議長講演を受けて FRB による金融緩和期待が高まったことでそれぞれ一時 80 円台後半をつけたのち、最終的にはややドルが値を戻して 81 円台前半で越週。ドルはユーロに対しても続落、ユーロは先週の 1 ユーロ=1.39 ドルから、15 日のバーナンキ議長講演直後一時 1.41 ドル台にまで上昇したが、すぐに 1.40 ドルレベルに反落して越週した。
- ▶ **向こう 1 週間**は、18 日に 9 月鉱工業生産指数、19 日に 9 月住宅着工件数、20 日に FRB 地区連銀経済報告が公表される。企業の 7-9 決算発表は大手金融機関、コンピューターメーカーなどが予定している。
- ▶ NY ダウは年初来高値を前にやや上昇スピードが鈍っている。15 日のバーナンキ FRB 議長講演で、市場としては追加緩和実施をほぼ織り込んだといえ、FRB 緩和期待材料に出尽くし感がある。同時に長期金利が上昇に転じたこともあり、近々株価にも調整に入る可能性がありそうだ。ただ今週下げたのは司法当局による差し押さえ手続共同調査開始を嫌気した金融セクターのみで、それ以外の業種はまだ上昇モメンタムを保っている。またバリュエーションでみた株価は依然割安である。一旦年初来高値を達成してからその後調整、というのがありそうなシナリオだ。
- ▶ 為替市場は 11 月初の FOMC で緩和が決定されたところでドルと長期金利が底入れになるが、それまで 10 月中はドル売り圧力は続くと依然見ている。ただ、15 日のバーナンキ議長講演後にドルが急落ののちすぐ値を戻したことは、緩和期待によるドル売りの終了の兆しに見える。債券市場も、追加購入の対象になる短中期債以外は 15 日に反落し、10 年物米国債利回りは 2.5%台を回復した。ドル安、金利低下の流れは来月初にかけ後退していくとみる。むろんその前に為替市場で一時的に更なる円高になる可能性はありうべしである。

（＜経済・金融の動向＞）

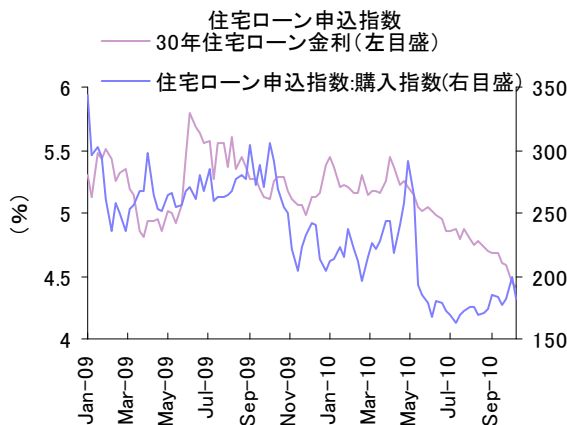
<経済指標コメント>

- **輸入物価指数（9月）は前月比-0.3%（前年比+3.5%）、除く燃料前月比+0.3%（前年比+2.6%）**：輸入物価指数は石油関連の輸入価格の低下により総合指数は前月比低下、前年比の伸びも2ヵ月連続で低下している。燃料を除くベースでは2ヵ月連続前月比上昇したが、前年比の伸びはこれも4ヶ月連続で低下。リセッション終了後原油価格上昇で一時インフレ圧力の強かった輸入物価にも伸びの鈍化がはっきりしてきている。



(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

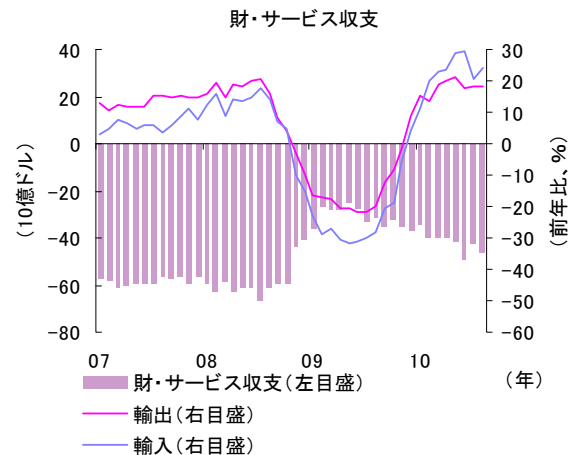
- **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（10月8日㊦週）は前週比+14.6%、リファイナンス指数同+21.0%、購入指数同-8.5%**：住宅ローン申込指数は6週ぶりのしかも大幅な上昇となった。ただし上昇したのは低金利（30年物固定住宅ローン金利は前週比-0.04%の4.41%）を利用したリファイナンスの6週ぶりの上昇。購入



(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

指数は3週ぶりの低下となった。総じて住宅ローンの申込指数の水準は低く、インセンティブ制度終了後の販売反落からの持ち直しは遅々としたものにとどまっているといえる。

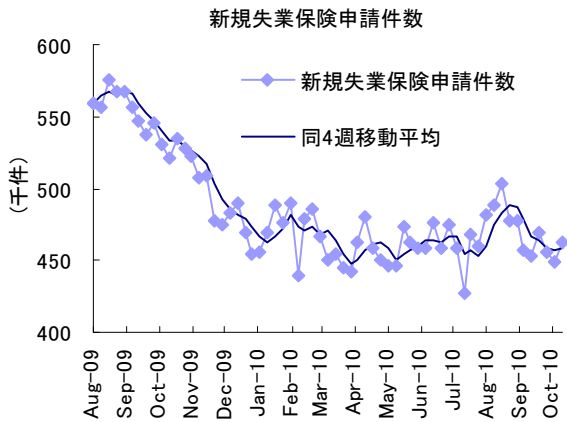
- **財・サービス収支（8月）赤字は-463億ドル（前月-426億ドル）、実質ベースの財貿易収支赤字は-512億ドル（前月-473億ドル）**：財・サービス収支赤字は大幅に拡大。輸入の増加が輸出の増加を大きく上回った。輸出品目は、資本財のうちの航空機、産業エンジンなどの輸出が減少、輸入品目では資本財のうちの半導体、産業機械などの輸入が増加している。貿易統計で見ると、米国内の資本財、消費財の需要は依然として強いことになる。実質ベースの貿易収支赤字も大幅に拡大、ここでは輸出が前月比で減少し（前月比-1.2%）ている一方で輸入が増加（同+1.9%）している。実質ベースでは石油関連、石油関連以外の財の輸出がいずれも減少、輸入がいずれも増加している。なお、第3四半期のGDP統計予想では、第2四半期に急拡大した貿易赤字が第3四半期にはやや縮小して成長率にほぼゼロの寄与とみていたが、現在のペースだとマイナスの寄与になる見込みで、成長率予想の下ぶれ要因となる。



(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

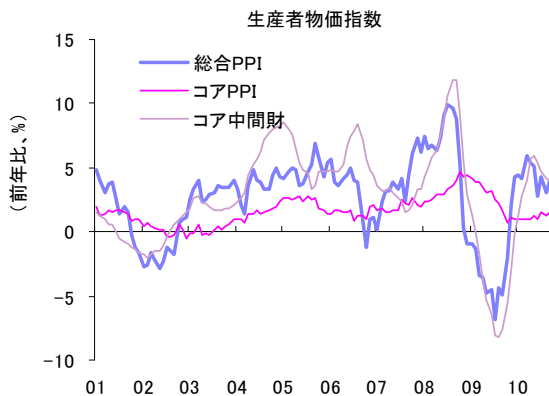
- **新規失業保険申請件数（10月9日㊦週）は462千件（前週比+13千件）、継続受給者数（10月2日㊦週）は4399千人（前週比-112千人）**：新規失業保険申請件数は3週ぶりの増加で450千件を2週ぶりに上回った。4週移動平均も459千件（前週比+2.25千件）と7週ぶりに増加に転じた。先週5ヶ月ぶりに450千件を下回った新規申請件数だが、1週間で再びこれを越えることになった。雇用市場はまだ一進一退の状況が続いている。ただし9日㊦週はコロンバスデー休日の前週に当た

り、例年失業保険申請が増加する週で、季節調整のゆがみが生じやすい。見掛けほどの悪化ではない可能性もある。



(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

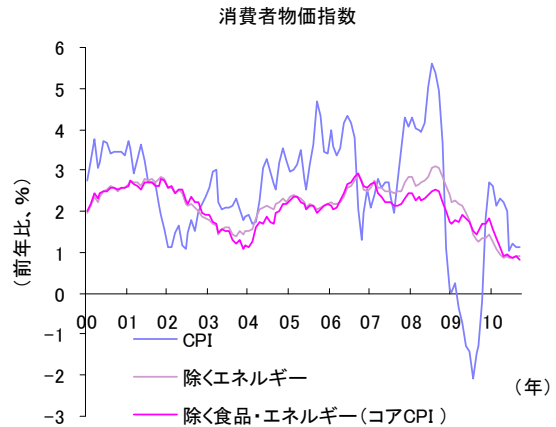
- **生産者物価指数 (9月) は前月比+0.4% (前年比+4.0%)、同コア指数は前月比+0.1% (前年比+1.6%)、コア中間財価格指数は前月比+0.3% (前年比+4.0%)**：生産者物価指数は食品（前月比+1.2%）などの価格上昇でやや強めの伸び。ガソリン（同-1.8%）などのエネルギー価格は低下した。コア指数は低めの伸びにとどまった。コア中間財価格指数は上昇。前年比の伸びでみると、総合指数、コア指数ともにやや伸び率の底入れの兆しもみられる。しかし、コア中間財価格指数の前年比の伸びは低下を続けている。全体として上流のデフレ圧力はやや緩和されつつあるようにも見える。



(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 (年)

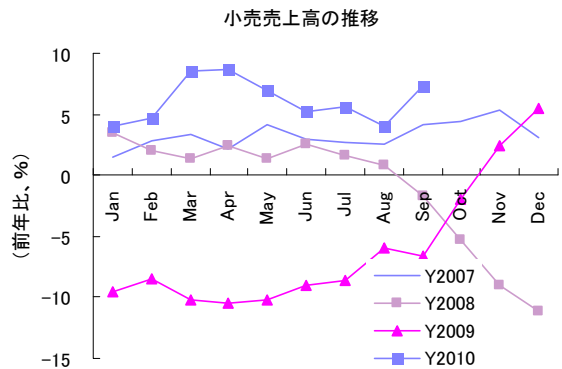
- **消費者物価指数 (9月) は前月比+0.1% (前年比+1.1%)、同コア指数前月比横ばい (前年比+0.8%)**：消費者物価指数は3ヶ月連続の上昇となったが、伸び率は前月比+0.1%にとどまった。ガソリン価格（前月比+1.6%）は上昇したものの、宿泊費（同-0.2%）、中古車（同-0.7%）、教育費

（同-0.2%）などが低下、全体の伸びを抑制した。食品・エネルギーを除くコア消費者物価は2ヶ月連続の前月比横ばいにとどまった。前年比の伸びは、総合指数が前月並みの+1.1%の低い水準にとどまり、コア指数の伸びはさらに低下して+0.8%となった。家賃関連は、住居家賃が前月比+0.1%（前年比+0.1%）、持ち家帰属家賃が前月比横ばい（前年比横ばい）と、依然として低い伸びにとどまっている。デフレ圧力は依然として強いといえる。



(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

- **小売売上高 (9月) は前月比+0.6% (前月同+0.7%)、除く自動車・同部品ディーラー同+0.4% (前月同+1.0%)**：小売売上高は3ヶ月連続の増加となる前月比+0.6%の堅調な伸び、また前月8月分が上方改訂されている。自動車・同部品ディーラーを除くベースでも3ヶ月連続の増加。全体として消費が予想以上に堅調に推移しているとの結果になった。内訳が自動車同部品ディーラーが前月比+1.6%、家具店同+0.5%、家電店同+1.5%、建築資材・園芸用品店同+0.6%、食品店同+0.4%、薬局同+0.5%、ガソリンスタンド同+0.4%、衣服店同-0.2%、スポーツ用品・玩具店等同+0.2%、百貨店同-0.1%と、比較的広範囲に売上を伸ばし



(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

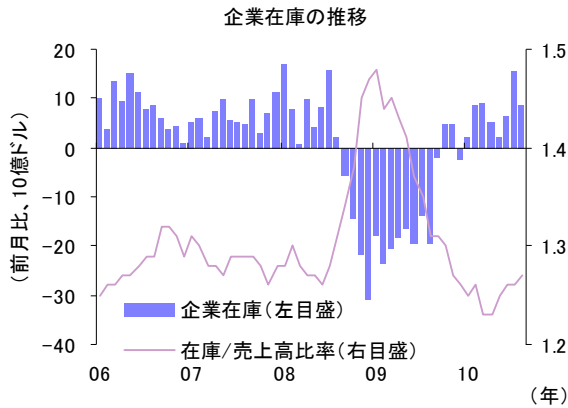
ている。前年比の伸びも+7.3%と大きく加速した。



年末商戦売上産出のベースとなる、自動車関連・ガソリンスタンド・レストランを除く売上も2ヵ月連続の増加となる前月比+0.5%、前年比の伸びも+5.1%と高い。年末商戦にかけての消費は良いペースになってきている。

- 企業在庫(8月)は前月比+0.6%(前月同+1.1%)、  
 企業売上高は前月比+0.1%(前月同++0.8%)、  
 在庫売上高比率 1.27(前月 1.26)**

企業在庫は小売業中心に増加がつづいたが、増加幅は前月から大きく低下した。在庫積み上げペースは漸く鈍化の兆しが見られるが、当方予想よりも在庫積み上げペースはまだ早く、第3四半期のGDP統計上は予想外に企業在庫投資が成長にプラスに寄与する可能性が高くなってきた。企業売上高は製造業の出荷が大幅に減少したが、これは大手メーカーの夏季操業停止の後倒しにより7月の出荷が急増したことの反動によるもの。在庫売上高比率は在庫不足状態からほぼ適正水準に回帰している。今後の在庫投資は企業売上に応じた在庫積み上げペースに鈍化していくことになるだろう。



(＜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.