



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

November 12, 2010

<FOCUS>

ドル安・金利安・株高は巻き戻しへ：G20 と市場の動向

- 3 日の FRB 連邦公開市場委員会 (FOMC) の追加量的緩和 (QE2) 決定と、12 日の G20 サミットというイベントが終了した。FOMC 以降の、それまでのドル安・金利安・株高の流れが巻き戻され、ドルと金利はじり高、株価は下方調整に入っている。ドルは対円で底入れ、米国債 10 年物利回りも 2.5% レベルで底入れ、また株価は上方トレンドを維持しつつ短期的な調整サイクルに入るとの見方を維持したい。
- 長期金利はじり高で推移し、来年には 3% 台前半から半ばで推移すると予想する。従来より米国の長期金利は 3% 以上の水準が適正だと当レポートでは見てきた。FF 金利、GDP 成長率、消費者期待インフレ率を変数とする長期金利推計モデルを現時点でアップデートしてみた。成長率の下方ブレやゼロ金利の長期化にかかわらず、依然として米国債 10 年物利回りは現状でも 3% 台後半が適正との結果になった。
- 株価については、長期金利の上昇とともに、短期的には下方への調整サイクルに入ると見る。ただし、来年を見据えた中期トレンドはまだ上方にある。一旦調整が終われば再び NY ダウは 12000 ドルを目指して上昇すると見る。調整の下値の目処は現在 200 日移動平均の位置する NY ダウ 10600 ドルレベルである。
- G20 首脳会議の共同宣言では通貨安競争の回避が謳われ、また先進国には為替介入が、また新興国にも資本流入規制などの過度な自国通貨高是正策の行使が認められた。これらを 10 月の財務省・中央銀行会合前後のガイトナー財務長官の「米国はドル安誘導しない」との発言と合わせて読めば、形式上は少なくともこれ以上のドル安は容認しづらいと読める。

<トピック 1> 2% レベルの成長予想を維持する：2011 年までの成長予想

当レポートの筆者個人の成長率予想、金融政策予想を改訂する。成長予想は大幅な変更はないが、2011 年の成長率を若干引き下げて前年比+2.1% とする。

<トピック 2> 延長戦は長期化へ：利上げ予想 2012 年に後倒し

当レポートの筆者個人の金融政策予想を修正する。まず、FRB が追加金融緩和 (QE2) に踏み切ったことや、FOMC 声明文や議論のロジックの変化から、いまや利上げは相当に後倒しになると判断せざるを得ない。また、当レポートの成長・インフレ予想との関係では、コアインフレ率の低下が当レポートのこれまでの予想より長引いている。2011 年前半 FRB の利上げ開始予想を修正し、2012 年に後倒しする。

<経済・金融の動向：11 月 8 日～12 日現在> ドル・金利上昇・株価は調整

<経済指標コメント> 財・サービス収支 (9 月) 赤字は-440 億ドル (前月-465 億ドル)、実質ベースの財貿易赤字は-499 億ドル (前月-515 億ドル) 他。

<FOCUS> ドル安・金利安・株高は巻き戻しへ：G20 と市場の動向

3日のFRB連邦公開市場委員会（FOMC）の追加量的緩和（QE2）決定と、12日のG20サミットというイベントが終了した。FOMC以降の為替・金利・株の動きは当レポートの従前からの見方にほぼ沿った動きになっている。すなわち、それまでのドル安・金利安・株高の流れが巻き戻され、ドルと金利はじり高、株価は下方調整に入っている。ドルは対円で底入れ、米国債10年物利回りも2.5%レベルで底入れ、また株価は上方トレンドを維持しつつ短期的な調整サイクルに入るとの見方を維持したい。

G20 首脳会議を終えて：通貨安競争の議論は現状ではこれが限界

12日に公表された韓国ソウルでのG20首脳会議の共同宣言では、予想通り通貨安競争や収支不均衡是正に対する具体的解決策の合意には至らなかった。

為替に関しては「柔軟性と経済ファンダメンタルズの反映を促進すること」と「通貨安競争を回避すること」による市場決定為替レートメカニズムへの移行が確認された。また「先進国は為替レートの過度な変動と無秩序な動きを警戒する」とされた。これらはいずれも10月23日のG20財務相・中央銀行総裁会合での共同声明と同じ確認事項である。今回のG20首脳会議共同宣言では付属文書にて「各国が調整の著しい負荷に直面する環境下においては、十分な外貨準備をもち柔軟な為替レートの過大評価が拡大している新興市場経済においては、慎重に設計されたマクロ健全化策を採用してもよい」ことが新たに記された。これは新興国についてはいわば自国通貨高に対して（資本流入規制などの）通貨安政策を採ることを認めたものといえる。

通貨安競争は、米国対中国、米国対欧州、米国対他の新興国という複数の軸であるものは一方向、あるものは双方向になされている。従って20カ国の利害が首脳会議の場で調整できる可能性は低いと見られていた通りになった。あえて言えば新興国の資本規制を認めることで、ドル安誘導批判を受けた米国が譲歩したというところか。経常収支の不均衡是正のためのガイドラインについては、財務相・中央銀行総裁による2011年前半に協議されることになった。

中長期的に不均衡是正や通貨政策がどう構築されるかは当面おくとして、短期的にはG20首脳会合を終了したことで、通貨安競争についての議論はいったんこれが限界、いわばグリッドロック状態になったと見るべきだろう。

長期金利は3%に向けてじり高になると見る

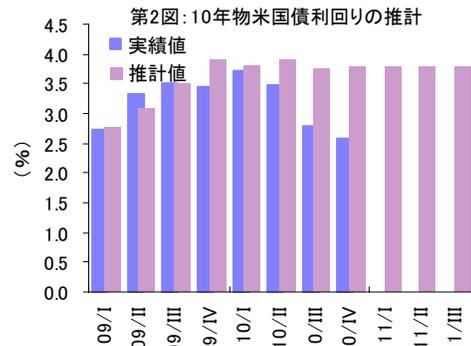
さて、こうしたイベントを経て、長期金利は2.5%レベルの底値からじりじりと上昇に転じている（第1図）。今後も長期金利はじり高で推移し、来年には3%台前半から半ばで推移すると予想する。

第1図：10年物米国債利回り



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

従来より米国の長期金利は3%以上の水準が適正だと当レポートでは見てきた。従前より使用している、FF金利、GDP成長率、消費者期待インフレ率を変数とする長期金利推計モデルを現時点でアップデートしてみた¹。成長率の下方ブレやゼロ金利の長期化にかかわらず、依然として米国債10年物利回りは現状でも3%台後半が適正との結果になった(第2図)。尚、当レポートの金融政策予想修正に伴い、FF金利は2011年一杯現状の0-0.25%で据え置かれるとした(〈トピック2〉参照)。



(資料)FRB、米国商務省統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。
前提: 期待インフレ率は10/I以降2.8%、FF金利は2011年末まで0.25%に据置。GDP成長率は筆者予想。

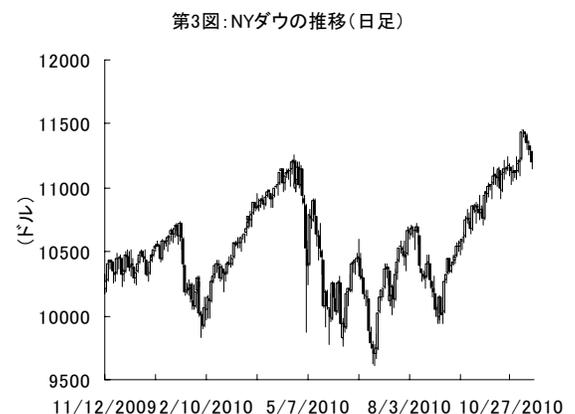
長期金利推計値と実績値の乖離は今年の第2四半期ころから顕著になってきていて拡大基調にある。しかし、第2四半期と現状ではその乖離の要因が変わってきていると考える。第2四半期から第3四半期にかけては主に米国経済成長の悪化見通しや欧州財政危機に伴う質への逃避が米国債利回りを適正值よりも押し下げてきたと見る。米国景気2番底懸念が後退した第9月以降は、むしろFRBの追加緩和期待が長期金利を適正值に押し下げてきたと考えたい。

状況証拠としては、3日のFOMC以前の市場には追加緩和の規模を2兆ドルという巨額な水準に予想する向きもあったことなどがある。またFRBによる米国債買入の年限がより長期に拡大されるとの観測もあった。たとえば、3日のFOMCで購入年限を30年債にまで拡大するとの思惑から、30年物米国債利回りが大幅に低下していた。FOMCの結果30年物に割り当てられた金額がごくわずかで、その結果現在では30年物利回りは急反発している。

過去の2009年3月のFOMCで合計3000億ドルの米国債購入を決定した際も同様だった。長期金利は一時的に急低下したもののその後半にわたる買入実施とともに米国債利回りは上昇した。

株価は短期的に下方への調整サイクル入りののち再び上昇すると見る

今週株価は大幅に下落した。長期金利の上昇、ドル上昇、商品下落を伴う株価下落はこれまでのポジションの巻き戻しの様相だ。株価については、長期金利の上昇とともに、短期的には下方への調整サイクルに入ると見る(第3図)。ただし、来年を見据えた中期トレンドはまだ上方にある。一旦調整が終われば再びNYダウは12000ドルを目指して上昇すると見る。調整の下値の目処は現在200日移動平均



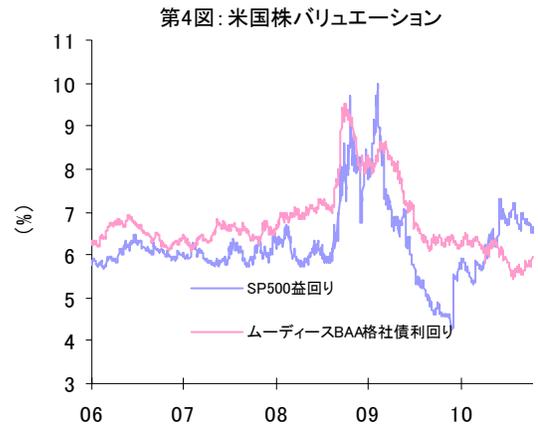
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 8月20日付当レポート〈トピック2〉参照。

の位置する NY ダウ 10600 ドルレベルである。

先週に主要株価指数は年初来高値を更新してリーマンショック前のレベルに戻った。9月以降ここまでの株価上昇の要因は2つある。ひとつはFRBの金融緩和期待によるもの。もうひとつは株価が企業収益に対してかなり割安だった（現在も）ことだ。前者は実際にFOMCが緩和を実施したことと上記の金利上昇により剥落し、短期的に下方への調整サイクルに入るだろう。

後者はトレンドとしてまだ維持されていると見る。株価収益率から計算したS&P500の益回りは社債の利回りを大幅に上回っている。これは過去の平時には見られなかった現象で、現在の株価がいかに割安であるかを物語っている（第4図）。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

新たなドル売り材料は出尽くし：ドル円は底入れ近いと見る

為替も、FOMC、G20を終えてドル売り材料は出尽くし、今後は緩やかなドル高に転じると見る。本来日米のファンダメンタルズを比較して、米ドルが短期的に売られやすい材料はない。過去にあったとすれば、8月ころの米国景気2番底懸念である。この2番底懸念とはあくまで市場の受け止めの問題に過ぎない。つまりそれまでの楽観的すぎた成長予想が、経済指標の実績により下方に改訂されただけだ。

FRBはこの経済指標の下ブレを契機に追加緩和の示唆をはじめ、それとともにドル円は80円台前半まで下落し、史上最安値に近づいた。しかし、FOMC、G20を経て現在では82円台半ばまで戻っている。長期金利や株価同様に、さらなるドル売り材料は出尽くしたと見たい。

尚、G20前後に拡大したいいわゆる通貨安競争の議論の中で、FRBの追加金融緩和はドル安誘導政策だとして、中国・ロシア・ドイツ・ブラジルなどG20参加各国政府首脳や高官から批判を浴びた²。筆者は、すでにゼロ金利状態にあるドルの量的緩和が、更なるドル安に結びつくという論理には懐疑的である。今回の追加金融緩和では約6000億ドルのマネタリーベースが銀行に供給されることになるが、それが世界の市場に流通するドルを膨張させてドルの価



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² “Fed Global Backlash Grows”, November 9, 2010, The Wall Street Journal など各種報道による。



値を低めるという保証はない。過去の当レポート³でも見たように、追加的なマネタリーベースが増加させるマネタリーベースの量はきわめて小さくなっている。

G20 首脳会議の共同宣言では、通貨安競争の回避が謳われ、また先進国には為替介入が、また新興国にも資本流入規制などの過度な自国通貨高是正策の行使が認められた。これらを 10 月の財務省・中央銀行会合前後のガイトナー財務長官の「米国はドル安誘導しない」との発言と合わせて読めば、形式上は少なくともこれ以上のドル安は容認しづらいと読める。

人民元問題やドル安問題を含む通貨安競争問題は解決したわけではなく引きつづきグローバルな課題ではありつづける。しかし、当面はグリッドロック状態で新たな材料は出にくいと見たい。

(＜FOCUS＞)

³ 10月29日付当レポート<トピック 2>参照。

<トピック 1> 2%レベルの成長予想を維持する：2011年までの成長予想

当レポートの筆者個人の成長率予想、金融政策予想を改訂する。成長予想は大幅な変更はないが、2011年の成長率を若干引き下げて前年比+2.1%とする。

2011年成長率予想はほぼ不変の2.1%

成長率については、先日10月29日の第3四半期GDP統計やその前後の経済指標等の変動を織り込んで改定する。来年2011年の成長率予想を前年比+2.1%に下方修正する（これまでの予想は2.2%）。従前の予想からの主な変更点は、来年2011年の住宅価格の回復時期をの後倒ししたこと、また株価の上昇ペースが年初に立てた前提よりやや遅いことから来年の株価前提をやや引き下げたことである。

ただし、経済成長率が今後2011年半ばにかけて2%前後で推移するとの基本的な見方は変わっていない。

また、今回合わせてFRBの利上げ予想時期を1年以上後倒しにした（<トピック 2>参照）。しかし、過去の当レポートで述べたように、FRBの追加緩和は成長にほとんど貢献しないと見ている。長期金利は従前の予想に比べてやや低めで推移することになるが、住宅価格の上昇開始時期が後ずれすることでこれが相殺され、結果成長率はやや下方に修正されることになる。



第1図：実質GDPと実質国内民間最終需要
（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
 民間国内国内需要は、個人消費・設備投資・住宅投資の合計
 （注）予想は筆者個人のもの（11月12日現在）

雇用は1%前後、賃金は2%レベルの上昇継続を予想、

経済成長全体にかかわる前提として、従前の予想通り2011年一杯にかけて雇用は月あたり100千人～150千人の範囲でゆるやかに増加ペースが加速していくと見る。10月の雇用統計では非農業部門雇用者数は前月比+159千人の急増になった。しかしここには一時的要因と思われるものもあり、今後急激に雇用増加ペースが加速するとは考えられない。雇用の増加は当面上記のレンジで推移すると見る。結果、雇用増加ペースは年率ベースで概ね前年比+1%レベルで推移するだろう。

そういうわけで、失業率の低下ペースもほぼこれまで通りで、来年末でも依然8%台後半の高率に位置したままになる。

賃金の伸び率は、失業率の低下にやや遅行するが、概ね底入れが近そうだ。現在前年比2%レベルにまで低下している時間当たり賃金上昇率は今後ゆるやかに拡大していくと見る。

株価・物価・住宅価格は下方修正：予想以上にデフレ圧力は強かった

株価について、従前の予想では年末までにNYダウ12000ドルまで上昇という中期的な前提を用いていた。しかし、11月現在でNYダウはまだ11000ドル台前半にまでしか上昇していない。また、11月のFOMCで追加量的緩和が決定されたことで、材料出尽くし感から一旦下方への調整が始まると見ている。株価が企業収益対比で割安なため、2011年に最終的にはさらに上昇するとの中期的な見方は不変だが、2011年を通した株価レベルをやや引き下げ、レンジをNYダウ10000ドル～13000ドルレベルとする。

米国経済にデフレ圧力が強い状況は不変だ。特に消費者物価指数(CPI)でみるインフレ率は当レポートの予想をもかなり下回っている。当レポートでは従前は、コアCPIの前年比の上昇率が今年後半から1%を越える水準にまで上昇してくると見ていたが、現在ではその兆候はない。また総合CPIの上昇率もこれまでの予想を大きく下回っている。したがって2011年のインフレ予想は従前より低目に修正し、消費者物価指数の前年比の伸びを通年で+1.5%（ただし年末にかけて2%近くにまで上昇）とする。

住宅価格の本格的な上昇が2011年を待つ必要があると当レポートでは見てきたが、その見通しはさらに後倒しになりそうだ。4月に住宅購入インセンティブ制度が終了してから住宅価格の伸びは鈍化している。まもなく再び前年比マイナスの伸びに逆戻りするだろう。筆者の見通しでは、住宅販売ペースが潜在的なペース（年間5百万戸）に回帰するのが来年初になるとして、住宅価格の上昇が始まるのがその2四半期後になるとすると、住宅価格のプラスへの再転化は2011年の後半を待たねばならないことになる。最近起きている住宅の差し押さえ実行の凍結などの動きは住宅価格は回復をさらに遅らせる要因にもなる。

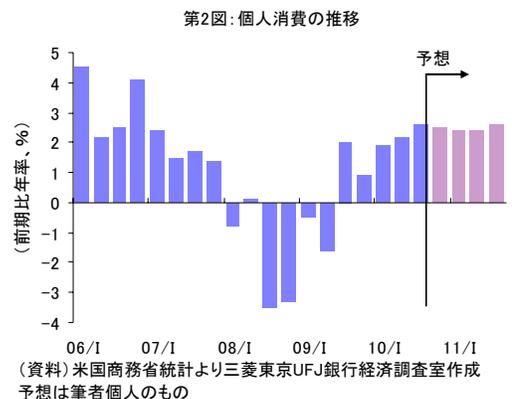
個人消費は2%台で来年後半にかけ徐々に加速を見込む

こうした前提で、需要項目ごとにその動向を占ってみる。まず個人消費は概ね、雇用増加率が1%、賃金上昇率が2%として、インフレ率を差し引いた2%レベルの拡大が今後1年ほどの消費の目線である。ただし、実際には今回の改訂で、個人消費は2%台半ばの伸びを予想する。2011年後半にかけてはその伸びもやや加速していこう（第2図）。

上記の通り消費の伸びは依然として所得効果に依存することになる。長期金利は従前の想定よりも低下するものの、インフレ率予想を引き下げたので

実質金利の推移は従前予想とあまり変わらない。株価・住宅価格は従前の予想より今回やや目線を引き下げた。また家計の債務圧縮はまだつづいていて、借入による消費の伸びの押し上げは2011年中はまだ期待できないだろう。中期的には、2006年ころから債務圧縮が開始したとして、2012年ころにはやや借入の拡大が見られるのではないかと見積もっている。

目先では、年末にかけての消費の加速を見込んで、第4四半期の実質個人消費の伸びは前期比年率+2.5%と、第3四半期の同+2.6%並みの伸びを予想している。10月の新車販売台数は年



率 12 百万台レベルにまで増加した。また主に天候要因により 9 月に不振だった大手小売業の既存店売上高は、10 月には反動増加を見せている（国際ショッピングセンター評議会の週次チェーンストアセールス指数による）。

設備投資の加速は一服する

設備投資のうちの機器ソフトウェア投資は今年前半には 20%を超える急回復を見せた。しかし年後半から来年にかけては従前予想通りその伸びを大きく鈍化させると見る（第3図）。

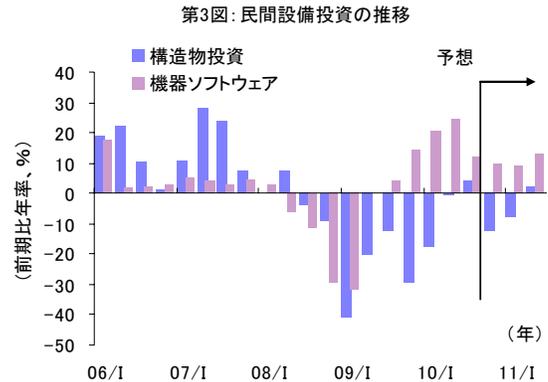
まず、景気後退終了後これまでの民間設備投資の伸びは主に更新投資だと考えられる。商務省の国民所得産出統計（NIPA）によれば、民間固定資本（民間設備投資と住宅投資の合計）のグロスの増加額は、毎四半期の固定資本減耗（減価償却）の額とほぼかわらない水準で推移している。ネットの固定資本増加額はグロスの設備投資が増加した現状でも尚、過去の水準を大きく下回っている。

設備稼働率は底打ちから反発して上昇しているものの、まだ水準的には低い。設備稼働率が低い間は新たな投資拡大は起こりにくいのが通常だ。過去の設備稼働率と設備投資の関係からみても、今年前半までの設備投資の増加ペースは違和感あるほどに速すぎる（第4図）。

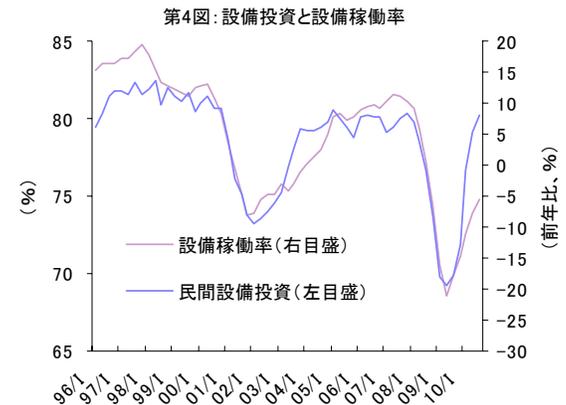
構造物投資（事業用不動産など）は、鉱業・掘削施設の建設支出の伸びで一時的にプラス成長に転じた。しかし、いわゆる商業用不動産関連市場はまだ回復には遠い。2011 年後半ころにようやく建設が増加し始める程度だと引き続き見ている。

インセンティブ反動減の調整後に住宅は低位ながら増加へ

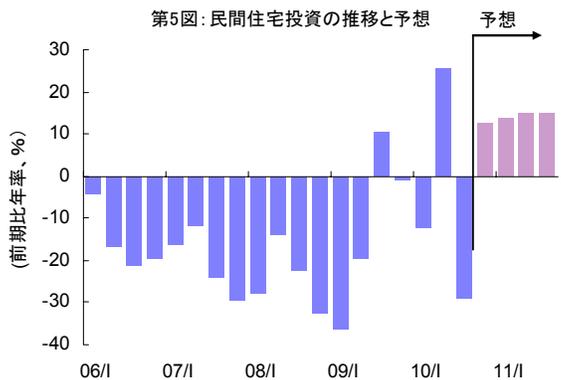
住宅投資は、第3 四半期に大幅マイナスとなったが、第4 四半期以降はプラスの伸びに転じると従前通り見ている。第3 四半期は住宅購入インセンティブ制度終了の影響で住宅着工、住宅建設支出は大幅に減少した。しかしその後着工は底入れしている。住宅販売が上記の予想通りに今後増加基調をたどるならば、着工はそれにつれて低位ながら増加を継



(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



(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(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。予想は筆者個人のもの。

続すると見る（第5図）。

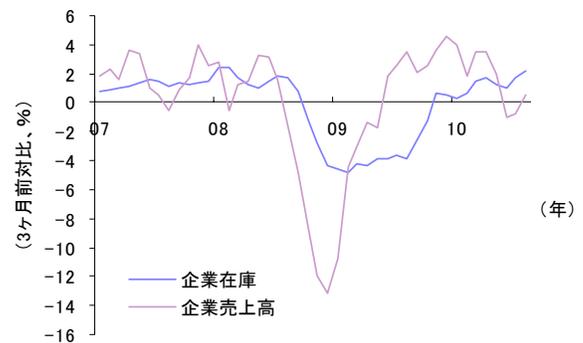
在庫積み上げペースは減速して成長率を押し下げる要因になる

在庫投資は、第3四半期までの積み上げ加速は予想以上だった。しかし今後は在庫積み増しペースは鈍化して成長率を押し下げる要因になるだろう。現状では、売上高在庫比率でみる企業在庫の水準はほぼ適正水準にまで回復している。今後在庫積み上げペースは需要に応じて調整されることになるだろう。特に2011年からは在庫循環上も在庫調整局面には入る可能性が高い（第6図）。

純輸出は、内需の拡大によりこれまで通り貿易赤字は拡大傾向を続けて、成長押し下げ要因になると見る。

ちなみに、10月27日の第3四半期GDP統計の速報公表後の経済指標を見ると、第3四半期成長率が改訂値で大幅に上方修正される要因がいくつかある。特に9月の貿易収支赤字の縮小は第3四半期の成長率が改訂値公表時点で2%台に上方改訂される要因だ。

第6図：企業在庫と売上高の推移



(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

<トピック 1>

<トピック 2> 延長戦は長期化へ：利上げ予想 2012 年に後倒し

当レポートの筆者個人の金融政策予想を修正する。まず、FRB が追加金融緩和（QE2）に踏み切ったことや、FOMC 声明文や議論のロジックの変化から、いまや利上げは相当に後倒しになると判断せざるを得ない。

また、当レポートの成長・インフレ予想との関係では、コアインフレ率の低下が当レポートのこれまでの予想より長引いている。2011 年前半 FRB の利上げ開始予想を修正し、2012 年に後倒しする。

FOMC の目線の変化：失業率水準

米国経済はすでに回復サイクルに入っていて、今後も持続的にプラス成長を続けると当方では従前より予想している。また本格的なデフレ（消費者物価指数が継続して低下すること）についてはリスクとしては存在するものの、メインシナリオではない。その意味から、追加金融緩和の必要性については当方は懐疑的であったし、現在でもその考えはかわらない。

しかし、それを認識しつつも、FRB の目線がここ数ヶ月で明らかに変動していて、低金利の期間が長期化すると判断せざるを得ない。

まず、最近の FOMC は、9%台という高い失業率の絶対水準とその低下速度の遅さにとみに懸念を示している。11 月の FOMC 声明文では、それまでのインフレ率の下ぶれにくわえて、高失業率およびその低下ペースの遅さに対する懸念がこれまでにない強い文言で示された。

失業率について FOMC は当レポートの見方と同様にゆるやかな低下をみこんでいるものの、すでにその目線はその絶対水準に移行している。

FOMC の目線変化：デフレリスク

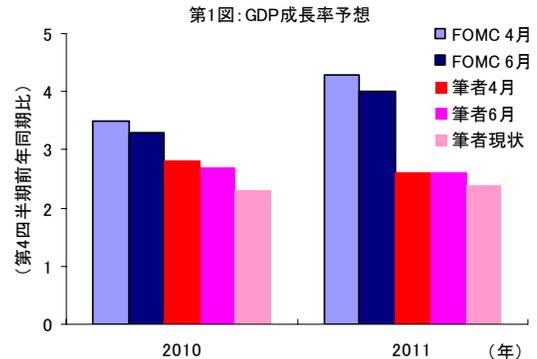
次に、FOMC がこれまでに以上にデフレリスクにその比重を置いてきていることである。バーナンキ議長のデフレに対する懸念は、10 月 15 日のボストンでの講演から明瞭になり始めた。さかのぼって 8 月 27 日のバーナンキ議長講演や、9 月の FOMC 声明文が追加緩和の用意があることを示唆したのは、主に成長の悪化リスクに対応したものだといえる。当時は予想を下回る経済指標が相次ぎ、株価の下落もあって米国経済 2 番底リスクが取りざたされた時期である。

その後 10 月になって景気指標や株価が好転、2 番底懸念が後退した時期に、バーナンキ議長が 9 月のボストン講演でそれでもなお追加緩和の必要性を説いた根拠は主にデフレリスクであった⁴。9 月時点でコア消費者物価指数の前年比の伸びは 1%を割り込む状態が 5 ヶ月続いていた。総合指数も 1%台ぎりぎりまで低下している。これらの指標と、低下しない失業率（需給ギャップ）を勘案すれば、デフレのリスクを懸念するのはある意味自然といえるだろう。

⁴ 10 月 15 日付当レポート<トピック 2>参照。

FOMC の目線変化：成長率予測

さらに、今年の前半まで、FOMC 委員の成長予測が極めて楽観的であり、これが大幅に下方修正されている可能性が高いことだ。FRB が出口政策を模索していた時期の FOMC 委員の成長予測は、当レポートの予想と比較しても著しく高かった⁵。FRB の出口戦略が当時の楽観的すぎる成長予測に基づくものであったならば、おそらく大幅下方修正されているであろう現状の FOMC 委員成長予測で再検討すれば、金融政策スタンスが大きくハト方向に旋回する理屈になる（第1図）。

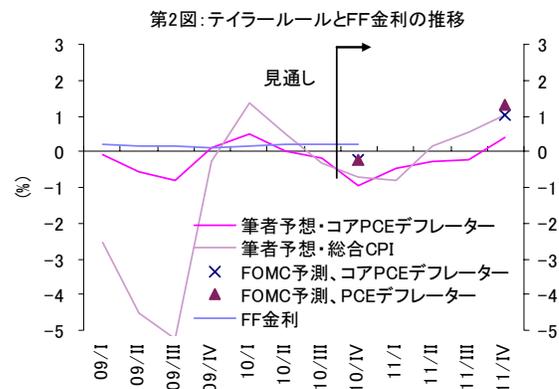


(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、FOMC予想は委員予想の中央値。

当レポート予想との乖離：予想以上に低下したインフレ率

もとより、当レポートでは FOMC 予測比かなり控えめな成長予測に基づいても尚、2010 年の利上げを予想していた。これを今回後倒しするのは、上記の FOMC のスタンスの変化という状況証拠によるものもあるが、さらにインフレ率の推移が当レポート予想をも下回っているという状況変化がある。

当レポートでは従前は、コア CPI の前年比の上昇率が、年後半から 1%を越える水準にまで上昇してくると見ていたが、現在ではその兆候はない。また総合 CPI の上昇率もこれまでの予想を大きく下回っている。そこで、当レポートではまずインフレ予想を従前の予想からかなり下方修正した (< FOCUS >参照)。



(資料)FRB、議会予算局統計、米国労働省・商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

当レポートの新たな GDP 成長率・インフレ予測を元にテイラールールによる適正 FF 金利を計算してみる。すると、2011 年第 4 四半期時点では、インフレ指標にコア PCE デフレーターを用いた場合には利上げ開始が正当化されない計算になった。インフレ指標に総合 CPI を用いた場合は、2011 年第 3 四半期に 0.5%、第 4 四半期に 1%の FF 金利が正当化される計算になる（第2図）。

ここからは、食品・エネルギーを含む総合 CPI が、今後商品価格の上昇により来年末に 2% 近辺にまで上昇すれば 2011 年の後半からの利上げは可能との計算にはなる。

⁵ 現状最新の FOMC 委員経済・物価予測は 6 月時点のもの。今月下旬に 11 月 FOMC 時点の予測が議事録とともに公表される予定である。

しかし、11月 FOMC の決定では、総額 6000 億ドルの米国債購入に現状 2011 年の 6 月までかかることになっている。米国債購入ペースの縮小や前倒しがされなかった場合、米国債購入プログラムの終了後、利上げに踏み切るまでには少なくとも半年程度は様子を見るというのが自然であろう。特に 2011 年の成長率は 2009 年の見込みを下回る可能性が高い。またデフレという構造的問題に対処するに当たっては現在の FOMC のスタンスからはかなり慎重を期すると考えざるを得ない。

そこで、利上げ開始は早くとも 2012 年の前半ということで、利上げ予想時期を修正することにする。

新シナリオへのリスク要因：量的緩和への批判の検討

尚、これまで述べているように筆者個人としては、経済・インフレ環境が許せば、利上げによる金利の正常化の時期は早期であるほうが望ましいと考えている。いわゆる QE2 はやむなき延長戦の色が強い。その意味では、上記の利上げ後倒しシナリオに対しては、これまでの当レポートの見方は新たにリスクシナリオになる。

ひとつには、FOCM 内部でも、追加量的緩和に懐疑的な意見が引き続きあることだ。FOMC で継続的に反対票を投じているカンサスシティ連銀ホーニグ総裁はもとより、3 日の FOMC 後に複数のいわゆるタカ派 FOMC 委員から量的緩和への疑問の声が上がっている。FRB のウォーシュ理事⁶、ダラス連銀のフィッシャー総裁⁷らである。2011 年の FOMC での地区連銀総裁投票メンバーには、ホーニグ総裁が抜けるかわりに、上記フィッシャー総裁、およびタカ派のフィラデルフィア連銀プロッサー総裁が加わる。ネットではタカ派の人数が増えることになる。

また、3 日の FOMC 後、追加量的緩和に対する各国政府高官からの批判が高まっている。主に量的緩和とドル安誘導を結びつけた議論で、現在のいわゆる通貨安競争の流れの中の議論だ。筆者は量的緩和とドル安誘導が論理的には必ずしも結びつくものとは考えない。ドル安誘導批判に配慮して FRB が量的緩和を縮小することは各国中銀の独立性の観点からはないことである。もしもあるとすればそれは高度に政治的な力学に基づくもので、本レポートの守備範囲を超えることになり、当面は高いリスクシナリオとは考えないことにしたい。

むしろ、3 日の FOMC 前後から顕著になっている商品価格の急騰で、短期的なインフレ率を上記想定以上に上昇するリスクシナリオのほうがより技術的なものだ。ただし、商品価格の高騰はあくまでリスクマネーが先進国から流出している状態において起きるものであって、米国経済が回復すれば株式を中心に米国リスク資産の資金収容力はまだまだある。また新興国はすでに金融引き締めスタンスを明確にしていることから、FRB の量的緩和による商品価格高騰は（早魃による農産物の供給の問題を別にすれば）長続きはしないと現状では想定しておきたい。

<トピック 2>

⁶ “The New Malaise and How to End It”, Kevin M. Warsh, November 8, 2010, The Wall Street Journal.

⁷ 11月8日付 Bloomberg 報道による。

<経済・金融の動向：11月8日～12日現在>**ドル・金利上昇・株価は調整**

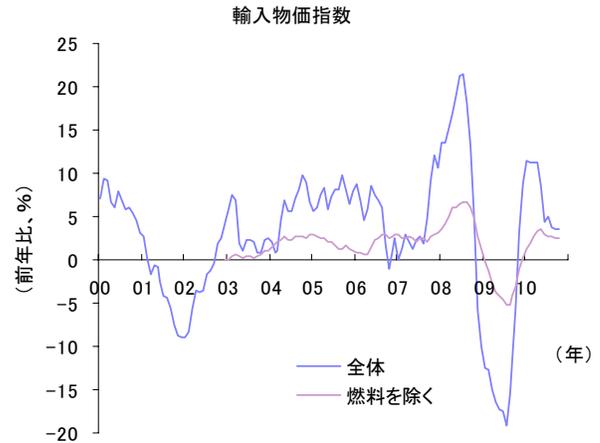
- ▶ **株式市場**、NY ダウは大幅反落、前週末比 252 ドル安の 11192 ドルで 12 日の取引を終えた。やや材料難で始まった今週、8 日、9 日にはアイルランド政府債務懸念の広がりなどを背景に株価は続落。10 日にはやや戻したものの、11 日にはハイテク企業の業績悪化見通し、また 12 日には中国のインフレ率上昇と追加金融引き締め観測から続落した。12 日には商品価格の下落、また週を通じたドル高・金利上昇も株価に悪材料となった。S&P500 の 10 業種別の前週末比騰落率は、素材・金融・情報技術・エネルギーなどが下落率の上位となり、10 業種すべてが前週末比で下落した。
- ▶ **為替市場**はドル円がじり高となった。前週末の 1 ドル=81 円台前半から、10 日には中国の預金準備率引き上げを受けて 82 円台に上昇。12 日の G20 サミット共同宣言では通貨安競争回避につき特段踏み込んだ表現はなく、アジア時間には一時 81 円台に下落する場面もあったが、中国の利上げ観測が流れると再び 82 円台に上昇して越週した。ユーロはドルに対して下落。アイルランド政府債務不安が広がり、ユーロは先週の 1 ユーロ=1.40 ドルレベルから 1.37 ドルレベルに大幅下落して越週した。
- ▶ **向こう 1 週間**は 15 日に 10 月小売売上高、9 月企業在庫、16 日に 10 月鉱工業生産指数、10 月生産者物価指数、17 日に 10 月住宅着工件数と経済指標が続く。小売売上高は自動車販売の増加で前月に続き好調な伸びを予想するが、10 月チェーンストアセールスの不振からは、自動車を除くベースではガソリン価格上昇分などの増加にとどまりそうだ。
- ▶ 株式市場は調整が鮮明になってきた。来週も引き続き下方への調整を予想する。すでに 3 日の FOMC での追加緩和決定以前のレベルにまで下落しているから、次は 200 日移動平均線のある 10600 ドルレベルまでの調整はありうると見たい。今週後半エネルギー・素材・ハイテク関連株が反落を始めたことは、しばらく株価の調整が起きることを予感させる。これまでのドル安・金利安・株高はすべて巻き戻しに入っている。ただしこれからの調整はあくまで一時的なもので、企業収益との対比ではまだ株は割安であることから、いずれ来年に向けては再び 12000 ドルを目指した上昇サイクルに回帰するとの見方は不変である。
- ▶ 為替市場では、年内にはドルが底入れするとの見方を維持する。FOMC、G20 というイベントを終了したことで、さらにドルを売り込む材料には欠ける。日米のファンダメンタルズからはドルの一方的な下落はいつまでも続くとはいえない。G20 では結論は先送りとなったが、ドル安批判の声が高まっていることもドルを売りづらい状況になるだろう。尚、金利・株・為替見通しにつき<FOCUS>参照。

(<経済・金融の動向>)

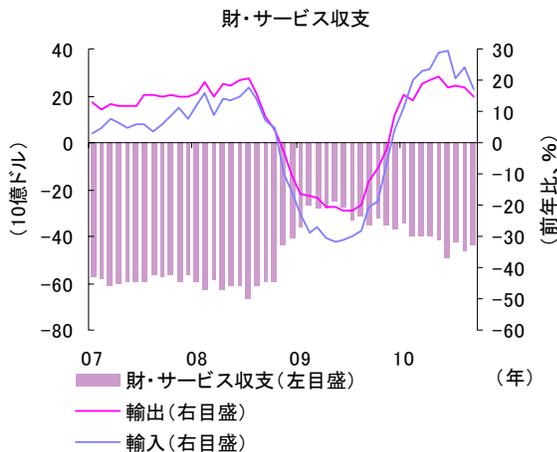
<経済指標コメント>

➤ **財・サービス収支（9月）赤字は-440億ドル（前月-465億ドル）、実質ベースの財貿易赤字は-499億ドル（前月-515億ドル）**：財・サービス収支は前月の拡大から転じて縮小した。9月は輸出が増加した一方で輸入が減少、結果財・サービス収支赤字は縮小した。輸出品目は工業素材が減少したが食品、資本財、消費財はいずれも増加し、わずかながら全体で増加。輸入品目は医療品、衣服などの消費財輸入が大幅に減少した。実質ベースの財貿易収支は輸出・輸入ともに減少したが、輸入の減少幅が輸出減少幅を上回り全体では貿易赤字は縮小した。ただ第3四半期を通じてみると、実質ベースの財の貿易収支赤字は第2四半期比で拡大していて、第3四半期の実質GDPを押し下げる要因となっている。ただ、第3四半期の実質ベース財の貿易赤字は年率5961億ドルで、GDP統計（速報）上の財貿易収支赤字額6595億ドルより大幅に下ブレしている。これは、GDP統計の改訂値で、実質GDPが上方改訂される可能性を示唆している。第3四半期は輸出が前期比7.8%の伸びに対し、輸入が+10.2%の増加となっている。トレンドとしては年後半に入って輸出・輸入ともに伸びが鈍化していて、特に輸出の伸びの鈍化が目立っている。

格の上昇が外部要因として輸入物価を通じて国内に影響する可能性はあり、輸入物価の動向は海外インフレ、国内デフレの状況がどう動くかを見るために重要になってくる。



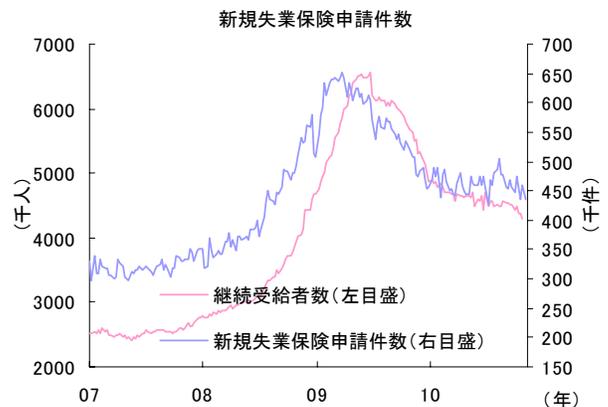
(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

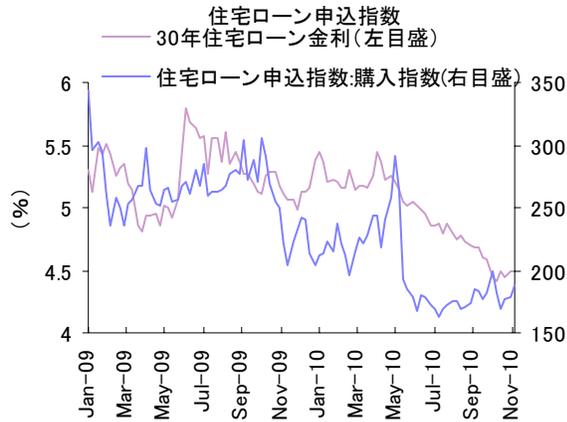
➤ **輸入物価指数（10月）は前月比+0.9%（前年比+3.6%）、除く石油関連前月比+0.3%（前年比+2.5%）**：輸入物価指数は前月比では4月以来の大幅な上昇。除く石油関連では3ヶ月連続の上昇となった。原油価格の上昇で石油関連の輸入物価が上昇したほか、農産物価格の上昇で食品などの輸入価格も上昇している。前年比の伸びはそれでも比較的低位で安定していて、商品価格上昇が急激に投入コストを上昇させている気配は今のところない。しかしこのところの原油・商品価

➤ **新規失業保険申請件数（11月6日週）は435千件（前週比-24千件）、継続受給者数（10月30日週）は4301千人（同-86千人）**：新規失業保険申請件数は前週の増加を打ち消す大幅減少で、再び450千件を割り込み、今年7月以来の低水準となった。4週移動平均も446.5千件（同-10千件）と低下に転じた。失業保険申請件数はようやく減少トレンドを形成しつつある。次の目標は400千件レベル、過去の経験則からは雇用が安定的に拡大するには370千件レベルにまで減少する必要がある。



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- 米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（11月5日ㄨ週）は前週比+5.8%、リファイナンス指数+6.0%、購入指数+5.5%**：住宅ローン申込指数は前週の低下から転じて上昇、リファイナンス指数、購入指数ともに上昇した。購入指数は3週連続の上昇で、購入のための住宅ローン申込の底入れが見えつつある。30年物固定住宅ローン金利は4.49%（前週比-0.01%）と依然低水準にある。



(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

(< 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.