



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

December 24, 2010

<FOCUS>

消費が成長を牽引する：2011年展望

- ▶ 来年 2011 年については、先週の当レポートの暫定予想の通り、成長予想を約 1% 引き上げて前年比+3.3%への成長加速を見込む。
- ▶ 従前の予想では失業率が 2011 年末時点でも 9% 台の高率にとどまると見ていた。今回成長率の上方改訂にともない 2011 年末の失業率を 8% 台に下方修正する。コアインフレ率は 2011 年には 1% 台に緩やかに上昇すると見る。通年の総合消費者物価指数の伸び予想は前年比+1.5%、同コア指数は同+1.2%である。
- ▶ 2011 年の成長率が大幅に加速するのは主に上記の通り減税等の一時的要因によるものである。だが、この効果を除いたベースラインの景気も、ゆるやかだがさらに加速していくと見る。
- ▶ 下方リスクシナリオは、国内のものと海外からのショックがありうる。まず国内で商業用不動産市場のリファイナンスリスク、中小金融機関の破綻増加による金融不安再発リスク、そして州・地方政府の財政悪化による需要・雇用の減退などがある。これらは、すでにリスクとしては市場にも織り込み済みであって、これが顕現して大きなショックになる可能性は低いと見る。景気の回復の足を引っ張ることはあっても、これらがトリガーとなって景気が急悪化する類のものではなさそうだ。
- ▶ 一方、海外からのショックは、基本的には米国経済への直接影響はないものの、ひとたび世界的に伝染した場合には影響が大きくなる恐れなしとしない。

<トピック 1> 底入れは間近：事業用不動産アップデート

事業用不動産市場は依然低迷が続いているが、明らかに底入れの兆候も見られる。今年初め 3 月時点の当レポートでの慎重な見方はまだ維持するが、最悪期を過ぎたのも事実のようだ。

<トピック 2> 終盤にさらに加速中：スーパーサタデーまでの年末商戦

年末商戦はいよいよ終盤に差し掛かった。クリスマス前の最後の土曜日（今年は 12 月 18 日）はスーパーサタデーと呼ばれ、ブラックフライデーに次ぐ売上集中日とされる。豪雪で売上が急減した昨年同時期との比較でもあり、今年のスーパーサタデーの前年比の売上は大幅に伸びた模様だ。

<経済・金融の動向：12月20日～24日現在> 市場閑散の中株価は高値引けへ

<経済指標コメント> 実質 GDP 成長率（第 3 四半期、確報）は前期比年率+2.6%（改訂値同+2.5%）、他。

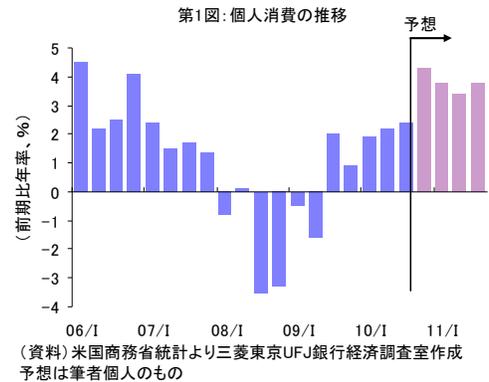
<FOCUS> 消費が成長を牽引する：2011年展望

来年2011年は消費を中心に成長加速の年になるだろう。国内のリスク要因は大きなショックにはなりにくく、むしろ海外要因に要注意だ。

今年の第4四半期の成長予想を上方修正する

まず今年の第4四半期の実質GDP成長率予想を、これまでの前期比年率+2%台から大幅上方修正して、同+3.5%とする。

予想以上に好調なのは個人消費である。23日に公表された個人消費統計では、実質個人消費の第3四半期分(7-9月期)が下方改訂された一方で、10月が大幅上方改訂されて前月比+0.5%の大幅な伸び、11月も同+0.3%と堅調だった。12月が横ばいで推移した場合でも第4四半期の実質個人消費は前期比年率+4%を超える急加速になる計算になる(第1図)。これは従前予想の同+2.5%からの大きな上ブレである。



消費加速の要因としては、10月に自動車販売が増加して年率12百万台台にのせたこと、また年末商戦が予想以上に好調で自動車以外の小売売上高の伸びが加速していることがある。

拡大を見込んでいた貿易赤字も10月時点では輸出の減少により縮小している。純輸出項目が第4四半期には予想よりも成長へのマイナスの影響を縮めそうだ。

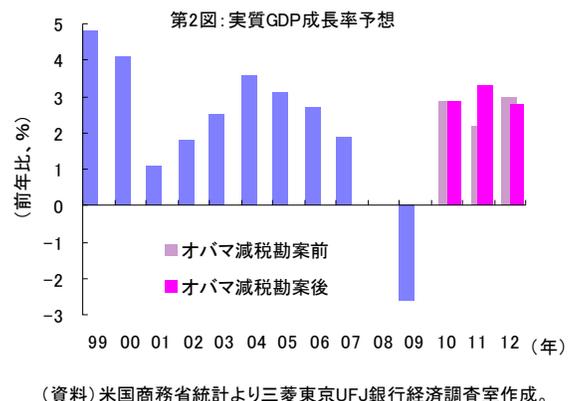
逆に住宅投資は第4四半期に大幅なプラス転化を見込んでいたが、これは下方修正が必要だ。住宅着工件数は10月、11月も低迷、住宅建設支出も10月には微増にとどまっている。第4四半期では本格的なプラス転化は見込めずほぼ前期比横ばいからややマイナスの伸びになりそうだ。

これらを合わせ、第4四半期の成長率予想を前期比年率+3.5%とする。これにより2010年通年の成長率予想は前年比+2.9%となる。

2011年は減税法の成立で3.3%への加速を見込む

来年2011年については、先週の当レポート¹の暫定予想の通り、成長予想を約1%引き上げて前年比+3.3%への成長加速を見込む(第2図)。

ここでも加速を牽引するのは個人消費になる。17日に成立したブッシュ減税延長法の中の、給与税減税と緊急失業保険制度延長は、2011年の個人消費は+1%ほど(企業投資減税の効果を合わせて合計



¹ 12月17日付当レポート「来年の成長率を0.8%押し上げる：減税法成立へ」参照。

で GDP を+0.8%ほど) 押し上げる見込みだ。これに上記の 2010 年の上方修正を加味すると、2011 年通年の成長率は 3%台を確保できる見込みである。

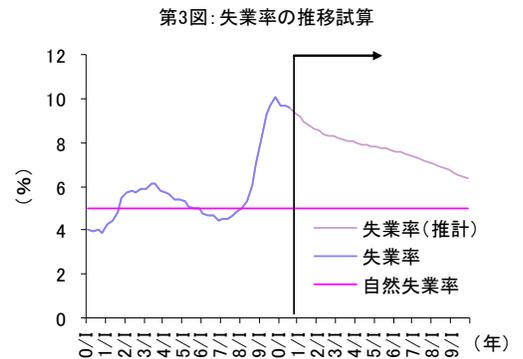
ただし、給与税減税、緊急失業保険給付は今回の立法では 2011 年限りの措置である。したがって翌 2012 年にはやや成長率は鈍化すると見る。

デフレは回避するがインフレ率は低め、失業率は下方修正してもなお高い

従前の予想では失業率が 2011 年末時点でも 9%台の高率にとどまると見ていた。今回成長率の上方改訂にともない 2011 年末の失業率を 8%台に下方修正する。

しかし、それでも失業率が高いことには変わらない。2012 年以降毎年 3%の成長が続いたとしても労働需給ギャップ解消には 10 年を要するという計算上の状況は従前と同じだ(第 3 図)。拡大した需給ギャップは徐々に縮小していくが、1 兆ドルに開いたギャップは単年度の成長上ブレだけではすぐには解消できない。

従って物価についても引き続きデスインフレ圧力が強くなりそうだ。もとより、現在のインフレ率はほぼボトムで、今後インフレ率は緩やかに上昇していくというのが従前からの見方で、今回の成長上ブレはこれをさらに支持する材料になる。食品とエネルギーを除くコア消費者物価の前年比上昇率は 10 月に+0.6%の統計史上最低にまで低下したが、11 月には同+0.8%に持ち直している。コアインフレ率は 2011 年には 1%台に緩やかに上昇すると見る。通年の総合消費者物価指数の伸び予想は前年比+1.5%、同コア指数は同+1.2%である。



(資料) 米国労働省統計、米議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成(注) 失業率試算は、成長率として2010-11年を筆者予想、2012年以降は前期比年率3%として、GDPギャップと労働需給ギャップの相関から推計。

株価はさらに上昇、長期金利は 3%台半ば中心にじり高を見込む

尚、この予想の前提として、株価は 2011 年にさらに上昇、NY ダウのレンジを 10000 ドル~12000 ドルとしている。これは 1 年の間に株価は一方的上昇ではなく、上下を繰り返すものの、昨年よりも上値を切り上げていくとの見方の反映である。基本的には現在の株価は株価収益率でみたバリュエーション的にきわめて割安であることが株価強気見通しのベースになっている。

長期金利は、10 年物米国債利回りが 3.5%を中心にもみ合いながらじり高になり、2011 年末には 3.7%~4%近くまで上昇すると予想する。これは、成長見通しの上方改定とデフレ回避予想を前提に、長期金利の水準が成長率と期待インフレ率から導かれる均衡水準でじり高に推移するとの考えの反映である。

尚、FRB の金融政策は、来年 6 月まで合計 6000 億ドルの米国債購入を継続し、利上げは 2012 年になってからとの従来の予想を維持する。

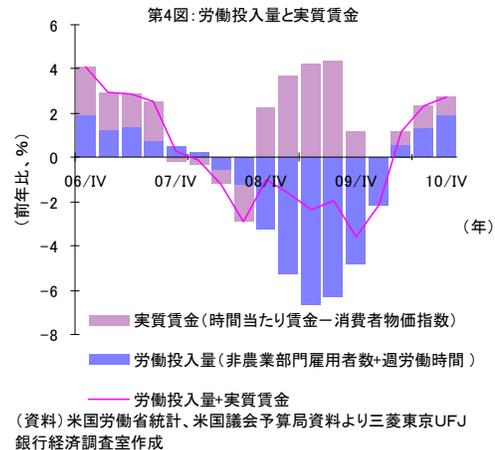
雇用と賃金上昇でベースラインの成長は2%台は確保できる：これに減税効果が加わる

2011年の成長率が大幅に加速するのは主に上記の通り減税等の一時要因によるものである。だが、この効果を除いたベースラインの景気も、ゆるやかだがさらに加速していくと見る。

2010年の成長見込み+2.9%のうち、2009年景気対策法や住宅購入インセンティブ制度など、政府の景気刺激策による押し上げ効果は約1%強だったと推測している。つまり2010年の民間の実力ベースの成長は1%台後半程度だったことにある。

これに対し、2011年はこのベースラインの成長が2%台半ばにまで加速すると見る。雇用は、2011年も月あたり100千人～150千人の増加ペースにとどまると見込んでいる。これは雇用者数が概ね年間で1%の増加をすることを意味する。また直近では週平均労働時間が上昇しているから、雇用者数の伸びに労働時間の伸びを合わせた労働投入量は2%弱の増加をしている。

時間当たり賃金上昇率は低下しているものの現在でも前年比2%レベルの伸びを確保している。物価上昇率を差し引いた実質賃金の伸びが概ね1%弱となる。これらを合わせて約2%台の所得の伸びが給与・賃金のみで確保できる計算になる（第4図）。



やや保守的な予想でリスクはむしろ上方

さらに、上記の減税策が新たな労働需要を喚起すれば今後経済に正のスパイラルをもたらしていくことが可能だ。2012年に減税が終了したとしても、その時点で自律的な成長のベースラインが3%台に上昇していることは十分にありうることだ。

したがって、このメインシナリオはどちらかといえば上方リスクをはらんでいる。雇用増加ペースが現状からあまり加速しないというのは保守的な想定である。また所得効果についても年内には乗数効果が現れないという前提になっているが、実際には年初の所得増が年内に追加需要を喚起することはありうることである。

国内のリスク要因が大きなショックになる可能性は低い

下方リスクシナリオは、国内のものと海外からのショックがありうる。まず国内で商業用不動産市場のリファイナンスリスク²、中小金融機関の破綻増加による金融不安再発リスク、そして州・地方政府の財政悪化による需要・雇用の減退などがある。これらは、すでにリスクとしては市場にも織り込み済みであって、これが顕現して大きなショックになる可能性は低いと見る。景気の回復の足を引っ張ることはあっても、これらがトリガーとなって景気が急悪化する類のものではなさそうだ。

² <トピック1>参照。

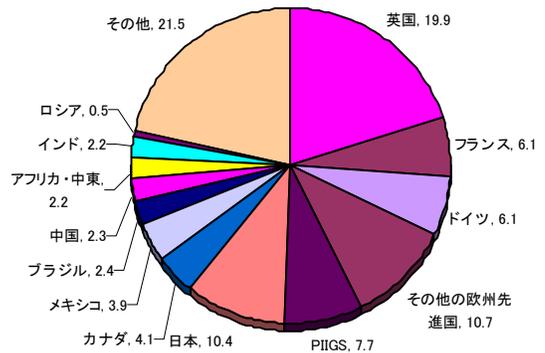
一方、海外からのショックは、基本的には米国経済への直接影響はないものの、ひとたび世界的に伝染した場合には影響が大きくなる恐れなしとしない。

欧州財政不安の伝染ルートは複数ある

まず欧州財政不安である。米国に対する欧州リスクの波及ルートは、実体経済を通じたものと金融システムを通じたものに分かれる。実体経済を通じたものとしては、欧州に対する輸出の減少がありうるが、これは大きな問題ではないといえる。過去1年間米国からEUへの輸出の伸びはやや鈍化しているものの、それでも10月時点で前年比6%台の増加を保っている。金融危機のあった2009年には欧州への輸出は約2割減少した。米国の輸出に占めるEU向けの割合は約20%程度だから、仮に今後欧州への輸出が2割減少したとしても、成長への影響は僅少だ。

金融を通じた影響は大きい可能性があるが、中央銀行による資金供給体制があることで大きなショックは防げそうだ。米国銀行の対外債務の約半分が欧州向けである(第5図)。したがって米国銀行が欧州財政懸念を機に欧州向け与信を圧縮する行動にでると、再び欧州の金融システム不安が高まる可能性なしとしない。しかし、金融危機の段階ですでに与信の圧縮は十分過ぎるほどに進んでいたと考えられる。欧州金融システムにおいても、米国銀行からの調達が多いと考えられる米ドル資金は、FRBとの通貨スワップ協定を通じて欧州中央銀行が供給可能だ。

第5図: 米銀の国別対外債権(2009年、%)

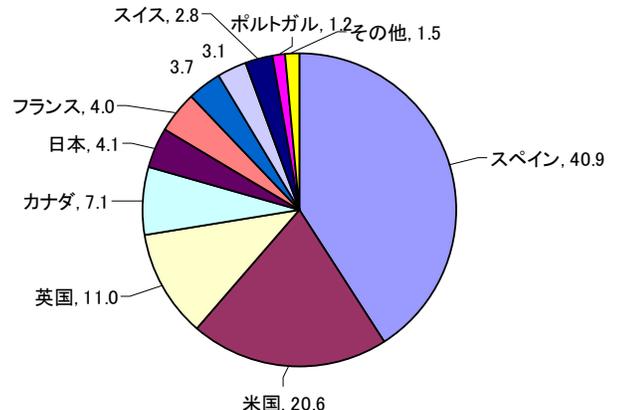


(資料) BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中南米伝染ルートや、中国の引き締め策も注視する必要がある

別なルートとして、欧州銀行から中南米を通じた金融システム不安の可能性には留意する必要がある。中南米は、その資金調達の約40%をスペインに依存している(第6図)。欧州では、ギリシャ、アイルランドのEUによる救済に続き、スペイン、イタリア、ポルトガルなどの国(いわゆるPIIGS)の財政懸念が高まっている。仮にスペインの財政・経済・国債が崩れ始めると、スペインから中南米への信用供与が一気に収縮する可能性なしとしない。これは、過去の当レポート³

第6図: 中南米に対する外国銀行債権(2009年、%)



(資料) BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

³ 6月11日付当レポート<トピック1>参照。

ではすでに指摘済みだが、あまり市場では注目されていないポイントである。

欧州危機が中南米に波及すると、当面世界経済の成長をになうとされている新興国の成長際悪化の連想から、新興国資産価格の下落、商品価格下落を招くというショックになる可能性を否定できない。

中国の状況も同様である。中国はすでに漸進的な金融引き締め策を継続的に実施している。最近準備預金率引き上げの間隔が短くなっていて、この引き締め継続はすでに市場におこまれつつある。以前には引き締め公表の都度商品価格が一時的に急落していたが、むしろこうした継続的引き締め策でも市場は大きく反応しなくなっている。筆者個人の見方では中国の引き締め策はこれまで適度に行われてきたと見る。しかし、すでに不動産などのバブル崩壊を一部に抱えた中国の引き締めがなんらかのショックを商品市場や株式市場に与えた場合の、中国を輸出相手国とする国や世界経済への影響は大きくなる可能性がある。

米国ソブリンリスク示現の可能性は低い：格付変更の予想困難さは別にして

最後にソブリンリスクの問題である。上記のオバマ減税は、2009年景気対策法で増大した財政赤字をさらに拡大するものだが、当レポートでは依然、米国債は他国の国債やリスク資産にくらべて相対的には優位であり、今後1年に米国債が本格暴落するとは考えていない。

一方欧州各国の国債の格付引き下げが相次いでいる。米国債についても、格付け機関 Moody's が13日に米国債の格付見通しをネガティブに変更する可能性を警告するなどソブリンリスク一般への懸念が広がっているのも事実だ。一般に有価証券の格付けが一気に引き下げられることは、予測困難な非線形リスクであり一般に市場にとっては大きなショックになりうることは留意はしておく必要がある。

(＜FOCUS＞)

<トピック 1> 底入れは間近：事業用不動産アップデート

事業用不動産市場は依然低迷が続いているが、明らかに底入れの兆候も見られる。今年初め3月時点の当レポート⁴での慎重な見方はまだ維持するが、最悪期を過ぎたのも事実のようだ。

事業用不動産建設はまだ低迷している

まず、事業用不動産建設の状況だが、建設支出統計による非住宅建設はそのマイナス幅を縮小しているものの、まだマイナス領域にある。支出金額ベースではようやく横ばいになりつつある。

業種別内訳では、小売など個人消費の回復により、商業施設の建設がやや先んじてマイナス幅を縮小しているが、オフィスや宿泊施設は過剰供給がまだ解消されてないことや、企業のオフィス拡大が景気全体に遅行することから出遅れている（第1図）。

商業不動産建設が増加基調に転じるには、今後空室率が低下して家賃が上昇すること、また企業がオフィスと雇用拡大という思い切った事業拡大に乗り出すことが必要だ。現状企業の景況感は悪くはないが、つい夏ごろまで米国景気2番底という懸念があったことを考えれば、企業の事業拡大は慎重にならざるを得ないだろう。

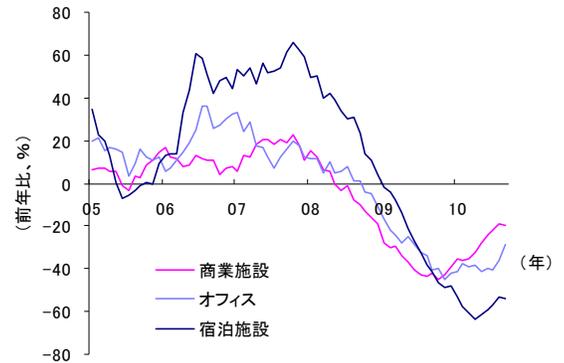
空室率、家賃は一部に好転の兆しが見える

もっとも、事業用不動産建設に先行する空室率や家賃はようやく悪化が終わる気配がある。

調査会社Reisによれば、2010年第3四半期に全米のアパートメントの空室率は7.2%で、これは2009年の第3四半期の7.9%、今年の第2四半期の7.8%から低下傾向にある。オフィスの空室率はまだ上昇しているものの、その上昇ペースは鈍っている。また、オフィス賃料も低下していることには変わらないものの、その低下幅は縮小しているとされている⁵。

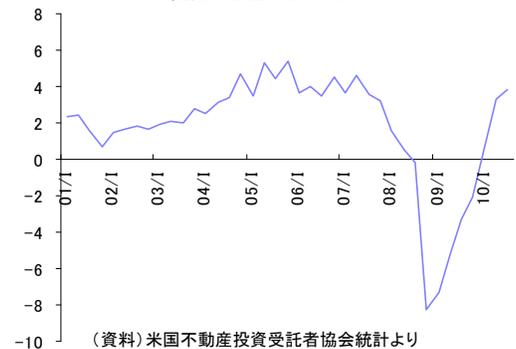
来年の市場動向についても、業界団体はようやく楽観的になってきた。全米不動産業協会（NAR）は、

第1図：事業用建設の伸び



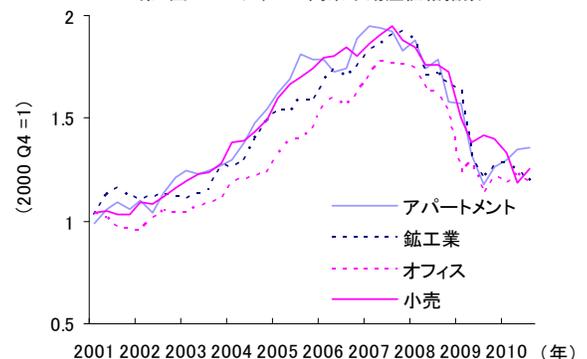
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：NCREIFインデックス



(資料)米国不動産投資受託者協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ムーディーズ商業不動産価格指数



(資料)Moody's, マサチューセッツ工科大学資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

⁴ 3月19日付当レポート「慎重な予想を今は維持する：事業用不動産」参照。

⁵ 10月5日、10月6日付WSJ紙による。

アパートメントの家賃につき、2009年に低下、2010年に横ばいになったのち2011年には1～2%の上昇を見込んでいる。オフィスについては空室率が現状の16.7%から来年は16.4%に低下すると予想している。ただオフィス家賃は今年1.8%の低下に続き来年も1.6%の下落を見込んでいる。小売スペース空室率が今年の13.1%から来年は13.0%とほぼ横ばい。小売スペース家賃は2010年の3.4%下落に対し2011年は0.3%下落にとどまるとしている⁶。

こうした背景から、商業不動産価格には底入れが見られる。ムーディーズ商業不動産価格指数は2010年で概ね底入れ感がある（第2図、第3図）。

今後、景気が当方予想通り回復すれば（GDP成長率は2010年予想+2.9%に対し2011年予想は+3.3%への加速を見込んでいる）、商業不動産市場環境（空室率、家賃）がこれ以上悪化する可能性は低いと見る。したがって事業用不動産価格も底入れから安定が見えると予想する。

リファイナンスリスクの顕現はこれからの可能性があり、リスク要因となる

商業用不動産市場が再び悪化するリスクシナリオとしては、景気全体が悪化するケースのほかに、リファイナンスのリスクがありうる。米議会の報告書によれば、2011年から2014年にかけて約1.4兆ドルの商業用不動産ローンの期日が到来するとされ、今年2月現在でその約半分の不動産価値がローン残高を下回っていたとされる⁷。

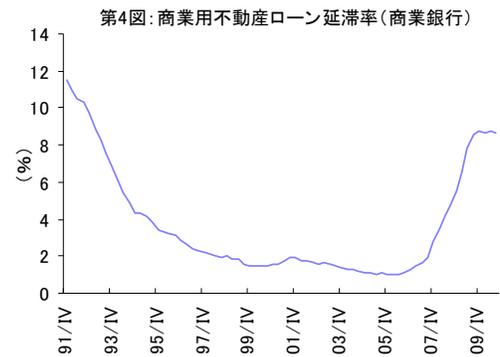
こうしたリファイナンスリスクが顕在化すれば、商業不動産価格が再び下落する可能性なしとしない。仮に1.4兆ドルの半分の7000億ドルが今後5年間に亘り延滞したとすると、近隣不動産価格への影響は無視し得ないものになりうる。

上記議会報告書では、今後の商業用不動産貸出から発生する損失は約2000～3000億ドルと推計している。これは住宅ローンやサブプライム問題による損失よりははるかに小さいが、主にオンバランスの事業用不動産貸出が中小銀行に集中していることは今後の金融不安の再燃の火種ともいえる。

ただ、一般的には今年に入り商業用不動産のファイナンス環境は好転しているというのが状況証拠である。例えばNYの都心では大型のビルのリファイナンスが前回よりも低利でできたとの話がある。おそらく新興国などからの投資資金が投資先を探す動きがあると推測できる。

結論として、商業用不動産価格は今後景気の回復に伴い底入れがはっきりすることがメインシナリオである。リスクシナリオとしては、景気全体の再悪化のほか、上記の計測困難なリファイナンスリスクの顕在化がありうるといえる。

<トピック1>



（資料）FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成（年）

⁶ 11月29日付NARプレスリリースによる。

⁷ 2010年2月の米議会監視委員会 Congressional Oversight Panel による報告書、前掲3月19日付当レポート参照。

<トピック2> 終盤にさらに加速中：スーパーサタデーまでの年末商戦

年末商戦はいよいよ終盤に差し掛かった。クリスマス前の最後の土曜日（今年は12月18日）はスーパーサタデーと呼ばれ、ブラックフライデーに次ぐ売上集中日とされる。豪雪で売上が急減した昨年同時期との比較でもあり、今年のスーパーサタデーの前年比の売上は大幅に伸びた模様だ。

調査会社ShopperTrack RCTは、18日のスーパーサタデーの小売売上高が実に前年比+15.1%の増加、客足数も同+10.1%の大幅増となったと発表した。ただし昨年2009年のスーパーサタデーが、米国北東部を中心に見舞った記録的豪雪のため前年比-16.5%の減少だったため、+15%の増加も過去の同時期に比べれば上出来とはいえないようだ。実際は今年も降雪はなかったものの東海岸中心に寒気がおき、例年よりも気温が低かったことが一部の地域の売上を抑制した模様だ（国際ショッピングセンター評議会による）。

同じくShopperTrack RCTによれば、12月17日～19日の3日間を通じたスーパーサタデー週末の売上は前年比+5.5%で、これも2009年の同-6.2%の減少を取り戻すには至っていない。

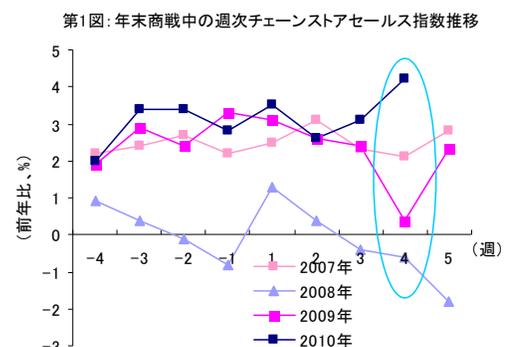
しかし、同社によれば、今年はスーパーサタデーよりも翌日の日曜日により強い売上の伸びが見られた模様で、全体としては週末後半にかけて売上は勢いを回復しているという感じで、悲観的なコメントは見られない。

国際ショッピングセンター評議会（ICSC）による週次のチェーンストアセールスも、スーパーサタデーを含む12月18日までの週に前年比の伸びを大幅に伸ばして+4.2%としている（第1図）。過去3年間には、スーパーサタデーを含む週に少なくとも一旦は売上の鈍化がある傾向があったが、今年は逆に（昨年の天候要因という要因はあれ）売上の伸びが加速しているのは心強いことだ。

ただし、ICSCによれば、12月19日までに年末商戦の買い物を終了した消費者の割合が73.9%と、昨年の70.9%を上回っている。昨年は最後のクリスマスの週に前週の悪天候分を一気に挽回して商戦が締めくくられた。今年は最後のスパートはもう少し自然体になりそうだ。

いずれにせよ、クリスマス前日の25日までの商戦は当初予想以上に好調な結果になりそうだ。当レポートでは、11月、12月の商務省統計による小売売上高（自動車・ガソリン・レストランを除く）ベースでの年末商戦売上高が前年比+6%またはそれ以上との予想を維持する。

<トピック2>



(資料)国際ショッピングセンター評議会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。
(注)「第1週」は感謝祭(11月第4木曜日)を含む土曜日までの1週間。

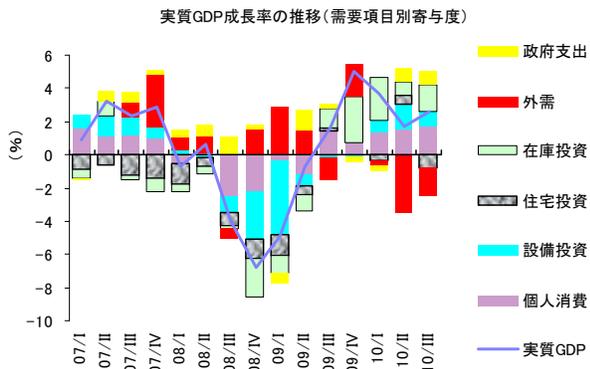
<経済・金融の動向：12月20日～24日現在>
市場閑散の中株価は高値引けへ

- **株式市場**、NY ダウは4週続伸、前週末比+82ドル高の11573ドルで23日の取引を終えた（24日は株式市場休場）。クリスマス休暇前の閑散な取引の中、景況感改善からNYダウは週初の20日を除き3日続伸。年初来高値を更新した。S&P500の10業種別では、金融、素材、エネルギーなど景気敏感株を中心に全業種が過去5営業日で上昇した。
- **為替市場**はドルが対円で反落、ユーロに対しては小動きとなった。ドル円は先週末の83円台後半から今週はドルが反落し82円台後半で越週。ユーロは先週末とほぼ同じ1ユーロ=1.31ドル台後半で越週した。**債券市場**では長期金利はもみ合い、先週末とほぼ同じ3.3%で越週した。
- **向こう1週間**は、28日に12月カンファレンスボード消費者信頼感指数、10月S&Pケースシラー住宅価格指数が公表されるほかは、大きな指標、イベントはない。
- 株価は、閑散な市場ながら上昇モメンタムを維持している。来週も薄い市場ながら基調は強含みと見る。今年の株価は高値引けの可能性が高くなってきた。株価は企業収益に対してまだ割安であることから来年にはNYダウは12000ドルを目指して上昇すると見る。
- 為替市場ではドル円が85円の上値抵抗線で再び頭を抑えられた形。テクニカルには短期的に下方リスクが出てきているが、米国の景況感回復や米国債の下げ一服感は引き続きドルが相対的に円に対し優位であることを示唆している。来年にかけてのドルじり高基調予想は維持する。

（<経済・金融の動向>）

<経済指標コメント>

- **実質 GDP 成長率（第 3 四半期、確報）は前期比年率+2.6%（改訂値同+2.5%）**：第 3 四半期の GDP 成長率確報は前期比年率+2.6%と、改訂値から+0.1%の小幅上方改訂にとどまった。内訳では、個人消費が同+2.4%と-0.4%の大幅下方改訂となった。サービス消費のうちのヘルスケア、金融サービス消費が大幅下方改訂されたのが要因。上方改訂された主な項目は在庫投資で、寄与度+1.61%と改訂値から約+0.3%の上方改訂。また純輸出もマイナス幅が寄与度で約+0.06%上方改訂された。



(資料) 米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

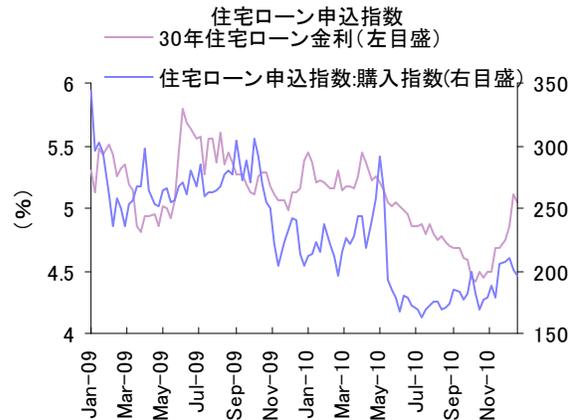
- **中古住宅販売（11 月）は年率 4680 千戸（前月比+5.6%）、在庫期間 9.5 ヶ月（前月比-1.0 ヶ月）**：中古住宅販売は過去 4 ヶ月の間で 3 回目となる前月比増加。住宅購入インセンティブ制度終了後の反落は 7 月で底打ちしてその後順調に回復しているといえる。4680 千戸の販売戸数水準は 2009 年 2 月頃のリーマンショック後の底入れ水準に概ね相当する。中古住宅販売戸数はインセンティブ終了後の反落から当レポートで想定していた回復の目処をほぼ達成した模様だ。在庫期間は 9.5 ヶ



(資料) 米不動産業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

月と依然長いものの順調に短期化しているほか、在庫残高も 3 ヶ月連続で減少している。統計で見える限りでは中古住宅市場の回復は順調だ。ただし、差し押さえ凍結の影響の有無はここから読み取れず、隠れ在庫の存在の可能性には注意が必要だ。

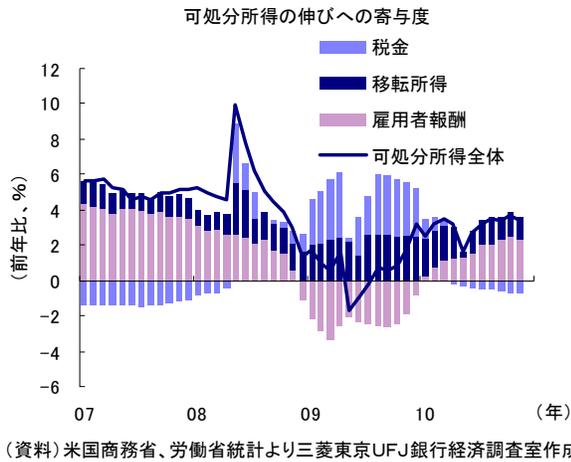
- **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（12 月 17 日 週）は前週比-18.6%、リファイナンス指数同-24.6%、購入指数同-2.5%**：住宅ローン申込指数はクリスマス休暇前の季節要因もあり大幅低下した。30 年物住宅ローン金利は 5.04%（前週比-0.07%）と上昇が一服している。市場の長期金利も上昇が一段落したことで年明けの住宅ローン市場にはまた明るさが見えてきているといえる。



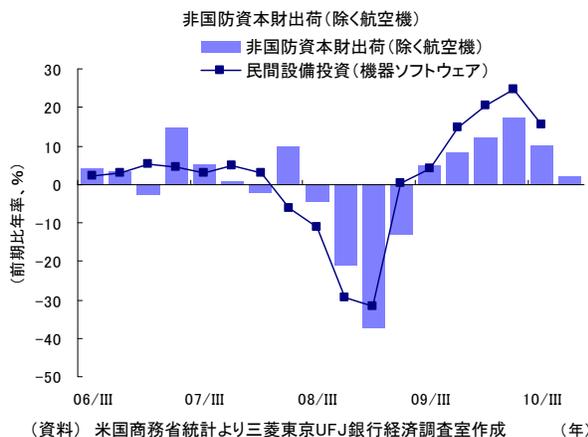
(資料) 米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **個人消費統計（11 月）：名目個人所得は前月比+0.3%、名目個人消費は同+0.4%、実質個人消費同+0.3%**：名目個人所得は 2 ヶ月連続の増加、前年比の伸びは+3.8%と 3%台の巡航速度を保っている。3%台の所得の伸びは金融危機前の 5%~7%より明らかに低いものの、雇用の伸び+1%、賃金の伸び+2%、他移転所得など、という当レポートの見る現在の巡航速度に整合している。2011 年からは、オバマ減税特に給与税の 2%カットにより、減税による可処分所得増加効果が顕在化してくるだろう。11 月の所得の伸びの内訳は雇用者報酬前月比+0.1%（前年比+3.3%）、自営所得同+0.7%（同+5.6%）、賃貸所得同+0.7%（同+9.8%）、利子配当同+0.9%（同+1.1%）、移転所得同+0.3%（同+6.4%）。税金を差し引いた可処分所得は前月比+0.4%（前年比+3.8%）の堅調な伸びを示している。実質個人消費は耐久財消費、非耐久財消費、サービス消費のいずれもが伸びて、前月比

+0.3%（前年比+2.8%）のこれも堅調な伸びかつ前年比の伸びは加速している。今回の発表では第3四半期の実質個人消費の伸びが下方改訂（前年比年率+2.6%から同+2.4%）されたが、前月10月の伸びが大幅上方改訂された。11月分とあわせ、第4四半期の実質個人消費の伸びは当レポートの予想を大きく上回る同4%台に届く見込みだ。年末にかけて統計上も消費の伸び加速は明らかになっている。

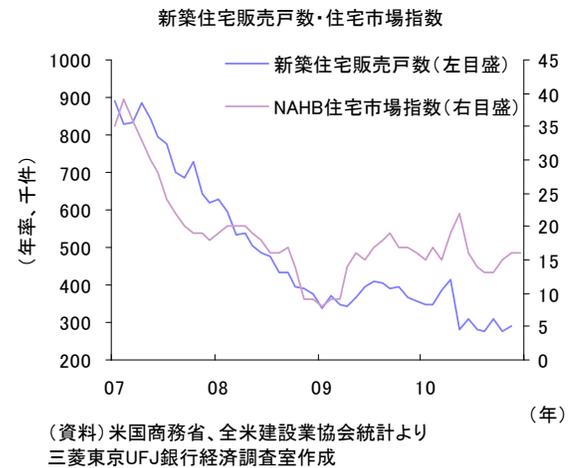


➤ **耐久財受注（11月）は前月比-1.3%（前月同-3.1%）、非国防資本財受注（除く航空機関連）は同+2.6%（前月同-3.6%）、同出荷同+1.0%（前月同-1.2%）**：耐久財受注は2ヵ月連続の大幅減少となったが、主に振れの大きい航空機関連の受注の減少を反映したもので、運輸関連を除くベースでは前月の同-1.9%から同+2.4%に大幅増加した。民間機器ソフトウェア投資の先行指標となる非国防資本財受注（航空機関連を除く）は、前月のマイナスからプラスに転化。一般機械、コンピューター、電気機器など多くの品目が前月の受注減から受注増に転じた。同受注の前年比の伸びは+16.2%と引き続き高水準を保っている。GDP統計上の機器ソフトウェア投資の基礎統計となる同出荷額は前月のマイナスから11月はプラスに

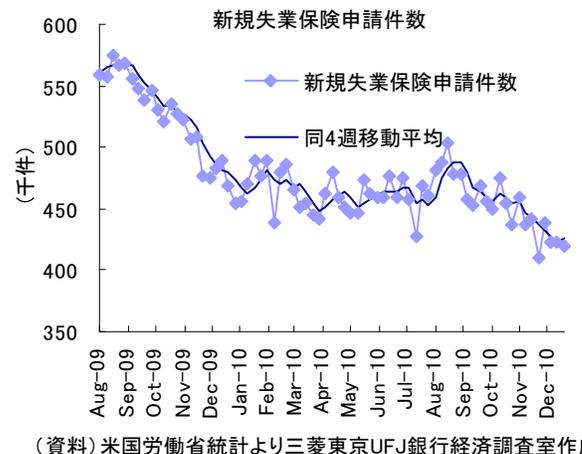


転じた。ただし、第4四半期の出荷の伸びのペースは第3四半期から大きく減速している。設備稼働率がまだ低いことから、当方見込み通り更新投資が一巡したあとは、設備投資は第4四半期にその伸びを大きく鈍化させそうだ。

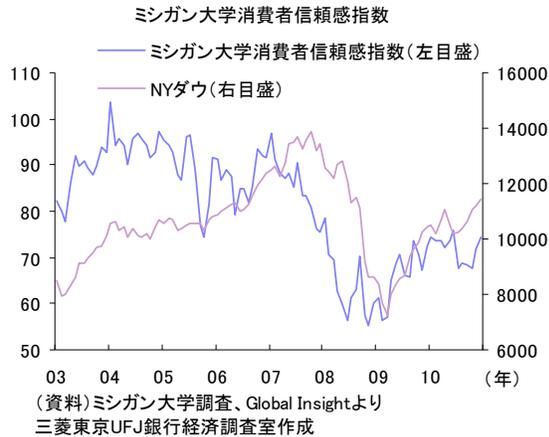
➤ **新築住宅販売（11月）は年率290千戸（前月比+5.5%）、在庫期間8.2ヶ月（前月比-0.6ヶ月）**：新築住宅販売は前月の大幅減少（同-10.7%）からやや持ち直したが、販売水準は依然として低い。ただし、在庫残高は安定していて、在庫期間は縮小傾向にある。中古住宅販売の持ち直しで、住宅販売全体としてはインセンティブ制度終了の反動減からもとの水準を回復しつつあると見ていいだろう。



➤ **新規失業保険申請件数（12月18日ㄨ週）は420千件（前週比-3千件）、継続受給者数（12月11日ㄨ週）は4064千人（前週比-103千人）**：新規失業保険申請件数は減少、7週連続で450千件を下回った。ただ4週移動平均は426千件（前週比+2.5千件）と7週ぶりに上昇に転じている。総じて失業保険申請件数の減少基調は続いていると見てよい。



- **ミシガン大学消費者信頼感指数 (12月、確報)** は 74.2 ポイント (前月比+2.6 ポイント)、5-10 年消費者期待インフレ率は 2.7% (前月比 -0.1%) : 消費者信頼感指数は2ヵ月連続の上昇。内訳は現況指数が 85.7 ポイント (前月比+3.6 ポイント)、期待指数が 66.8 ポイント (+2.0 ポイント) といずれも上昇。年末にかけて消費者信頼感は上昇モードで来年を迎えることになった。消費者期待インフレ率は 2.7% と引き続き安定している。



米国経済成長率の推移

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 寄与度 (%) |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|
| | | | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | |
| 実質GDP | 1.9 | 0.0 | -2.6 | -0.7 | 0.6 | -4.0 | -6.8 | -4.9 | -0.7 | 1.6 | 5.0 | 3.7 | 1.7 | 2.6 | 2.55 | |
| 個人消費支出 | 2.4 | -0.3 | -1.2 | -0.8 | 0.1 | -3.5 | -3.3 | -0.5 | -1.6 | 2.0 | 0.9 | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 1.67 | |
| 耐久消費財 | 4.2 | -5.2 | -3.7 | -10.8 | -2.9 | -12.0 | -22.3 | 4.8 | -3.1 | 20.1 | -1.1 | 8.8 | 6.8 | 7.6 | 0.54 | |
| 非耐久消費財 | 2.0 | -1.1 | -1.2 | -3.0 | 2.0 | -5.5 | -4.9 | 0.4 | -0.7 | 1.7 | 3.1 | 4.2 | 1.9 | 2.5 | 0.39 | |
| サービス | 2.2 | 0.9 | -0.8 | 1.9 | 0.0 | -1.3 | 0.6 | -1.6 | -1.7 | -0.5 | 0.5 | 0.1 | 1.6 | 1.6 | 0.74 | |
| 民間固定資本形成 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 民間設備投資 | 6.7 | 0.3 | -17.1 | 2.0 | -1.6 | -8.6 | -22.7 | -35.2 | -7.5 | -1.7 | -1.4 | 7.8 | 17.2 | 10.0 | 0.93 | |
| 構築物投資 | 14.1 | 5.9 | -20.4 | -0.1 | 7.5 | -3.6 | -8.9 | -41.0 | -20.2 | -12.4 | -29.2 | -17.8 | -0.5 | -3.5 | -0.09 | |
| 機器ソフトウェア投資 | 3.7 | -2.4 | -15.3 | 3.0 | -6.0 | -11.1 | -29.5 | -31.6 | 0.2 | 4.2 | 14.6 | 20.4 | 24.8 | 15.4 | 1.02 | |
| 民間住宅投資 | -18.7 | -24.0 | -22.9 | -27.9 | -14.0 | -22.6 | -32.6 | -36.2 | -19.7 | 10.6 | -0.8 | -12.3 | 25.7 | -27.3 | -0.75 | |
| 民間在庫投資(億ドル) | 277 | -376 | -1131 | -82 | -206 | -274 | -943 | -1,258 | -1,618 | -1,282 | -367 | 441 | 688 | 1,214 | 1.61 | |
| 純輸出(億ドル) | -6,549 | -5,041 | -3,630 | -5,299 | -4,938 | -5,148 | -4,777 | -3,892 | -3,420 | -3,908 | -3,301 | -3,384 | -4,490 | -5,050 | -1.70 | |
| 輸出等 | 9.3 | 6.0 | -9.5 | 5.7 | 13.2 | -5.0 | -21.9 | -27.8 | -1.0 | 12.2 | 24.4 | 11.4 | 9.1 | 6.8 | | |
| 輸入等 | 2.7 | -2.6 | -13.8 | -1.4 | 2.9 | -0.1 | -22.9 | -35.3 | -10.6 | 21.9 | 4.9 | 11.2 | 33.5 | 16.8 | | |
| 政府支出・投資 | 1.3 | 2.8 | 1.6 | 2.3 | 3.3 | 5.3 | 1.5 | -3.0 | 6.1 | 1.6 | -1.4 | -1.6 | 3.9 | 3.9 | 0.79 | |
| (国内民間最終需要) | 1.6 | 0.1 | -0.1 | -1.8 | -0.8 | -5.1 | -7.4 | -7.2 | -3.0 | 1.8 | 0.6 | 2.1 | 4.6 | 2.2 | 1.85 | |
| GDP価格指数 | 2.9 | 2.2 | 0.9 | 1.9 | 3.2 | 4.5 | -1.2 | 1.1 | 0.3 | 0.7 | -0.2 | 1.0 | 1.9 | 2.1 | - | |

(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成
2010年第3四半期のGDPは12月23日発表の確報値。「民間在庫投資」「純輸出」は年率換算した額(2005年連鎖価格)。
国内民間最終需要は個人消費支出・民間設備投資・民間住宅投資の合計

(< 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.