



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

今週は年末につき短縮版にてお送りします。
2010年のご愛読ありがとうございました。
2011年もよろしくお祈りいたします。

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 31, 2010

<FOCUS>

2 番底ではない：住宅市場アップデート

- 10月分のS&Pケースシラー住宅価格指数（20都市）は3ヶ月連続となる前月比低下、前年比の伸びも今年1月以来のマイナスの伸びに転化した（<経済指標コメント>参照）。これをもって住宅市場の2番底を危惧する論調も見られる（29日付WSJ紙など）。
- しかし、住宅価格は住宅市場の遅行指標でありまた、この住宅価格指数は2ヶ月前の10月の指標である。住宅価格の低下は今新たに始まったことではない。むしろ先行指標は来年2011年後半から末ごろに住宅価格が上昇に転じることを示唆している。
- 新築・中古を合わせた1世帯住宅販売戸数は11月時点で年率約4400千戸にまで持ち直している。これは、住宅インセンティブ制度導入直前の横ばい水準にほぼ近く、また当レポートが米国の潜在的住宅需要と見ている水準にも近い。今後の住宅販売についての短期的見通しも明るい。全米不動産協会（NAR）の中古住宅販売成約指数は7月以降5ヶ月中4ヶ月で上昇、直近も2ヶ月連続の上昇をしている。
- 当レポートでは、住宅価格は販売住宅の在庫期間（住宅販売在庫戸数/月当たり販売戸数）に概ね2四半期遅行して動くとしている。住宅販売在庫期間は、住宅購入インセンティブ制度が終了した4月以降に、販売の減少から長期化に転じていて、一時11ヶ月を越える水準になった。上記の住宅価格指数の低下はこの在庫期間長期化の影響が遅れて示現したものだといえる。一方で上記の通り、住宅販売戸数は7月頃に底打ちして増加を始めている。これに従い販売在庫期間も8月以降縮小に転じている（第4図）。したがって、来年初には住宅価格も底入れするはずだ。

<トピック> 年末商戦は5年来の好調：クリスマスまでと大雪の影響

年末商戦はクリスマスまでペースを加速して終了した。クリスマス直後の豪雪のためそれなりの売上減があった模様だが、商戦全体の予想に影響を与えるものではなさそうだ。当行ベースの年末商戦売上は、来年1月14日に12月分小売売上高統計が公表された時点で判明する。上記の状況からは、前年比+6%の年末商戦の伸びはほぼ固いとみてよさそうだ。これは前年比の伸び率で2005年以来、売上高では1992年の現行統計以来最大の金額になる。

<経済・金融の動向：12月27日～31日現在> 2011年は株高・ドル高を見込む：目先のドル調整には注意

<経済指標コメント>新規失業保険申請件数（12月25日♂週）は388千件（前週比-34千件）、継続受給者数4128千人（同+57千人）、他。

<FOCUS> 2 番底ではない：住宅市場アップデート

住宅価格が再び下落していることで住宅市場 2 番底懸念が一部でささやかれている。しかし、この価格軟化は市場動向に遅行する想定内の動きであって、新たなリスクが出てきたわけではない。インセンティブ制度終了後住宅販売は回復していて、2011 年後半の住宅価格持ち直しを示唆している。差し押さえは延滞の状況は引き続き要注意だが、基本的な見通しはこれまでと不変だ。

住宅価格の再下落は想定内

10 月分の S&P ケースシラー住宅価格指数（20 都市）は 3 ヶ月連続となる前月比低下、前年比の伸びも今年 1 月以来のマイナスの伸びに転化した（<経済指標コメント>参照）。これをもって住宅市場の 2 番底を危惧する論調も見られる（29 日付 WSJ 紙など）。

しかし、住宅価格は住宅市場の遅行指標でありまた、この住宅価格指数は 2 ヶ月前の 10 月の指標である。住宅価格の低下は今新たに始まったことではない。むしろ先行指標は来年 2011 年後半から末ごろに住宅価格が上昇に転じることを示唆している。

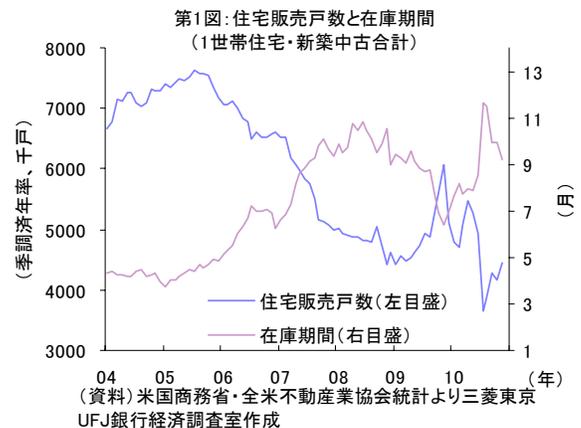
当レポートではかねてより、住宅価格の本格回復は早くとも 2011 年を待つ必要があると考えてきた¹。今年に入ってから住宅価格が上昇に転じたのは、4 月までの住宅購入インセンティブ制度による販売急増の一時的効果であって、制度終了後は販売減少とともに価格が一旦反落すると見てきた。10 月までの住宅価格の下落は概ねこのシナリオに沿ったものであり、想定内の動きである。

インセンティブ終了による減少から住宅販売は回復している

住宅購入インセンティブ終了後の販売減少が、制度期間の需要先取りの一時的反落でなく、再び中期的な減少トレンドの開始だったならば、本格的住宅 2 番底の可能性もありえた²。

しかしその後の住宅販売は順調にインセンティブ制度前の水準に回帰してきている。新築・中古を合わせた 1 世帯住宅販売戸数は 11 月時点で年率約 4400 千戸にまで持ち直している（第 1 図）。

これは、住宅インセンティブ制度導入直前の横ばい水準にほぼ近く、また当レポートが米国の潜在的住宅需要と見ている水準にも近い。新築・中古合計の 1 世帯住宅販売戸数の 24 ヶ月移動平均はやや下向きではあるものの、過去 1 年半の間は概ね横ばいの安定した動きになっている（第 2 図）。これは、インセンティブ制度によ



¹ 2009 年 11 月 27 日付当レポート「価格回復は依然 2011 年と見る：住宅在庫・差し押さえ状況」参照。

² 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。

るノイズを均した住宅販売がおおむね4000千戸～5000千戸の範囲で安定していることを表している。

今後の住宅販売についての短期的見通しも明るい。全米不動産業協会（NAR）の中古住宅販売成約指数は7月以降5ヶ月中4ヶ月で上昇、直近も2ヵ月連続の上昇をしている（第3図）。

また、住宅ローン金利は現在5%レベルの低水準にある。一時期の4%台の歴史的低水準と比較すればやや上昇したものの、それでもまだ低い。

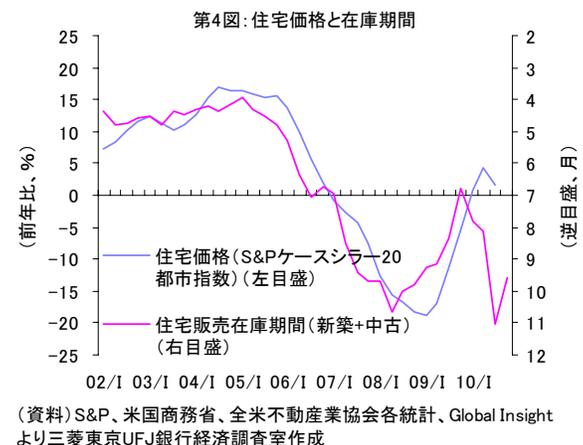
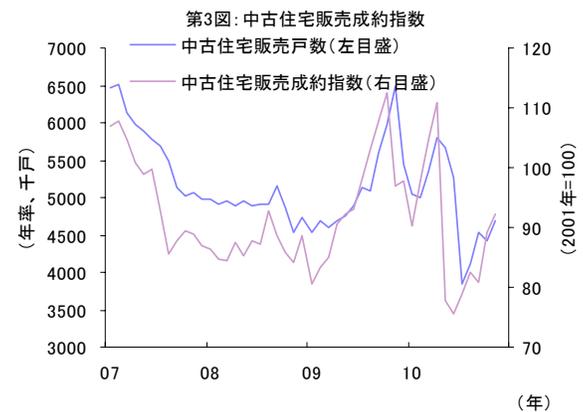
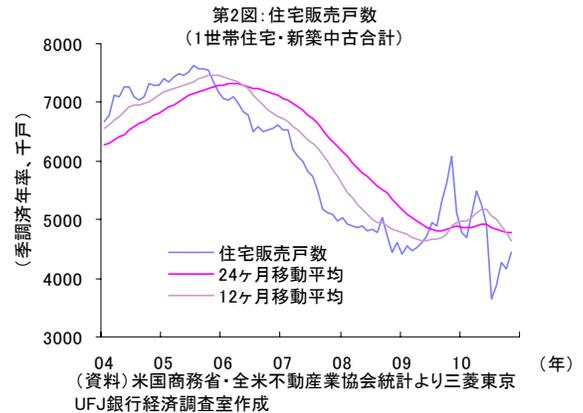
11月以降、FRBの追加金融緩和実施決定による材料出尽くし感とオバマ減税法案の成立で長期金利が12月半ばにかけて急上昇したが、それも一服している。10年物米国債利回りは今后来年一杯、現状の3.5%を中心にしたレンジからじり高程度の推移になると当レポートでは見ている。したがって、住宅ローン金利急上昇による住宅ローン申込への悪影響がこれ以上加速することは無いだろう。

住宅販売市場の大半を占める中古住宅販売はおそらく年率5000千戸のレベルにまで回復していきそうだ³。

価格に先行する販売在庫期間は縮小に転じている

当レポートでは、住宅価格は販売住宅の在庫期間（住宅販売在庫戸数/月当たり販売戸数）に概ね2四半期遅行して動くと見ている。住宅販売在庫期間は、住宅購入インセンティブ制度が終了した4月以降に、販売の減少から長期化に転じていて、一時11ヶ月を越える水準になった。上記の住宅価格指数の低下はこの在庫期間長期化の影響が遅れて示現したものだといえる。

一方で上記の通り、住宅販売戸数は7月頃に底打ちして増加を始めている。これに従い販売在庫期間も8月以降縮小に転じている（第4図）。したがって、来年初には住宅価格も底入れするはずだ。



³ 10月8日付当レポート「住宅販売は予定通り持ち直しそう」参照。

住宅ローン延滞・差し押さえも最悪期は過ぎた

ローン延滞とこれに伴う担保住宅の差し押さえもピークアウトが確認されてから概ね抑制傾向にあるといい。

米国モーゲージ銀行協会（MBA）によれば、住宅ローンの延滞率は今年の第1四半期で明らかにピークアウトしている。

過去の当レポート⁴で用いた、住宅ローン延滞率の決定モデルで新たに現状の延滞率を推計すると、実際の延滞率よりもかなり低い水準ですでにピークアウトしていることがわかる。変数としている失業率、住宅ローン残高の住宅価格に対する割合（LTV）、そして家計の債務負担率のいずれもがすでに悪化のピークを終えているのが要因である（第5図、第6図）。

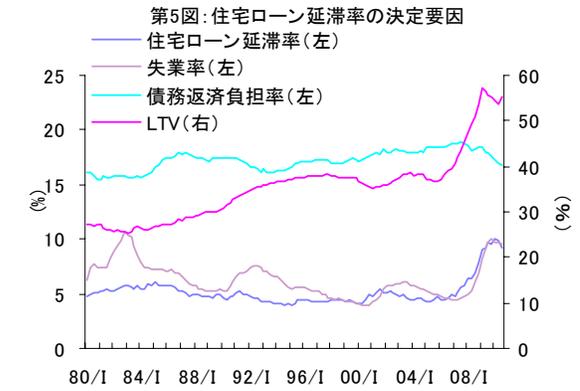
差し押さえの状況も同様だ。住宅ローン全体に対する差し押さえの比率は在庫ベース、新規実行ベースともにピークアウトしている（第7図）。新規実行以上に売却ペースが速くなっていることから、差し押さえ在庫の残高も減少していて、差し押さえ物件の在庫期間も短期化がはっきりしている。

ここまでの状況からは、延滞や差し押さえも好ましい方向に向かっていて、上記の販売見通し、住宅価格見通しに影響を与えるリスクは小さいといえるだろう。

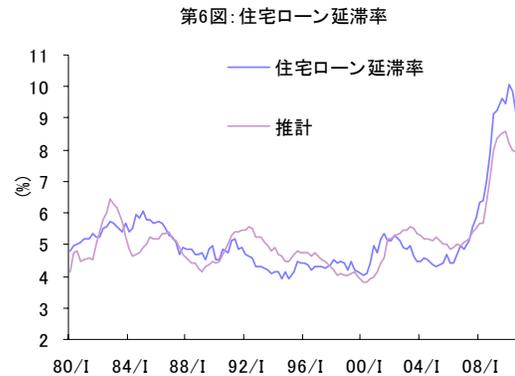
もっとも現状ではまだ住宅販売在庫期間は9ヶ月台と長い。筆者試算では住宅価格が前年比で安定的にプラスの伸びを維持するためには販売在庫期間が7ヶ月を割る水準にまで縮まる必要がある。そうすると住宅価格の回復はややおくられて2011年の後半になる可能性がもっとも高いことになる。

隠れ在庫、差し押さえ凍結はリスク要因

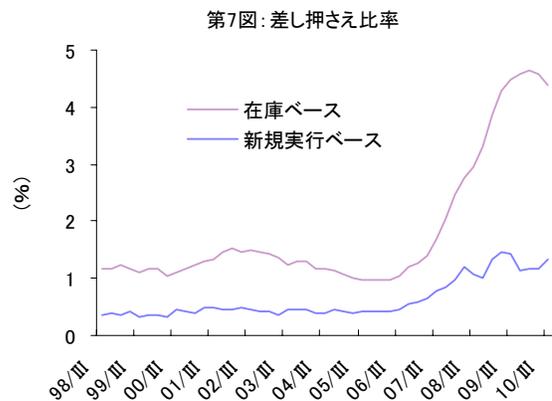
こうした状況からは、10月までの住宅価格の再下落は新たなリスクの顕現ではなく、インセ



(資料)米国モーゲージ銀行協会、FRB、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)米国モーゲージ銀行協会、FRB、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

⁴ 5月21日付当レポート「それでも好転は近い：ローン延滞増加状況」参照。



ンティブ制度終了による一時的なもので、かつ従前からの予想の範囲内ということになる。

もっとも、上記に勘案されていない住宅への悪材料はいくつかある。上記の差し押さえ新規実行の比率を見ると、2009年第2四半期にピークアウトはしているものの、ここ3四半期くらいの間にやや増加する兆しを見せている。また、書類不備などによる差し押さえ凍結の動きもまだ状況が不透明なところだ。こうしたリスクの所在については過去の当レポートでも勘案済みである⁵。

差し押さえにおける隠れ在庫や凍結については現状ではその影響は正確には計測困難である。しかし、こうした問題が相当期間認識されながらも、市場ではほぼ順調に販売在庫の消化が進んでいる。リスクは引き続き踏まえておく必要はあるものの、住宅市場は新たな危機に晒されているわけではないと考える。

(<FOCUS>)

⁵ 10月15日付当レポート「回復も凍る？住宅差し押さえ凍結の動き」参照。

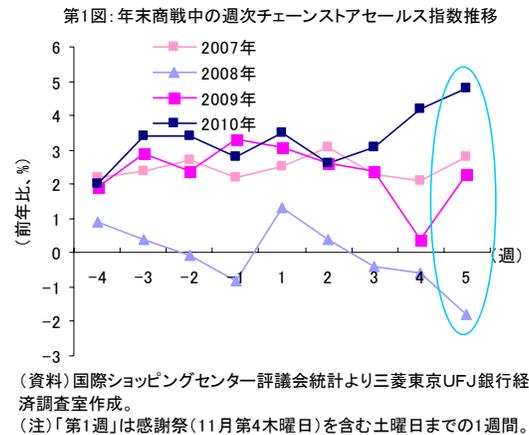
<トピック> 年末商戦は5年来の好調：クリスマスまでと大雪の影響

年末商戦はクリスマスまでペースを加速して終了した。クリスマス直後の豪雪のためそれなりの売上減があった模様だが、商戦全体の予想に影響を与えるものではなさそうだ。

クリスマスにかけて週次チェーンストア売上はさらに加速した

国際ショッピングセンター評議会（ICSC）による最新の週次チェーンストアセールス指数、25日までの週の指数は前年比+4.8%の大幅増となった。これは今年の4月24日週以来の大幅な伸びだ。感謝祭後の商戦は第2週の鈍化をのぞいてその後3週連続で前年比の伸びを加速してそのままクリスマスに到達したことになる。

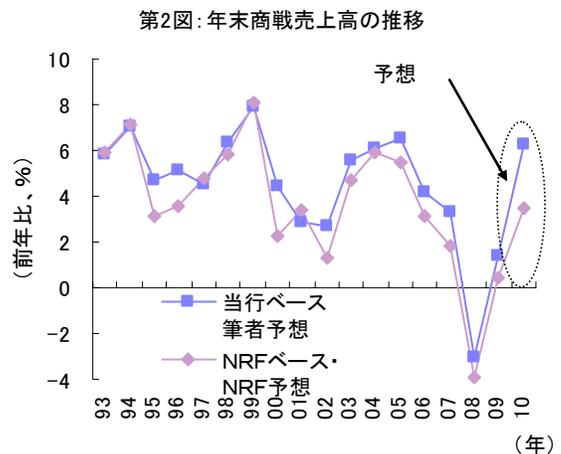
ICSCは28日現在で、12月の月次チェーンストアセールス指数の伸びを前年比+3.5%と見積もっており、11月の同5.4%と合わせて11-12月通算の同指数の伸び（ICSCによる年末商戦の定義）を同+4.0%ないしそれ以上と見積もっている。その通りになれば、この伸びは2006年の年末商戦の伸びに匹敵する。



クリスマス直後の豪雪は2日間に渡り客足を約-10%以上減少させた模様

その後、26日から27日にかけて、米国では北東部中心に豪雪があり、27日にはNYの交通機関がストップするなどの大きな影響がでた。このため小売売上にもそれなりの影響が出た模様だ。調査会社ShpperTrack RCTは、26日、27日に全米の買い物客数は予想比それぞれ-11.2%、-13.9%減少したとしている。また、この2日間のGAFO⁶ベースの売上高を概ね100億ドルとした場合、その10%が影響を受けたとして、豪雪による売上減少は約10億ドルと見積もっている。同社はこの売上への影響を「小売業にとってそこそ致命的」と深刻に受けとめている。

しかし、2日間の売上に対する10%の影響は、月



⁶ General Merchandise, Apparel and Accessories, Furniture and Other Sales: 商務省小売統計のうちの、百貨店・衣服店・家具店・家電店など、の専門店・百貨店のみの売上ベース。当行ベースの月間の年末商戦売上のおよそ40%に相当する。

間では約0.6%~0.7%の影響に過ぎない。筆者の概算では仮にこの2日間の売上減少が翌日以降の売上で挽回されなかったとしても、12月の年末商戦ベースの小売売上高は前月比+5%台を確保している計算になる。

結果、保守的にみて豪雪の2日間の売上が10%減少していたとしても11月、12月通算の年末商戦売上高は優に前年比+6%台を達成しているはずだというのが筆者の予想である。

降雪は27日には終り、また積雪に交通機関や道路への影響も28日には徐々に解消した。ただNY市では除雪作業の遅れが市内の交通に通常よりも長い影響を残していて、2日間の売上の遅れが年内に挽回できるとは必ずしもいえないようだ。豪雪の影響を受けた27日以降年末までの小売の状況は、4日公表予定のICSC週次チェーンストアセールス売上指数で概ね判明する。2日間の売上減が残りの営業日で解消されていれば、前年比何とかプラスの伸びになっているはずだ。

11月、12月あわせ6%超の好調な年末商戦結果の予想は維持する

さて、当行ベースの年末商戦売上⁷は、来年1月14日に12月分小売売上高統計が公表された時点で判明する。上記の状況からは、前年比+6%の年末商戦の伸びはほぼ固いとみてよさそうだ。これは前年比の伸び率で2005年以来、売上高では1992年の現行統計以来最大の金額になる。

<トピック>

⁷当行の年末商戦売上高の定義は、11月、12月の小売売上高から、自動車・同部品ディーラー、ガソリンスタンド、飲食店サービス（レストラン）の売上を除いたもの（季節調整後）である。

<経済・金融の動向：12月27日～31日現在>
2011年は株高・ドル高を見込む：目先のドル調整には注意

- **株式市場**、NY ダウは5週続伸、前週末比+4ドル高の11577ドルで31日の取引を終えた。引き続き動意に乏しい展開だったが、年末商戦を反映するチェーンストアセールスの好調さや、新規失業保険申請件数の減少などは引き続き株価の支援材料になっている。S&P500の10業種別では、エネルギー、電気通信、素材など5業種が前週末比で上昇、一般消費財、ヘルスケアなど5業種は下落した。
- **為替市場**はドルが円、ユーロに対して下落した。ドル円は先週末の82円台後半から、薄商いの中ドルが下落、31日には一時80円台にまでドル安円高が進んだのち81円台前半で越週。ユーロはドルに対して反発、前週末の1ユーロ=1.31ドル台から1.33ドル台に上昇して越週した。
- **向こう1週間**は、年初から重要指標・イベントが続く。1月3日に12月ISM製造業指数、4日に12月新車販売台数、5日に12月ISM非製造業指数、6日に12月大手小売業既存店売上高、7日に12月雇用統計とバーナンキFRB議長の米議会上院予算委員会での証言が予定されている。雇用統計では引き続き前月比100千人強の非農業部門雇用者数の増加を見込む。
- 株価はほぼ高値に近いところで2010年の取引を終えたあと、2011年にはNYダウ12000ドルもしくはそれ以上を目指して上伸するとみている。向こう1週間については初の経済指標にどう反応するかが注目になる。やや上昇ペースは鈍化しているが、まだ上昇モメンタムは保っているとみたい。
- 為替市場の今週のドル安は予想外であった。特段の材料のない中だけに、年末の薄い市場での一時的ポジション調整と見たい。2011年はドル上昇の年との見方は不変であるが、再びドル円が市場最安値に近付いているため、年明けにはドルが一時的に下方にオーバーシュートする可能性は否定できない。

(<経済・金融の動向>)

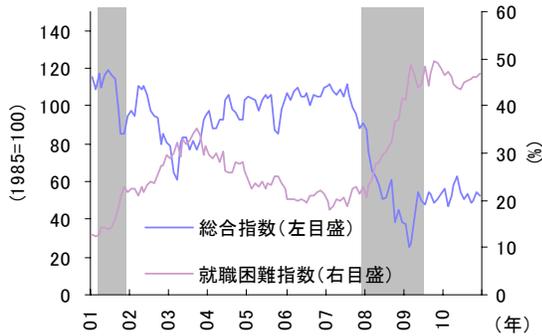
<経済指標コメント>

➤ **カンファレンスボード消費者信頼感指数（12月）は52.5ポイント（前月比-1.8ポイント）、就職困難指数は46.8ポイント（同+0.5ポイント）**：消費者信頼感指数は3ヶ月ぶりの小幅低下。現況指数は23.5ポイント（同-1.9ポイント）、期待指数は71.9ポイント（同-1.7ポイント）といずれも低下した。過去1年間のトレンドが50ポイントはさみでの横ばいである状況は変わらない。失業率との連動性の高い就職困難指数は上昇、6ヶ月連続で上昇ないし横ばいの状態が続いている。依然として基礎的な雇用市場回復が遅いことが消費者信頼感を抑制しているが、12月に成立した減税法が消費者センチメントを好転させる期待はもっておきたい。

価格が低下している。住宅販売はすでにその後持ち直してきているため、住宅価格はやや遅行して2011年後半にはまた上昇に転じると見る。

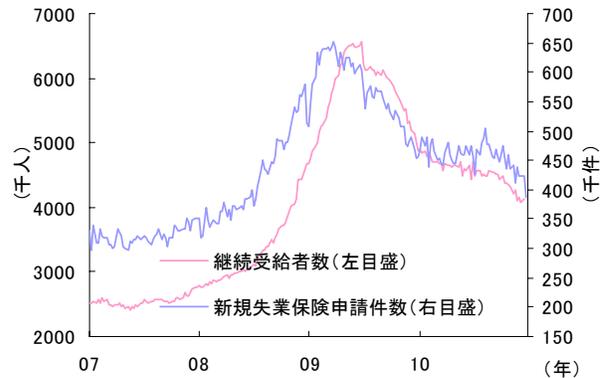
➤ **新規失業保険申請件数（12月25日ㄨ週）は388千件（前週比-34千件）、継続受給者数4128千人（同+57千人）**：新規失業保険申請件数は2008年7月12日ㄨ週以来約2年半ぶりに400千件を割り込んだ。4週移動平均も414千件（同-12.5千件）と大幅低下。雇用の安定増加の基準と当レポートが見ている370千件に近づいてきた。このまま400千件割れが定着すれば、雇用拡大ペースは当レポート予想よりも加速する可能性がある。ただし、クリスマスを含む25日ㄨ週は季節調整係数が大きいいため、調整ゆがみを生じている可能性があるため、あと何週間かは状況を見る必要がある。

消費者信頼感指数の推移



(資料)カンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。シャドー部分はリセッション期。

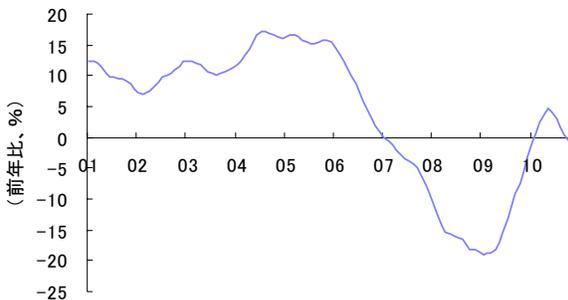
新規失業保険申請件数



(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

➤ **S&P ケースシラー住宅価格指数（10月、20都市）は前年比-0.8%（季節調整済み前月比-1.3%）**：住宅価格指数は前年比でマイナスの伸びに転化した。前月比でだ3ヶ月連続の低下となる。住宅インセンティブ制度終了後の住宅販売の減少で在庫がだぶつき、今年になって一旦上昇した住宅

S&P ケース・シラー住宅価格指数 20都市



(資料)Global Insight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.