



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

筆者出張都合により、今週は短縮版にてお送りいたします。

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

May 21, 2010

<FOCUS>

それでも好転は近い:ローン延滞増加状況

- 米国モーゲージ銀行協会 (MBA) の統計によれば、今年第 1 四半期の住宅ローンの延滞率 (季節調整済) は 10.06% と過去最高率になり、第 4 四半期の低下から 1 四半期で再び上昇したことになっている。しかし以下の理由から、住宅ローンの延滞はまもなくピークアウトするとの見方は維持したい。
- まず MBA 自身の公表によれば、昨今の環境変化により延滞率の季節調整が極めて困難になっていることがある。
- 次に、住宅ローン返済に関する経済環境は確実に好転している。雇用市場は今年初めから拡大に転じている。失業率は事実上既に 10% 強でピークアウトし、年末にかけて 9% 台半ばにまで低下すると当方では予測している。これに伴い家計可処分所得はより安定した増加に向うだろう。一方家計はまだ債務圧縮の局面にあるから、住宅ローンなどの債務残高の伸びは所得の伸びに対して緩やかに推移すると見ている。また住宅価格の本格上昇は当レポートでは 2011 年とみているものの、すでに事実上は底入れしていて、今後大幅な下落はないはずである。これらの条件を総合し、失業率に加えて家計全体の住宅ローン残高の住宅価値に対する比率と、家計の債務返済額の可処分所得に対する比率の 3 つを変数に用いた住宅ローン延滞率推計モデルを作成した。
- 延滞率とともに住宅市場回復の重要な要素となる抵当実行率 (差押え比率) の状況を見よう。新規実行ベースの差し押さえ比率は既に昨年第 2 四半期に 1.47% でピークアウトして、今年の第 1 四半期には 1.17% にまで低下している。

<トピック> 成長は強いが利上げには慎重: 4 月 FOMC 議事録

19 日に公表された 4 月 27~28 日の連邦公開市場委員会 (FOMC) 議事録には、成長の強さにも拘わらず引締め転換時期を示唆する新たな材料はなかった。さらにコアインフレ率の下ブレは、年末時点の理論上の適正 FF 金利水準を引き下げている。

<経済・金融の動向: 5 月 17 日~21 日現在> 株・ドル円また急落: 1 万ドル・90 円割れはサポートと見る

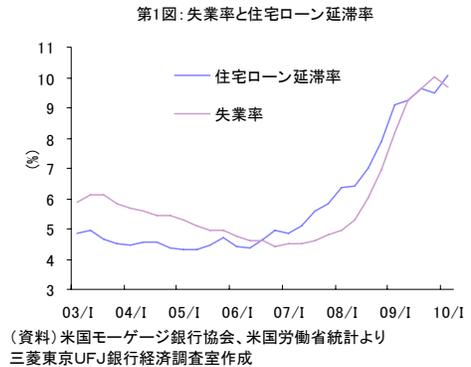
<経済指標コメント> 消費者物価指数 (4 月) は前月比-0.1% (前年比+2.2%)、同コア指数前月比横ばい (前年比+0.9%)、他。

<FOCUS> それでも好転は近い: ローン延滞増加状況

米国モーゲージ銀行協会（MBA）の統計によれば、今年第1四半期の住宅ローンの延滞率（季節調整済）は10.06%と過去最高率になり、第4四半期の低下から1四半期で再び上昇したことになる。

当レポートでは、基本的に住宅ローン延滞が失業率にほぼ連動するとの考えかたから、昨年第4四半期での失業率のピークアウトを前提にすれば住宅ローン延滞率はすでにピークアウトしたと見ていた。実際に住宅ローン延滞率は2009年第4四半期に11四半期ぶりに前四半期比で低下に転じ、9.47%となっていた。それにもかかわらず今年の第1四半期に延滞率が再び過去最高水準にまで反動上昇したことは、住宅市場の回復に関する前提がややゆらいでいるようにも見える（第1図）。

しかし以下の理由から、住宅ローンの延滞はまもなくピークアウトするとの見方は維持したい。



第1四半期の住宅ローン延滞率の上昇は季節調整のゆがみによる可能性が高い

まず MBA 自身の公表によれば、昨今の環境変化により延滞率の季節調整が極めて困難になっていることがある。MBA によれば季節調整前の住宅ローン延滞率は通常年末に上昇し年初に低下する傾向がある。第1四半期の季節調整前延滞率は9.38%で、昨年第4四半期の10.44%からは低下している。この季節的な動きは通常通りであって、例年以上に延滞率が年初四半期に上昇している形跡は見られないと MBA は述べている（19日付 MBA プレスリリース）。従って、第1四半期の季節調整後の延滞率の上昇はいわゆる季節調整のゆがみによる一時的なものである可能性が高い。

雇用・住宅価格・所得はいずれも今後の延滞率の低下を示唆している

次に、住宅ローン返済に関する経済環境は確実に好転している。上記の通り雇用市場は今年初めから拡大に転じている。失業率は（労働市場への人口再流入による見かけ上の失業率の上昇はある可能性はあっても）事実上既に10%強でピークアウトし、年末にかけて9%台半ばにまで低下すると当方では予測している。これに伴い家計可処分所得はより安定した増加に向うだろう。

一方家計はまだ債務圧縮の局面にあるから、住宅ローンなどの債務残高の伸びは所得の伸びに対して緩やかに推移すると見ている。また住宅価格の本格上昇は当レポートでは2011年とみているものの、すでに事実上は底入れしていて、今後大幅な下落はないはずである。そうすると、家計所得に対する住宅ローンの返済負担は今後さらに低下することが見込まれる。また、現在延滞増加の大きな要因となっている住宅価値の住宅ローン残高以下への低下もそろそろ歯止めがかかって良いはずである（いわゆるネガティブエクイティが住宅ローンの延

滞増加に与える影響について、3月5日付当レポート「ローン条件変更と戦略的デフォルト」参照。

これらの条件を総合し、失業率に加えて家計全体の住宅ローン残高の住宅価値に対する比率（LTV）と、家計の債務返済額の可処分所得に対する比率（債務返済負担率）の3つを変数に用いた住宅ローン延滞率推計モデルを作成した¹。1980年第1四半期～2009年第4四半期の期間のデータを用いた回帰分析では、いずれの変数も統計的に有意で、この3変数で住宅ローン延滞率の約70%が説明できるとの結果になった。

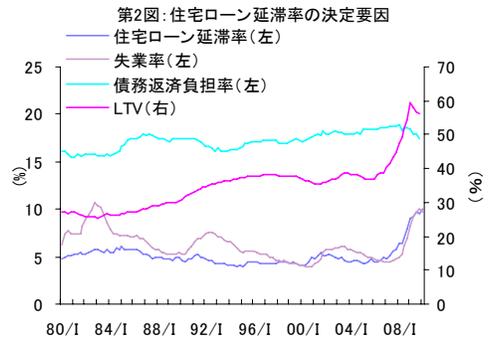
上記推計に使用した変数の推移、および推計住宅ローン延滞率と実際の延滞率を示したのが第2図、第3図である。第3図では、今年第1四半期につき失業率を1-3月の実績値、またLTVと債務返済負担率は前期比横ばいと仮定した数値を用いている。

これによれば、今年の第1四半期住宅ローン延滞率は前四半期比で低下しているはずで、かつそのピークは2009年第4四半期であったことになっている。

実際には住宅価格が第1四半期に上昇していることや、家計の可処分所得が増加していることから、LTV、債務返済負担率ともに前期比低下している可能性が高い。また雇用市場の継続的拡大を前提にすれば今後もこの3変数は低下を続け、結果住宅ローンの延滞率は低下に向うはずである。

差し押さえもそのペースは確実に鈍化している

延滞率とともに住宅市場回復の重要な要素となる抵当実行率（差し押さえ比率）の状況を見てみよう。新規実行ベースの差し押さえ比率は既に昨年第2四半期に1.47%でピークアウトして、今年の第1四半期には1.17%にまで低下している。一方残高ベースの差し押さえ比率は第1四半期に4.63%の水準にあり、これは依然として過去最高ペースを更新している。差し押さえ物件の残高は現環境下では増加していくのがまだやむを得ない状況にある。従って、差し押さえの状況が悪化しているか好転しているかの趨勢を見



(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

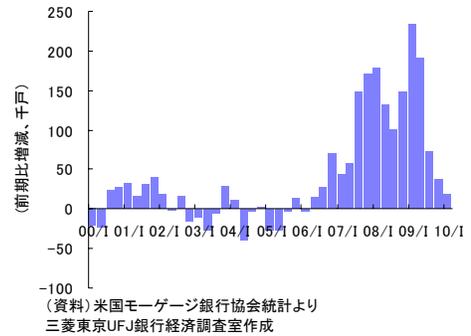
¹ LTVはFRBのFlow of Funds 統計における家計負債のうちの住宅ローンと、家計資産のうちの不動産の価格の比率(%)。債務返済負担率はFRB統計における家計のFinancial Obligation Ratio。

るには新規実行ベースのほうがより適している。新規実行ベースの差し押さえの増加ペースの鈍化は、今後の住宅市場にとっては好転を支持する指標だといえる。

また、残高ペースの差押え物件在庫も住宅販売の回復を反映してその増加ペースを落としている。MBA の統計から筆者が試算した差し押さえ物件の在庫期間は既に昨年中にピークアウトしている（第 4 図）。

また、差押え物件在庫の増加ペースは確実に低下している（第 5 図）。これは、ある程度の差し押さえが継続していてもその殆どがほぼ通常の物件の販売在庫と同じペースで販売されていて、中古住宅における在庫のたぶつきを助長する圧力が確実に弱まってきていることを表している。

第5図：抵当物件住宅在庫の推移



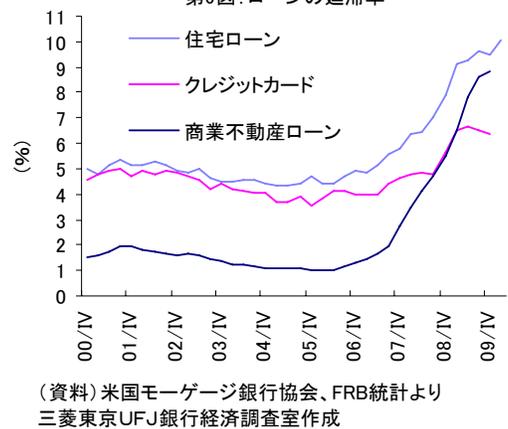
景気にとって住宅ローン延滞の状況は依然として重要な決定要因であることに変わりない

1 月 15 日付当レポート「銀行の不良債権と経済成長」でみたように、銀行の不良債権比率はその水準よりもむしろ上昇率が今後の経済成長を決定する大きな要因である。銀行の不良債権比率が今年中にピークアウトすることが今後米国経済が 2 番底に陥らないための重要な条件であり、当レポート予想の前提になっている。

住宅ローン以外のローンの延滞率はいずれも明らかなピークアウトは確認できないものの、概ねその上昇ペースを鈍化させているのが全体の傾向である（第 6 図）。より個別には、住宅ローンおよびクレジットカードローンという家計宛ローンの延滞率は今年中にピークアウト、しかし商業用不動産ローンの延滞率はこれに遅行して今年中はまだ上昇が続くと当レポートでは見ている。ただ、銀行の貸出に占めるシェアは住宅ローン他の消費者ローンの比率が圧倒的に高い。

従って、銀行の貸出の中で最大のシェアを占める住宅ローン延滞の動向は景気再減速リスクを見極める上で極めて重要になってくる。第 1 四半期の延滞統計はこれにやや水を差す形に見かけ上なっているが、上記の分析の結果からはこれまでの見通しをそのまま維持しておく。

第6図：ローンの延滞率



(< FOCUS >)

<トピック> 成長は強いが利上げには慎重：4月FOMC議事録

19日に公表された4月27～28日の連邦公開市場委員会（FOMC）議事録には、成長の強さにも拘わらず引締め転換時期を示唆する新たな材料はなかった。さらにコアインフレ率のダブルは、年末時点の理論上の適正FF金利水準を引き下げている。

FOMC委員の成長見通しは上方シフトし自律回復を認識：だが下方リスク要因には慎重

経済見通しの議論では、概ね経済成長が予想を上回る強さであることで合意され、参加者の成長率予測も上方にシフトした。しかし、今後の見通しについてはやや慎重な見方が目立っている。

「実質GDPの成長は民間最終需要の強まりを反映していて、財政刺激策や在庫調整ペースの鈍化だけの反映ではないように見えると参加者は合意した」「この歓迎すべき動向は、経済が政府支援なき自律的回復を維持することについての政策当局者の懸念を軽減した」として、経済が自律的回復に向っていることを参加者は認識しているといえる。

しかし一方で「参加者は経済活動の拡大を抑制しつづけるかいくらかの下方リスクをもたらす可能性のあるいくつかの要素を認めた」とされた。具体的には「最近の個人消費の増加は主に潜在需要とおそらく例外的に大きかった税還付といった一時的要因に支援されているように見える」「個人貯蓄率が比較的低いレベルに下がったことから、回復が進むにつれ個人消費が主要な成長押し上げ要因にはなりにくい」「さらに住宅市場の回復は、種々の政府支援に拘わらず最近何ヶ月か止まっているように見える」「幾人かの参加者は、増加した差押えがすでに非常に大きい空家在庫に加わり、住宅価格に下方リスクをもたらす可能性を見た」「エネルギー以外の非住宅建設の見通しは弱いまま」など、これまで同様住宅や非住宅建設市場のリスクのほかに、個人消費も潜在需要の実現が終わったあとはそのペースが鈍るとの見方をしている。

労働市場については「動向はポジティブだった」とされたが「高水準の長期失業者や恒常的離職者の増加を含む高い失業率が、潜在的な職業スキルの喪失と労働力の再配置につながり、将来の雇用増加を抑制する可能性があること」に対する懸念が依然として示されている。

インフレ率は予想を下回り、予測も下方シフトした

インフレについては、足元のインフレ率が予想以上に低く推移していることがほぼ合意されたが、今後のリスクについては依然として下方リスクを見る参加者と上方リスクを見る参加者にわかれている。

「参加者は、基本的なインフレは抑制されたままとの多くの証跡を認めた」が、インフレ見通しのリスク評価は従前通りまちまちで「幾人かの参加者は、大きな経済ののりしろ

(slack)と低いインフレ率に反応してインフレ期待が低下する可能性から、短期的にはインフレリスクは下方に傾いていると考えた」「しかし、他の参加者は潜在的にはリスクは上方

を指しており、また世界的な経済拡大にかかわる商品やエネルギー価格圧力がインフレの上方リスクを示唆しているとした」と二手に分かれている。

資産売却は見送り、依然ハト派の意見が強い模様

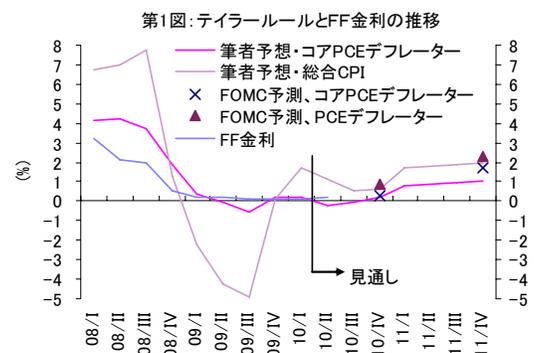
尚、委員会の冒頭では、FRBのバランスシート縮小のための手順（償還された証券の再投資停止、資産売却など）についてスタッフがありうる手段について説明をしている。バランスシート縮小のペースは開始時期については参加者の意見はまちまちであった。今回の委員会では特段の決定事項はなく、資産売却についての議論は持ち越しになった。ただ「過半数の参加者は資産売却の開始を最初の利上げ以降に開始することを選好した」とされた。

また、将来の利上げについては慎重な一部のハト派的意見が依然委員会内に根強いことを示唆する記述が前回会合同様にある。「前回の会合同様に、何人かの投票メンバーは、現在の情勢では、FF金利が事実上下限にあることから更なる緩和政策の余地は限られていて、政策引締めを早期の開始のリスクは遅い開始のリスクを上回っていると述べた」とされた。

成長予想好転するも、インフレ見通し下方改訂で、適正FF金利は下方へシフトした

4半期毎に改訂されるFOMC委員の経済予測では、前回1月時点の予測に比べ2010年の成長率予測が上方にシフト、またインフレ率は下方にシフトした（第1表）。当レポート予想では2010年の第4四半期の前年同期比の成長率を+2.8%としているから、すでにFOMC委員の予測の中心傾向は当レポートの予想を追い越すまでに強気になっている。

4月時点のFOMC委員の予測の中央値及び当レポートの予想をテイラールールに当てはめてみたのが第1図である。これによれば、総じて成長見通しが上方にシフトしたにもかかわらず、インフレ率の見通しが足元のインフレ率低下を反映して下方にシフトしたことで、2010年末の適正FF金利水準は低下している。今年第4四半期時点で最も高いFF金利水準を示唆するのがFOMC委員予測の成長率とPCEデフレーターを用いた場合で、第4四半期の平均FF金利が0.9%、すなわち年末で1%超のFF金利水準を示唆している。しかし、コアインフレ率を用いた場合は、当レポート予想、FOMC予測の何れもが、第4四半期に0.2-0.3%のFF金利しか示唆していず、つまり年内は利上げなし、あっても年末に0.5%程度までの計算になる。



第1図：テイラールールとFF金利の推移
(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。

夏の利上げ予想後倒しリスクは更に高まった

総じて、成長見通しが上ブレ方向にあること、また資産売却が利上げ開始後に行われるであろうことはこれまでの当レポートの見方と同様で、特段のサプライズはない。

だが、インフレ率の低下は、19日に公表された4月分の消費者物価指数が下ぶれたことも含め、当レポートの見方からやや下方にぶれつつある。

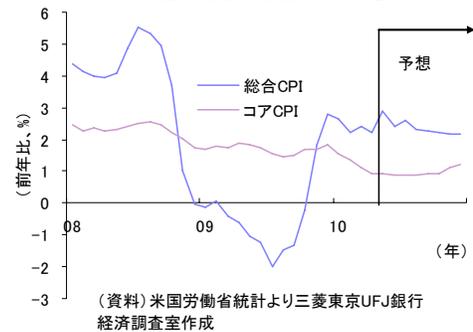
依然筆者は、コア消費者物価指数が一時的に前年比1%を下回っても、中間財価格や輸入物価が先行して上昇し始めていることから、年後半には底入れして再び1%を上回ると見ている（第2図）。しかし、その他の状況証拠や金融市場の情勢変化からも引締め時期はやはり年後半に後倒しにならざるを得ないと考える。現状当レポートでは8月利上げ開始、年末のFF金利を1.25%としているが、従前より利上げ開始時期予想の後倒しリスクを考慮してきた。最近の材料はこのリスクを更に高めている。

まずは従前同様、バーナンキ議長をはじめとするFRB幹部に積極的な引締め転換への姿勢が見られないこと、またサンフランシスコ連銀イエレン総裁のFRB副議長就任のほか、あらたに任命される理事を加えると、FOMC内でハト派の発言力が更に高まる可能性があることである。議事録を見ても、利上げ開始を示唆するような意見は殆ど見られない²。

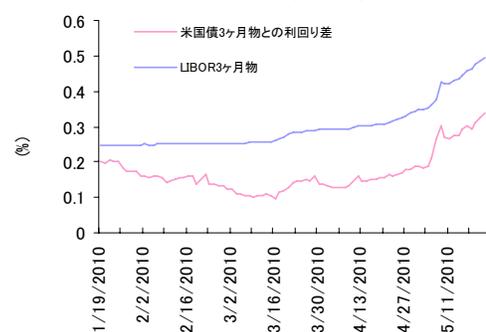
次に、上記の通り消費者物価指数などのインフレ率が予想を下回る伸びになっていて、特にコアインフレ率を用いた場合の第4四半期の適正FF金利が8月利上げ開始をもはや正当化しない状況になっていることである。

さらに、4月会合以降5月になってギリシャ財政危機が金融システムを通じて銀行間市場の資金のタイト化を招いていることである。3ヶ月物LIBORは0.4%を上回る水準にまで上昇（第3図）、またFRBはECBとの通貨スワップ契約を再開して、欧州市場に米ドルの流動性を供給することを支援している。こうした流動性リスクの高まりが続くようだと、引き締めへの転換は困難になってくる。

第2図：消費者物価指数(CPI)の推移



第3図：LIBOR3ヶ月物と米国債との利回り差



² FOMCの決定に今回も反対票を投じたカンサスシティ連銀のホーニグ総裁だけは「FF金利誘導目標を夏に1%にかけて引き上げた上で、委員会はそこで引上げを止めて経済見通しについてさらに評価するべきだ」との考えを持っている。この見方はこれまでの当レポートの見方に近いものと推測するが、議事録などから見る限りではFOMC内では同氏のみ少数意見にとどまっているといわざるを得ない。

第1表:FRB理事と地区連銀総裁による経済予測:2010年4月現在

| | 中心傾向 Central Tendency | | | | レンジRange | | | |
|------------|-----------------------|-----------|---------|-----------|------------|-----------|---------|-----------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 長期 | 2010 | 2011 | 2012 | 長期 |
| GDP成長率 | 3.2~ 3.7 | 3.4 ~ 4.5 | 3.5~4.5 | 2.5 ~ 2.8 | 2.7 ~ 4.0 | 3.0 ~ 4.6 | 2.8~5.0 | 2.4 ~ 3.0 |
| 1月予測 | 2.8~ 3.5 | 3.4 ~ 4.5 | 3.5~4.5 | 2.5 ~ 2.8 | 2.3 ~ 4.0 | 2.7 ~ 4.7 | 3.0~5.0 | 2.4 ~ 3.0 |
| 失業率 | 9.1 ~ 9.5 | 8.1 ~ 8.5 | 6.6~7.5 | 5.0~5.3 | 8.6 ~ 9.7 | 7.2 ~ 8.7 | 6.4~7.7 | 5.0 ~ 6.3 |
| 1月予測 | 9.5 ~ 9.7 | 8.2 ~ 8.5 | 6.6~7.5 | 5.0~5.2 | 8.6 ~ 10.0 | 7.2 ~ 8.8 | 6.1~7.6 | 4.9 ~ 6.3 |
| PCEインフレ率 | 1.2 ~ 1.5 | 1.1 ~ 1.9 | 1.2~2.0 | 1.7 ~ 2.0 | 1.1 ~ 2.0 | 0.9 ~ 2.4 | 0.7~2.2 | 1.5 ~ 2.0 |
| 1月予測 | 1.4 ~ 1.7 | 1.1 ~ 2.0 | 1.3~2.0 | 1.7 ~ 2.0 | 1.2 ~ 2.0 | 1.0 ~ 2.4 | 0.8~2.0 | 1.5 ~ 2.0 |
| コアPCEインフレ率 | 0.9 ~ 1.2 | 1.0 ~ 1.5 | 1.2~1.6 | | 0.7 ~ 1.6 | 0.6 ~ 2.4 | 0.3~2.2 | |
| 1月予測 | 1.1 ~ 1.7 | 1.0 ~ 1.9 | 1.2~1.9 | | 1.0 ~ 2.0 | 0.9 ~ 2.4 | 0.8~2.0 | |

注)GDP成長率とインフレ率は第4四半期の前年同期比。失業率は第4四半期中平均。
 中心傾向は全参加者の予測から最大値・最小値各3名分を除いたもの、レンジは参加者全員の予測。
 (資料)FOMC議事録より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<トピック>

<経済・金融の動向：5月17日～21日現在>**株とドル円また急落：1万ドル及び90円レベルはサポートと見る**

- **株価市場**、NYダウは大幅反落、前週末比-427ドル安の10193ドルで21日の取引を終えた。先週後半の続落ののち、17日は小反発したものの、18～20日は3日続落。特に20日は前日比376ドル安の急落となった。翌21日は一時10000ドルを割り込んだものの、このレベルでは持ち直し前日比+125ドル高。S&P500の10業種別の1週間の騰落率は、資本財、エネルギー、情報技術など景気敏感株を筆頭に10業種すべてが前週末比で下落した。
- **為替市場**では、ユーロがドルに対して安値をつけたのち反発したが、円は対ドルで買い進まれた。ユーロは18日に1ユーロ=1.22ドルを一時割り込んだが、週後半には持ち直し1.2570で越週。ドル円は前週末の1ドル=92円台半ばから下落。20日には株価急落に伴い逃避通貨としての円に買いが集まり、ドル円は2円以上下落して90円を割り込んだが、翌21日にはやや持ち直して90円で越週。
- **債券市場**では質への逃避から米国債利回りは更に低下、10年物米国債利回りは前週の3.45%レベルから急低下して3.24%で越週した。銀行間市場では流動性に関する懸念が高まっていることを反映して銀行間金利が引続き上昇、3ヶ月物LIBORは21日に前週末比約5bps高となる0.497%にまで上昇した。
- **向こう1週間**は、24日に4月中古住宅販売、25日に5月カンファレンスボード消費者信頼感指数、26日に4月新築住宅販売、4月耐久財受注、27日に第1四半期GDP統計（改訂値）、28日に4月個人消費統計が公表される。経済指標は4月分については引続き経済の拡大を示唆する内容になるだろう。住宅販売は中古・新築ともに4月末の住宅購入インセンティブ制度終了前の駆け込み購入で大幅な前月比の増加を予想する。4月個人消費は、イースターシフトによる3月の消費前倒しにもかかわらず4月の小売売上が比較的好調であったことから、名目・実質ともに前月比増加を見込む。
- 金融市場は依然欧州の財政危機をきっかけにしたリスク回避で不安定である。しかし今週の株価急落には特段のきっかけとなるイベントやショックがあったわけではない。中期的な欧州財政危機の伝染が金融市場や市場センチメントを通じて継続している過程と見るべきである。ファンダメンタルズ指標はまだ4月分であるが、景気拡大は順調に続いていることを示唆している。NYダウは当レポートで今年のレンジの下限と見ている1万ドルレベルでは一旦下げ止まっている。為替市場もユーロ急落場面やドル円90円割れ局面では介入警戒感もあって持ち直す動きが見られる。従って今年一杯の金融・経済見通しを修正するには及ばないと現時点では考えている。ただ、過去の当レポートで見たように、グローバル金融システムを通じた危機の伝染は特に銀行間市場の信用収縮・流動性悪化の形で

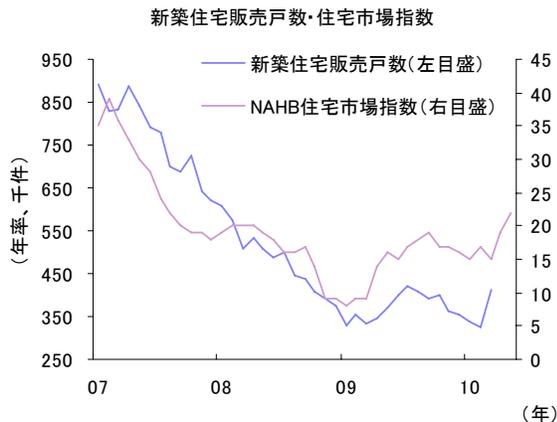
徐々に顕在化しつつある（尚、ギリシャ財政危機顕在化以降の 5 月以降先週までの市場動向及び当レポートの見方については、5 月 7 日付、5 月 14 日付各当レポート参照）。

- ▶ 今後は株式市場で NY ダウが 1 万ドルの節目を維持できるかどうか注目になる。経済ファンダメンタルズはまだ強い。また S&P500 の株価収益率（Bloomberg 社調べ）は 21 日時点で 16 倍を割り込む 15.7 倍にまで低下している。ここから算出される S&P500 の益回りは 6.3%を超えていて、ムーディーズの Baa 格社債利回り（5.99%）を上回るまでに上昇、株価はかなりの割安感が出てきている。従って、引き続きボラタイルな値動きの中一時的に 1 万ドルを下回することはあっても近々底入れするとの見方は継続したい。下値の目処は今年 2 月の終値ベースの安値である 9908 ドルである。上値は今週の急落直前の水準である 10400 ドルレベルを見ておきたい。
- ▶ 為替市場では、ユーロが余りの急落からの反動で今週は持ち直したが、依然中期的にはユーロ安圧力が続いていると見る。ドル円は予期に反し 200 日移動平均線（現在 91 円レベル）を下回ってきた。しかし、株価同様直近の安値である 3 月の 88 円レベルでは少なくともサポートされると見る。90 円を大きく割り込んでくると介入警戒感も手伝って、ドル円を底支えする動きになると見る。
- ▶ なお、米議会上院は 20 日、金融監督制度改革法案の上院案（S.3217）を 59-39 で可決した。いわゆるボルカールール、またこれを更に厳格化した修正条項であるスワップ取引の商業銀行からの分離（リンカーン修正条項）などが含まれている。今後、昨年 12 月に可決済みの下院案（H.R.4173）との一本化作業が行われる。ボルカールールを含んだ法律の成立の見通しがかなり見えてきたことで、オバマ大統領にとっては医療保険制度改革法成立に続く目玉政策の成就という形で政治的には大きなポイントになる可能性が高い。ただし、成立の暁には金融業界の大きな再編が必要になる上、長期的にも金融中心の産業構造を有する米国経済にとっては抑制要因になるだろう。短期的にも金融関連株にとっては悪材料である。

（＜経済・金融の動向＞）

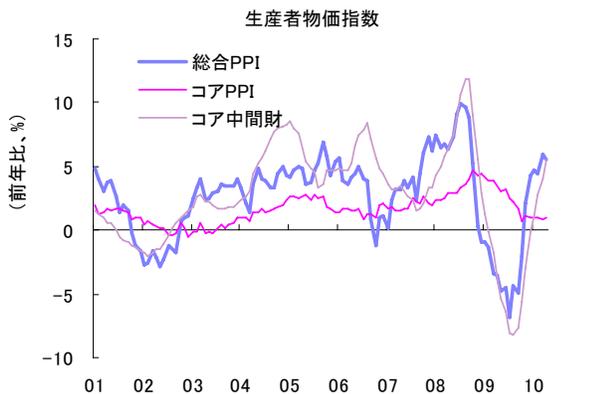
<経済指標コメント>

➤ **米国住宅建設業協会 (NAHB) 住宅市場指数 (5月) は 22 ポイント (前月比+3 ポイント)** : 住宅市場指数は 2 ヶ月連続の上昇となり、2007 年 8 月以来の水準にまで回復した。NAHB は「建設業者は住宅インセンティブ期限終了後も強いモメンタムに対して希望的だ」と述べている。4 月末の初回住宅購入インセンティブ制度終了後の住宅販売動向は注視を要するところだが、建設業者は今後も新築住宅販売の増加基調が継続するとの自信を高めつつあるようだ。



(資料)米国商務省、全米建設業協会統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

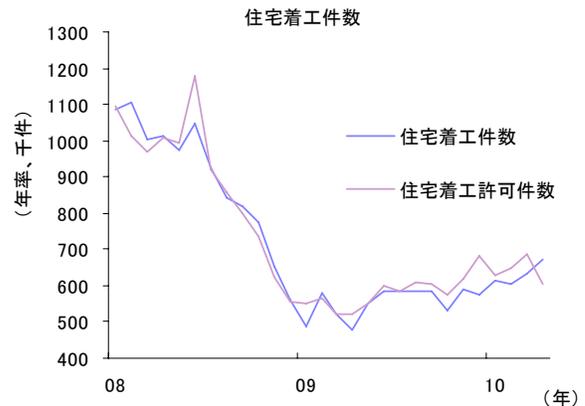
➤ **生産者物価指数 (4月) は前月比-0.1% (前年比+5.5%)、同コア指数前月比+0.2% (前年比+1.0%)、コア中間財価格指数前月比+1.1% (前年比+5.6%)** : 生産者物価指数は前月比-0.1%の低下、過去 3 ヶ月中 2 ヶ月で前月比低下となった。4 月は食品 (前月比-0.2%)、ガソリン (同-2.7%) などが価格指数を押し下げている。コア指数は 6 ヶ月連続の前月比上昇、資本財 (前月比+0.2%) 価格の上昇がコア価格指数を押し上げている。先行指標となるコア中間財価



(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)

格指数は 11 ヶ月連続の前月比上昇となる同 +1.1%で、こちらは上昇ペースを加速させている。足元のインフレ率はかなり抑制されているが、工業原材料関連の価格の上昇が川上のインフレ率を高めてきていることが分かる。

➤ **住宅着工件数 (4月) は年率 672 千件 (前月比+5.8%)、住宅着工許可件数は年率 606 千件 (同-11.5%)** : 住宅着工件数は、4 月末の初回住宅購入インセンティブ制度期限前の駆け込み購入需要も手伝って前月比+5.8%の大幅増加となった。うち一世帯住宅は前月比+10.2%の大幅増加、一方集合住宅は賃貸不動産市場の低迷を反映して同-23.6%の大幅減少となっている。また、5 月以降の需要の反落を見越して着工許可件数は大幅な減少。4 月には販売・着工とも増加したが、まず 5 月の着工は反落しそうだ。ただ、着工件数の 6 ヶ月移動平均は 645.3 千件と 11 ヶ月連続の上昇基調にある。インセンティブ制度によるふれはあるものの、トレンド的には住宅着工回復基調を維持していると見てよさそうだ。

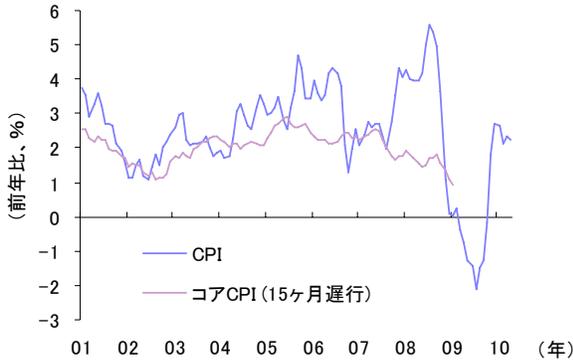


(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **消費者物価指数 (4月) は前月比-0.1% (前年比+2.2%)、同コア指数前月比横ばい (前年比+0.9%)** : 消費者物価指数は予想外の前月比低下。衣服 (前月比-0.7%)、ガソリン (同-2.4%) などの価格低下が指数を押し下げた。コア指数は 2 ヶ月連続の横ばいで前年比の伸びは 1%を割り込んだ。見かけ上はデフレが進行しているように見えるが、まもなくコア指数の伸びは底打ちすると見る。まずコア指数は総合指数に 1 年半ほど遅行して動く。総合指数はすでに昨年半ばに底打ちしており、その遅効性からはコアインフレ率も今年後半には緩やかに上昇に転じると見る。また、3 ヶ月前対比の伸びでみると、コア CPI の伸びは 3 月のマイナスの伸びから 4 月にはプラスの伸びに転じている。特にコ

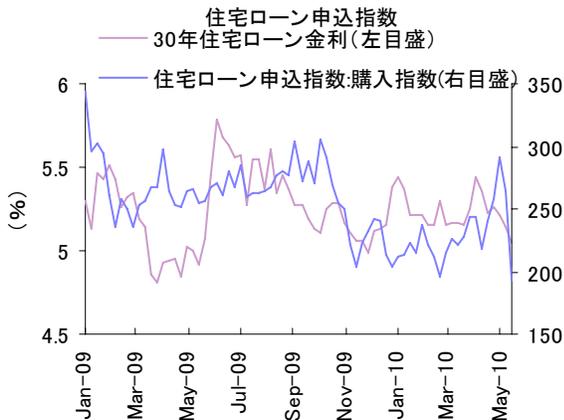
ア指数を押し下げてきた住居家賃は 3 ヶ月連続で 3 ヶ月前対比の伸びがプラスに転じている。こうしたことからコアインフレ率の低下もまもなく終わると考える。

消費者物価指数



(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

- **米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申込指数 (5 月 14 日ㄨ週) は前週比-1.5%、リファイナンス指数同+14.5%、購入指数同-27.1%** : 住宅ローン申込指数は、住宅購入インセンティブ制度終了による購入申し込みの大幅減少で前週比低下。ただし住宅ローン金利の低下 (30 年物固定住宅ローン金利は前週比-0.09%の 5.05%) によりリファイナンス指数は急上昇している。

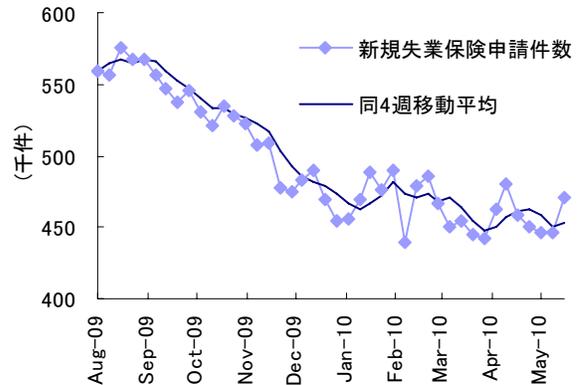


(資料)米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **新規失業保険申請件数 (5 月 15 日ㄨ週) は 471 千件 (前週比+25 千件)、継続受給者数 (5 月 8 日週) は 4625 千人 (前週比-40 千人)、継続受給比率 3.6% (前週比横ばい)** : 新規失業保険申請件数は予想外の前週比増加。3 週ぶりに 450 千件を上回った。4 週移動平均も 453.5 千件 (前週比+3 千件) と 3 週ぶりに上昇に転じた。新規失

業保険申請件数が急増する要因は特段見当たらないため、同指数の動きには当面注視を要する。尚、季節調整前の申請件数は前週比微減しているため、季節調整のゆがみによる一時的増加である可能性もある (15 日週の季節調整係数は前週比大きく低下している) 次週以降増加傾向が続くかどうか注目したい。

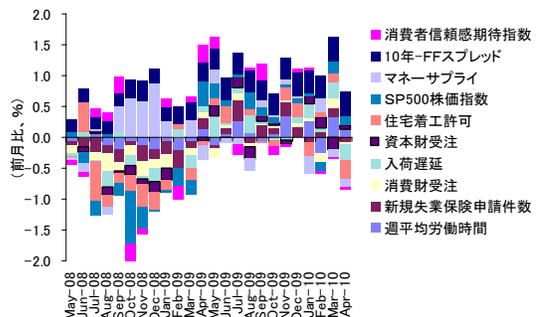
新規失業保険申請件数



(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

- **カンファレンスボード景気先行指数 (4 月) は前月比-0.1%、景気一致指数は前月比+0.3%** : 景気先行指数は昨年 3 月以来 1 年超ぶりに前月比で低下した。先行指数の前月比の変化への寄与度では、新規失業保険申請件数 (寄与度-0.08%)、消費財受注 (同-0.02%)、ISM 入荷遅延指数 (同-0.26%)、住宅着工許可件数 (同-0.32%)、M2 (同-0.12%)、ミシガン大学消費者信頼感期待指数 (同-0.04%) がマイナス寄与している。住宅着工許可の減少が先行指数の低下に最も大きく寄与しているが、これは住宅購入インセンティブ制度の終了による一時的反落の可能性が高い。金融市場の不安定化はリスク要因だが、実体経済の環境からは、先行指数のこの低下は一時的なものと思いたい。尚、景気一致指数は 6 ヶ月連続の上昇かつ上昇ペースを加速している。雇用・個人所得、企業売上、鉱工業生産指数のいずれもが前月比上昇に寄与して

景気先行指数への寄与度



(資料)カンファレンスボード資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



いて、景気が依然拡大局面にあることを示している。

(＜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、宜しくお願い申し上げます。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.