



# 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)

June 18, 2010

## <FOCUS>

### 6月FOMC・金融政策展望

- 22、23日の2日間に亘りFRBの定例連邦公開市場委員会（FOMC）が開催される。金融政策に変更なし、「長期間に亘る」低金利政策文言も不変と予想する。やや成長に下方リスクが高まるという議論が会合内ではなされる可能性があるとする。
- 経済成長については、これまでのFOMCの認識である「強まりを続けた」からやや拡大ペースが減速し始めたことが認識されるだろう。インフレとインフレ期待からは、インフレは抑制され、リスクは中立もしくはやや下方ということになるだろう。
- 経済全体ののりしろ slack を示すといえる需給ギャップはどうか。筆者計算によれば、2010年第1四半期時点のGDPギャップは5.8%で、今回の景気後退期で最もギャップが拡大していた2009年第3、第4四半期の7.0%からは改善している。しかしそれでもGDPギャップの水準は2001年のリセッション後のギャップ拡大期のそれを大きく上回っていて、1980年代前半の悪化時期の水準に近い。
- 金融市場の状況は早期の金利正常化を困難にしている。確かに、5月初以降一旦混乱したかに見えた金融市場は一旦は落ち着いている。また欧州中央銀行（ECB）とFRBが再締結した米ドル流動性スワップの利用残高は10億ドルにとどまっている。しかし今後夏場にかけて市場流動性が低下する中、金利引締めへ転じる姿勢を見せることは中央銀行間の協調政策の観点からは困難だろう。

#### <トピック1> 先行指数も減速を示唆：年後半の成長ペース

カンファレンスボードの集計公表する景気先行指数は、5月まで14ヶ月連続で上昇していて、今後も景気の拡大が続くことを示唆している。ただしその上昇ペースはやや減速している。これは2009年後半から今年前半にかけての予想以上に早い景気拡大ペースが、年後半にはやや鈍化することを示唆している。

#### <トピック2> ボラティリティはひとまず低下：金融市場動向

市場は欧州危機のショックをひとまず消化し、ボラティリティの低下が目立っている。7月後半に企業決算が本格化する時期までは一旦市場のボラティリティは低下すると見る。

#### <経済・金融の動向：6月14日～18日現在> しばらく方向感ない展開になりそう

<経済指標コメント> 住宅着工件数（5月）は年率593千件（前月比-10.0%）、着工許可件数は年率574千件（同-5.9%）、他。

<FOCUS> 6月FOMC・金融政策展望

22、23日の2日間に亘りFRBの定例連邦公開市場委員会（FOMC）が開催される。金融政策に変更なし、「長期間に亘る」低金利政策文言も不変と予想する。やや成長に下方リスクが高まるという議論が会合内ではなされる可能性があるとする。

**経済成長ペースはやや鈍化、欧州問題などで下方リスクが議論される可能性もある**

経済成長については、これまでのFOMCの認識である「強まりを続けた」からやや拡大ペースが減速し始めたことが認識されるだろう。前回4月のFOMC以降は、GDP統計は第1四半期分が公表されていて、数字上は昨年第4四半期の前期比年率+5.6%から第1四半期は+3.0%に鈍化している。もっともこの数字上の成長率の鈍化は在庫投資の伸び低下と外需のマイナスの増加に伴うものであって、消費・設備投資・住宅投資からなる内需は加速している。むしろ、雇用の増加ペース特に国勢調査要員等を除いた民間部門の雇用増加ペースが5月にやや軟化したこと、同じく5月の小売売上上の予想外の減少、また新規失業保険申請件数の下げ止まりなどが、より広範囲な経済活動拡大ペースの抑制の兆しとして認識される可能性が高い。

次に5月初に金融市場を混乱させた欧州財政危機問題も成長の下方リスクになる。バーナンキFRB議長は7日の議会証言で「金融市場が現状程度で安定すれば」「欧州経済危機の米国経済への影響は穏やかなものである可能性が高い」との認識を示している。7日以降金融市場は安定の方向にあるから、おそらく今月のFOMCでも概ね同様の認識になるだろう。しかし欧州問題は、前回のFOMCには無かった新たな問題であるから、議論の中では欧州財政危機の問題が大きなリスク要因として議論される可能性が高い。

声明文の文言上は4月FOMCの「強まりを続けた」に「ややペースを落としながら」などの弱めの文言が付け加わる可能性があるとする。

実際に、FOMC委員の現状の経済成長予測はかなり楽観的といわざるを得ない。4月現在のFOMC理事と地区連銀総裁による経済予測は、2010年のGDP成長率（第4四半期の前年同期比）の中心傾向が3.2%～3.7%と、1月時点の2.8～3.5%から大きく上方シフトしている

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

(第1表)。

ちなみに当レポートの成長予測では同じ 2010 年第 4 四半期の前年同期比の成長率は 2.8% である。当レポートでは欧州危機の影響がなければ成長率は 0.5% 程度上ブレするところを保守的に見積もっている。4 月時点での FOMC 委員予測の時点ではまだ欧州危機の影響を本格的に成長予想に組み込んでいた委員が多数だった可能性は低い。従って、各 FOMC 委員の成長予想もいずれ下方修正、もしくは下方成長リスクが増大しているとする委員が増えている可能性が高い。

### インフレ上昇リスクはなく、寧ろ目先のリスクは下方の議論がされる可能性がある

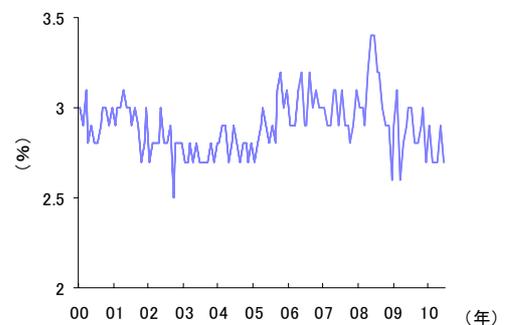
インフレについては、FOMC 委員の一部に予想を上回るデフレ圧力を感じるものがあるのではないかと懸念されている。消費者物価指数は 5 月時点で前年比+2.0%、同コア指数は+0.9%にまで低下している（＜経済指標コメント＞参照）。FOMC 経済予測で採用されている個人消費支出価格指数（PCE デフレーター）は 4 月時点で前年比+2.0%、同コアは+1.2%である。4 月時点の FOMC 委員予測中心傾向は PCE デフレーターが 2010 第 4 四半期に前年同期比+1.2~1.5%、同コアは 0.9~1.2%となっている。これは 4 月時点で大幅に下方シフトしていて、すでにかなり弱気の予測となっている。現状のペースであれば今後インフレ率はこの中心傾向の範囲内に収まる可能性が高い。しかし、中心傾向の上限との比較もしくは全委員の予測レンジの上限との比較では、現状のインフレ率の方向はやや軟化方向にあると見ていいだろう。

当レポートでは、現在 1%を下回っているコア消費者物価インフレ率は年後半から徐々に 1%を越える水準に回帰していくと見ている。実際、家賃関連の物価の低下に歯止めがかかり始めるなど、コアインフレ率が今後上昇に転じる兆しは見えている。従って、年末時点ではコアインフレ率が 1%を上回る位置にいるという当方予想に変化はない。

しかし、これも欧州危機との関連で、これまで海外のエマージング経済からの需要に押し上げられる形で上昇傾向にあった商品価格に頭打ち傾向が見られているなど、どちらかといえば物価も下方リスクが高まっているとの議論が FOMC でもなされる可能性がある。

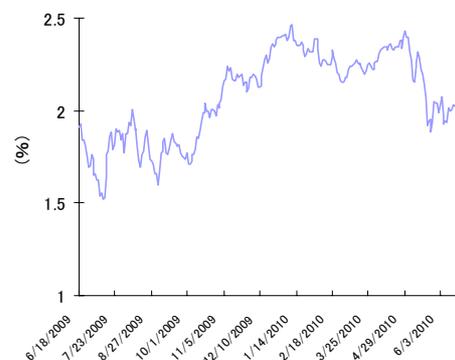
インフレ期待も現状では安定している。ミシガン大学消費者信頼感調査による 5~10 年後の期待インフレ率は 6 月調査（速報）で 2.7%、10 年物米国債と物価連動債の利回り較差も 2%レベルで安定推移している（第 1 図、第 2 図）。

第1図: ミシガン大学 消費者期待インフレ率(5-10年後)



(資料) Global Insight より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 10年物米国債と物価連動債の利回り差



(資料) フルームバーグより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

インフレとインフレ期待からは、インフレは抑制され、リスクは中立もしくはやや下方ということになるだろう。

### 資源利用率は依然として低いと認識されるだろう

インフレ抑制や「長期間」に亘る超低金利政策を声明文上で正当化する根拠となっている「資源利用率」の状況を見てみよう。失業率は依然として9.7%の高い水準にある。一方で、鉱工業の設備稼働率はかなりのペースで改善してきている。5月時点の鉱工業の設備稼働率は金融危機からの低下幅のおよそ半分まで上昇して現在75%レベルにある。

経済全体ののりしろ slack を示すといえる需給ギャップはどうか。筆者計算によれば、2010年第1四半期時点のGDPギャップは5.8%で、今回の景気後退期で最もギャップが拡大していた2009年第3、第4四半期の7.0%からは改善している。しかしそれでもGDPギャップの水準は2001年のリセッション後のギャップ拡大期のそれを大きく上回っていて、1980年代前半の悪化時期の水準に近い(第3図)。

尚、2011年以降毎四半期3%成長が継続した場合のギャップ解消は2018年になる計算になる。これは景気後退開始から需給ギャップ解消まで約10年かかることを意味している。

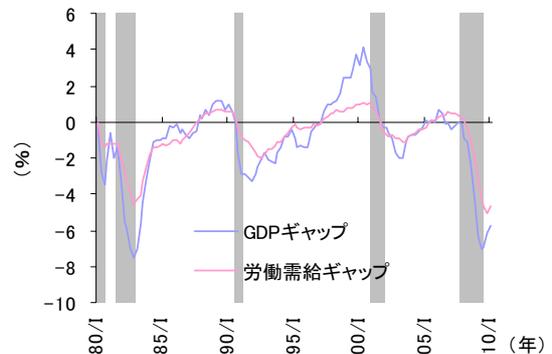
需給ギャップの解消は成長見通しが予定よりも加速すればその解消も早くなる<sup>1</sup>が、上記の通り成長に下方リスクが出てきたことを考えれば、低い資源利用率とその解消までの時間は、依然としてFOMCの超低金利政策を正当化するものになるだろう。

### 1%のFF金利の正当化は困難：流動性リスクがさらに利上げを困難に

現状の成長とインフレ見通しを前提にしても、例えば1%までのFF金利誘導目標の引上げならば、FOMC予測による総合インフレ率と成長率を変数にしたテイラールールから導かれる適正FF金利誘導目標として何とか正当化は可能だ。しかし、当レポート予想を元にすればもはや年末に1%のFF金利誘導目標は正当化できない(第4図)。

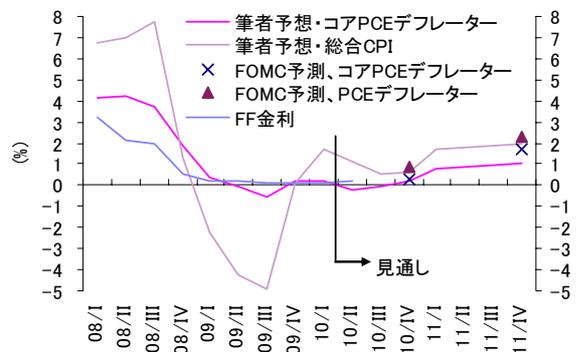
金融政策をまずは正常化の方向にもっていくことや長期インフレリスク抑制の観点から、カンサ

第3図：GDPギャップ/労働需給ギャップ推移  
(四半期ベース、2010年第1四半期まで)



(資料)米国商務省・労働省統計、米議会予算局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。(注) GDPギャップ = [(GDP実績) - (潜在GDP)] / (潜在GDP) \* 100、労働需給ギャップ = (自然失業率) - (失業率) シェード部分はリセッション期。

第4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、米労働省・商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

<sup>1</sup> 1月29日付当レポート「強気見通しならもはや解消は容易」参照。



シティ連銀のホーニグ総裁は「夏までに 1%まで FF 金利誘導目標を引き上げる」ことを 4 月 FOMC で主張した。当レポートでも以前はこれに似た論法の予想をしていた時期があった。

しかし、金融市場の状況はこうした早期の正常化を困難にしている。確かに、5 月初以降一旦混乱したかに見えた金融市場は一旦は落ち着いている。また欧州中央銀行（ECB）と FRB が再締結した米ドル流動性スワップの利用残高は 10 億ドルにとどまっている。しかし今後夏場にかけて市場流動性が低下する中、金利引締めに移る姿勢を見せることは中央銀行間の協調政策の観点からは困難だろう。

また、FOMC 内の委員の構成が徐々にハト派優勢になりつつあることは過去にも論じたとおりである。23 日の FOMC を持って退任予定だったコーン副議長の退任は最長 9 月 1 日まで延期になり、いわばハト派代表のサンフランシスコ連銀のイエレン総裁の FRB 副議長就任は先送りになった。しかし、同連銀では引き続き利上げに慎重な旨のスタッフ論文を公表している<sup>2</sup>。

結果、23 日に公表予定の声明文はまたも前回声明文とほぼ不変、もしくは成長認識や金融市場の状況につきやや減速、悪化方向の表現が追加される程度になるだろう。しかし、声明文に現れない議論の段階では、これまでに比べて成長リスクにより重きを置いた議論がなされる可能性が高そうだとはいえる<sup>3</sup>。

(<FOCUS>)

<sup>2</sup> サンフランシスコ連銀は 14 日公表の論文で、インフレ率と失業率を変数にしたモデルを用いた場合、FF 金利は 2012 年頃まではゼロ以下にとどまらねばならないという推計結果を導いている。

<sup>3</sup> 6 月 15 日付 WSJ 紙はすでに、FOMC で成長リスクに重きを置いた議論がなされる可能性を指摘している。

## <トピック 1> 先行指数も減速を示唆：年後半の成長ペース

カンファレンスボードの集計公表する景気先行指数は、5月まで14ヶ月連続で上昇している、今後も景気の拡大が続くことを示唆している。ただしその上昇ペースはやや減速している。これは2009年後半から今年前半にかけての予想以上に早い景気拡大ペースが、年後半にはやや鈍化することを示唆している。当レポートでは2010年後半の成長率を前半よりも低めに予想しているが、景気先行指数の動きもそれを支持している。

### 景気先行指数の上昇ペースは鈍化している

5月の景気先行指数は前月比+0.4%と14ヶ月ほぼ連続して上昇、前年比の伸びも+9.2%と高い位置にある。しかし、この前年比の伸びは3月に11.6%でピークになってのち2ヶ月連続で低下している（第1図）。さらに指数の動きに対して先行的意味合いをもつ6ヶ月前対比の伸び、3ヶ月前対比の伸び率は何れも継続的に低下してきている（第2図）。

カンファレンスボードの景気先行指数は成長率に対して先行性を有するとされている。昨年6月に終了したと見られる景気後退以降の回復ペースは、これまでのところ景気先行指数の急速な上昇の通り極めてペースの早いものであった。しかし、ここ2ヶ月ほどの景気先行指数の上昇ペース鈍化は、今年後半の成長率が前半よりも減速する可能性を示唆している。

### 失業保険申請件数の下げ渋りは広範囲な経済の拡大ペース鈍化を示唆している可能性がある

景気先行指数を構成する10種類の経済指標別に見ると、4月頃から住宅着工許可件数の減少、また5月には株価の下落が指数の頭を抑える要因となっている。また新規失業保険申請件数も今年に入り減少ペースを急激に落としていて、これも景気先行指数の伸びを鈍化させる要因となっている。

住宅着工許可件数の減少は住宅購入インセンティブ制度の終了によるもの、また株価の下落は5月のギリシャ危機によるもので、いずれも背景はかなりはっきりしている。しかし新規失業保険申請件数の下げ渋りは要因が特定できず、雇用を中心とした広範囲な経済の回復ペースが減速しつつあることを端的に示している可能性がある。

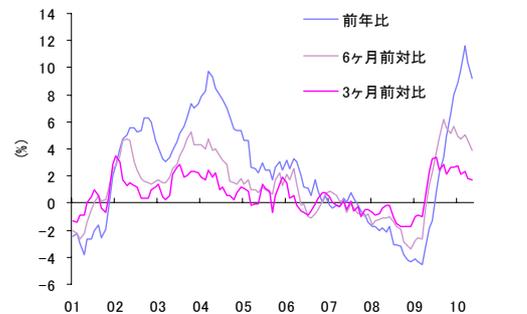
過去のリセッション脱却期にも、景気先行指数が当初は急速に上昇し、ある時点で上昇ペースが鈍化することはよくあったことである。またその場合、成長率もそれに遅れて鈍化する

第1図：カンファレンスボード景気先行指数



(資料)カンファレンスボード資料、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：カンファレンスボード景気先行指数



(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

る傾向がある。しかし、第 1 図から分かるように、現状の成長率は過去のリセッション後の成長率にくらべてまだ低い。過去には前年比で+5%近い成長を記録したリセッション脱却期があるのに対し、今年第 1 四半期時点での前年同期比の GDP 成長率は+2.5%にとどまっている。ここから更に成長率が減速するという事は、やはり今回のリセッションからの景気回復ペースは過去のそれに比べて遅い部類に入ると考えていいだろう。

### 景気一致指数：雇用は今後減速、生産ペースも成長に応じたものに

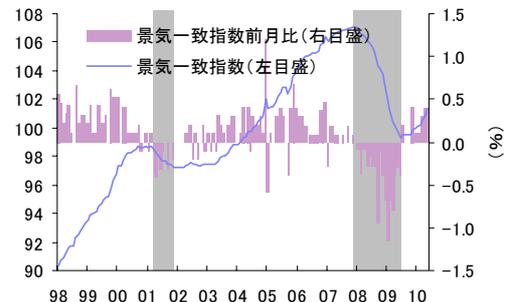
一方、景気の状態をほぼリアルタイムに表すといえるカンファレンスボードの景気一致指数は、今年前半までの強い回復ペースを反映して、5 月に前月比+0.4%の上昇。前月比の伸びは昨年後半には遅々たるものだったが、今年に入りその伸びを加速させている。景気一致指数を構成する 4 つの経済指標が景気一致指数の前月比の伸びに寄与する度合いを見てみると、この伸びの加速は主に雇用の改善と、鉱工業生産の強い伸びが寄与していることが分かる（第 4 図）。

ただ 5 月にかけての雇用の改善には連邦政府による 500 千人を越える国勢調査員の一時採用が含まれている。6 月以降はこれらの調査員が職務を終了していくから、非農業部門雇用者数の伸びは一時的に大幅に縮小、場合によっては一時的に減少する可能性がある。

鉱工業生産のうち自動車生産は今後もしばらく強い伸びを示しそうだ。自動車業界ではまだ販売在庫が不足気味の状態である。一部自動車メーカーは 6 月の例年の工場操業停止を行わずに臨時生産を拡大することを決定している。しかし、企業全体ではほぼ在庫が適正水準にあることと、消費を始めとする需要が減速していく可能性を考えれば、在庫積み増しペースは概ね成長率に沿ったものになり、生産ペースが大きく加速している可能性は低いといえる。

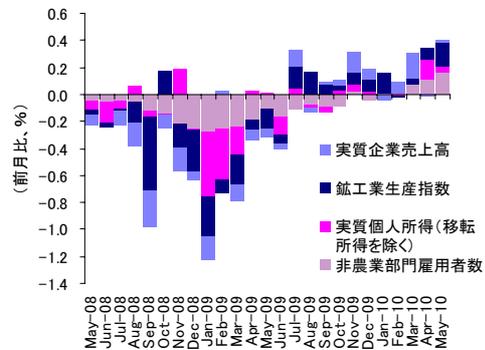
在庫積み増しペースが安定してくると、成長率への寄与は徐々に低下してくる。年前半は在庫積み増しの加速が成長率を大きく押し上げる要因になったが、在庫積み増しペースが一定速度になれば統計上も成長率への寄与度はゼロとなり、年前半の成長要因が一部剥落することになる。

第3図：カンファレンスボード景気一致指数



(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、シャド一部分はリセッション期(09年6月の終期は筆者個人の見込み)

第4図：景気一致指数への寄与度



(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

<トピック1>

<トピック2> ボラティリティはひとまず低下：金融市場動向

金融市場は一旦安定を取り戻した

市場は欧州危機のショックをひとまず消化し、ボラティリティの低下が目立っている。NY ダウの今週の日中の取引レンジは 297 ドルと、株価急落開始のあった 5 月 6 日を含む週（取引レンジ 1308 ドル）以後初めて 300 ドルを下回った。ちなみに今年に入ってから NY ダウの週間の平均取引レンジは 354 ドルである（第 1 図）。

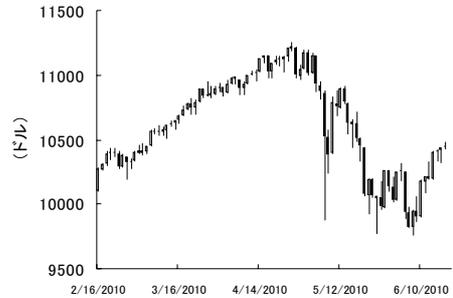
市場での投資家心理を表すとされているシカゴ・オプション取引所のボラティリティインデックス(VIX 指数)も、18 日には 5 月の急落開始以来始めて 25 ポイントを下回るまでに低下した（第 2 図）。

NY ダウは当レポートで想定している通り、1 万ドルを大きく割り込むことなくじり高に転じている。また銀行間市場では、3 ヶ月物 LIBOR がここ 3 週間ほど 0.53% レベルの比較的高水準ながら横ばいで推移している。米国債 3 ヶ月物利回りとのスプレッド (TED スプレッド) は約 0.45% で、これはリーマンショックによる金利急騰時に数%に達したのに比較すれば非常に穏当である（第 3 図）。金融市場はひとまずは安定を取り戻しているといっていだろう。

7 月前半にかけてはボラティリティ低下と見る

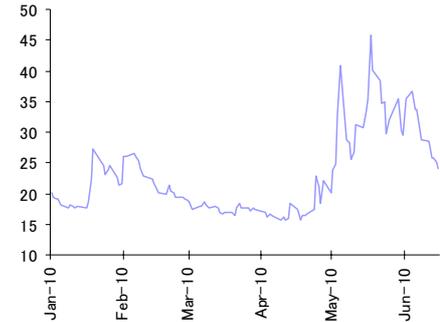
こうした市場の安定の背景のひとつには、各国政府中銀が設定した流動性対策がセーフティネットとして存在すること、短期的な資金ショートによる政府や銀行のデフォルト懸念を緩和する効果を徐々に発揮していることが挙げられる。欧州連合 (EU) と国際通貨基金 (IMF) が 5 月 10 日に設立を決定した政府財政救済ファンド (欧州金融安定化メカニズム) の総額 7500 億ユーロは、2011 年までの PIIGS 各国の 2011 年末までの国債償還額を十分にカバーするものである。またほぼ同時に再開された中銀間の流動性スワップ契約も銀行間市場の流動性懸念緩和に役立っているといえる。実際には、中銀の緊急流動性ツールの利用度はまだ低い。ECB が FED との通貨スワップで提供する米ドル流動性供給の残高は 16 日現在で約 10 億ドルにとどまっている。

第1図: NYダウの推移



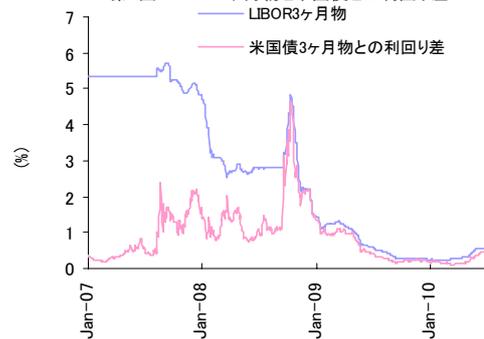
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: CBOE SP500 VIX指数



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: LIBOR3ヶ月物と米国債との利回り差



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



ここ 2 週間ほどは、Moody's によるギリシャの格下げなどの悪材料にも米国市場の反応は限定的だった。今後欧州では金融機関のストレステストの内容と結果が公表される予定で、漸く 2009 年の米国の金融危機対応のレベルに迫いつきつつある。当面欧州危機を材料に大きく市場環境が悪化する事態は当面回避できたといえそうだ。

結果、株価を含む金融市場は 7 月にかけてボラティリティを低下させていくのではないかと現状では見ておきたい。株価も NY ダウ 10400-10600 ドルレベル（テクニカルには 200 日移動平均線の上昇に絡む形）を中心としたレンジ内でのみみ合いに転じ始めるのではないかと。

次に市場の焦点になる可能性があるのが、米国の実体経済の状況である。欧州財政危機の実体経済への影響はまだ 5 月の経済指標には反映されていないといえる。にもかかわらずすでに 5 月分の雇用統計や小売売上が失望感あるものに終わったほか、新規失業保険申請件数の下げ止まりは年後半の成長率の鈍化を示唆している。そうすると、来週の新築住宅販売、中古住宅販売、7 月初の 6 月分雇用統計などが次の注目ポイントになる。

ただ、こうしたファンダメンタルズ指標の悪化は 4 月までの予想以上に強い拡大ペースからの鈍化である。米国経済を 2 番底に至らしめるほどの悪化はないと当方では見ている。また、消費者信頼感や企業景況感が大きく低下していないことから、6 月以降のファンダメンタルズ指標も大きな影響はないだろう。7 月後半に企業決算が本格化する時期までは一旦市場のボラティリティは低下すると見る。

### 夏の流動性低下期にはもうひと波乱の可能性もある

しかし、金融システムが孕むリスクは、中期的にはまだ事態が收拾されたわけではない。各国の財政問題は本格解決の結果を見るにはまだ時間を要する。市場が反応薄といっても、各国の財政赤字削減策が、ソブリンリスク格付の引下げに間に合わなければ、その国の政府のみならず金融機関や事業会社のカウンターパーティリスクを更に助長することになる。米系銀行が欧州銀行に多額のエクスポージャーを有しているほか、欧州系銀行のリストラのための資産圧縮は中南米にも波及する蓋然性がある。その意味でリスク回避の動きは市場全体でまだ残っていて、金や米国債に資金が滞留したままになっている。

依然として、7 月後半以降市場が薄くなる時期にはもうひと波乱ある可能性は含んでおいたほうがよさそうだ。

<トピック 2>



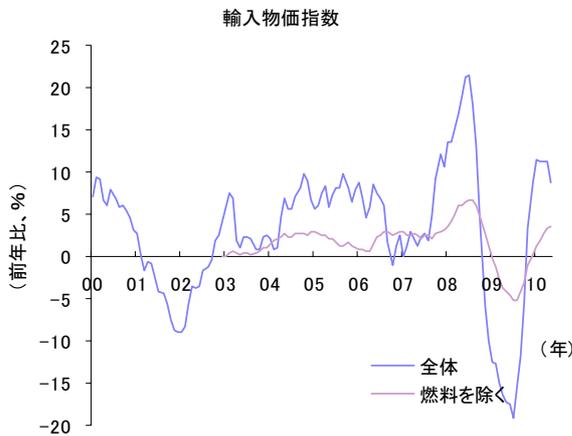
＜経済・金融の動向：6月14日～18日現在＞  
しばらく方向感ない展開になりそう

- ▶ **株価市場**、NYダウは2週続伸、前週末比239ドル高の10450ドルで18日の取引を終えた。週明けの14日は格付会社ムーディーズによるギリシャ格下げを受けて小幅安だったが、翌15日は200ドルを越える上昇、その後は方向感にける取引が続いた。欧州問題や経済指標には総じて反応薄で、1万ドル割れの売られすぎ水準からの回帰で一旦落ち着きどころをみつつある。S&P500の10業種別騰落率は、公益事業、情報技術、資本財、エネルギーなどを上昇率上位に10業種全てが前週末比で上昇した。
- ▶ **為替市場**ではドルが対円、対ユーロで下落した。ドル円は先週末の1ドル=91台後半から、今週は90円代後半にまで下げた、ユーロは、先週の1ユーロ1.21ドル台からユーロが続伸し1.23ドル台で越週した。
- ▶ **向こう1週間**は、22日に5月中古住宅販売、23日に5月新築住宅販売、定例FOMCの結果と声明文公表、24日に5月耐久財受注、25日に第1四半期GDP統計（確報値）、ミシガン大学消費者信頼感指数（確報）が公表される。中古住宅販売は、4月末のインセンティブ制度終了にもかかわらず5月の中古住宅販売成約指数が依然上昇していることから、販売は5月も増加している模様だ。新築住宅販売はインセンティブ終了や中古住宅に押される形で販売減少を見込む。
- ▶ 22日、23日の2日間開催されるFOMCでは、金融政策の変更はなくまた「長期間」の文言も存置される可能性が高いと見る。実体経済は直近の経済指標がやや緩んでいて、インフレ率は低下傾向にある。さらに前回FOMC以降ギリシャ問題を機に金融市場が一旦混乱した。こうした現状認識からは、金融政策見通しをタカ派方向にシフトする理由には乏しいといえる。
- ▶ 株式市場は、材料難からしばらく方向感のない状態が続きそうだ。住宅指標は、インセンティブ制度終了の翌月だけに、予想比の結果が上ブレまたは下ブレの可能性があり、波乱要因となりうる。FOMCは大幅な文言の変更がない限り大きな材料にはなりにくい。向こう1週間はNYダウ10400～10600ドルを中心としたレンジでの動きになると見る。200日移動平均線は現在10335ドル近辺でじり高にある。当面相場はこの200日移動平均に絡む動きになると見る。中期的には、今年のNYダウのレンジを10000～14000ドルと見る当レポートの前提は不変である。

（＜経済・金融の動向＞）

<経済指標コメント>

- **輸入物価指数（5月）は前月比-0.6%（前年比+8.6%）、除く燃料前月比+0.5%（前年比+3.6%）**：原油価格の低下を反映して5月の輸入物価は3ヶ月ぶりの前月比低下、前年比でも伸びを減速させた。しかし、燃料を除くベースでは10ヶ月連続の前月比上昇、前年比でも+3.6%と伸びを加速させている。総合物価指数はエネルギー価格の影響を受けて変動しているが、燃料を除くベースのコア輸入物価は海外からの物価上昇圧力が強いことを表している。ギリシャ危機以降の海外需要の減速の可能性はまだ反映されていないため、今後のコア輸入物価が反落に向かうかが注目となる。



(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

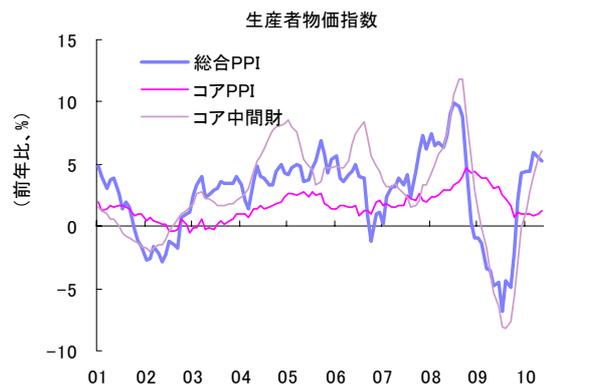
- **全米住宅建設業協会（NAHB）住宅市場指数は17ポイント（前月比-5ポイント）**：NAHB住宅市場指数は、住宅購入インセンティブ制度終了による反動で3ヶ月ぶりの低下。指標公表元のNAHBは「改善した経済、増加する雇用、低い



(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

ローン金利、安定しはじめた住宅価格が今後は住宅市場を支援するだろうが、建設業者は依然として極めて慎重で、ローン借入の困難さ、誤った住宅価格評価慣行、ショートセールスや差押さえ物件との競合が住宅の順調な回復を妨げる可能性があることを認識している」と述べている。住宅市場指数の低下は5月もしくは6月の新築住宅販売の減少を示唆しているが、これは予定通りである。その後販売が好転に向かうかが注目になる。来月以降の住宅市場指数はその先行指数として重要になってくる。

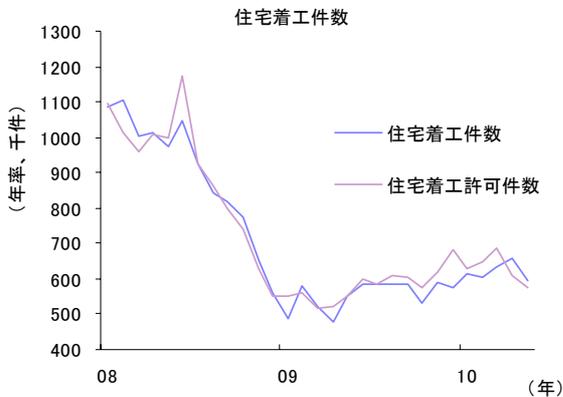
- **生産者物価指数（5月）は前月比-0.3%（前年比+5.3%）、同コア指数前月比+0.2%（前年比+1.3%）、コア中間財価格指数前月比+0.3%（前年比+6.1%）**：生産者物価指数は前月比-0.3%と2ヶ月連続の前月比低下（前月同-0.1%）。前月に続き食品（前月比-0.6%）、ガソリン（前月比-7.0%）などが価格指数を押し下げている。前年比の伸びは+5.3%と、3月の6.0%をピークに伸びを減速させている。ただ、総合指数の伸びを抑制しているのは主に食品、エネルギーであって、コア指数は前月比+0.2%と7ヶ月連続上昇、前年比の伸びも+1.3%と2009年9月以来の高い伸びになった。また先行指数となるコア中間財価格指数も前月比+0.3%と12ヶ月連続の上昇、前年比の伸びも+6.1%にまで拡大した。エネルギー価格などの変動を除いてコアの生産者物価にはまだ上昇圧力が続いている。



(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)

- **住宅着工件数（5月）は年率593千件（前月比-10.0%）、着工許可件数は年率574千件（同-5.9%）**：住宅着工件数は3ヶ月ぶりにしかも大幅な減少となる前月比-10.0%、うち一世帯住宅は-17.2%の大幅減。また先行指標となる着工許可件数は2ヶ月連続の減少となる前月比-5.9%（前月同-10.9%）。住宅購入インセンティブ制

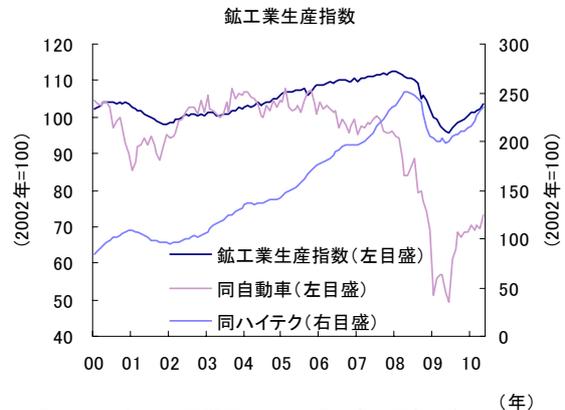
度が4月末で終了したことで、着工・許可件数いずれも反落となっている。現状では反落の度合いはこれまでの増加トレンドを大きく崩すものではなく、今後販売が安定すれば着工も徐々に増加に向うと考える。第2四半期の着工件数は5月までで第1四半期に比べて前期比年率-0.4%の減少となっているため、GDP統計上の住宅投資は第2四半期にプラス成長が見込めるかは微妙な位置にある。着工許可が依然減少していることから6月も着工は減少の可能性が高いが、着工許可の5月の減少ペースは4月のそれよりも鈍化していることから、7月以降再び着工は増加に転じる可能性が高いと見る。同じくインセンティブ制度終了で5月に一旦反落が見込まれる新築住宅販売の回復次第となる。



(資料) 米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

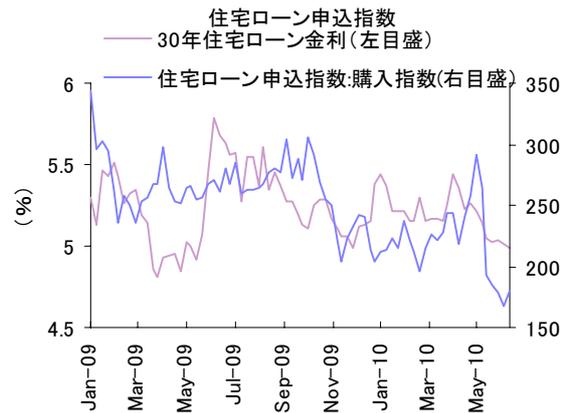
➤ **鉱工業生産指数 (5月) は前月比+1.2% (前月同+0.7%)、設備稼働率 74.7% (前月73.7%)** : 鉱工業生産指数は3ヶ月連続の上昇となる前月比1.2%の強い伸び。内訳では製造業が前月比+0.9%、鉱業同-0.2%、公益事業同+4.8%と、製造業と電力・ガスなどの生産が指数を押し上げている。製造業の内訳では自動車・同部品 (前月比+5.5%) の生産が大幅に上昇、乗用車と小型トラックの生産も年率7.87百万台と前月の同7.16百万台から増加している。ハイテク産業も前月比+1.7%と12ヶ月連続の増加となる堅調な伸びになっている。公益事業の生産拡大は、5月後半の猛暑で冷房の利用が増加したことを反映している。また、鉱業の指数低下はメキシコ湾の原油流出事故による生産停止を反映している。設備稼働率は74.7%と上昇しており (うち製造業71.5%)、景気後退前の81%レベルから景気後退期の68%台までの低下のおおむね半分を取り戻した形だ。ただ稼働率の水準自体はまだ低く、1972年から2009年の平均である80.6%を大きく下回っている。5月時点では消費の拡大や在庫積み増しのために鉱工業生産は順調に拡大していて、その回復ペースは2001年の景気後退からの回復期よりも速い。た

だ欧州危機の影響は5月分統計にはまだ出ていないと考えられるから、今後外需中心に生産がどう動くかは注目である。



(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

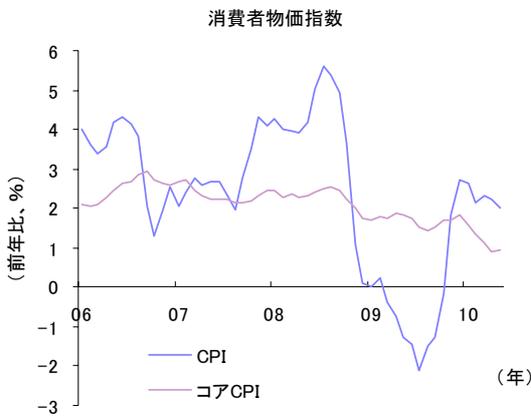
➤ **米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申込指数 (6月11日発表) は前週比+17.7%、リファイナンス指数同+21.1%、購入指数同+7.3%** : 住宅ローン申込指数は大幅増加。前週がメモリアルデー休日要因で大幅低下だったが、それをカバーする以上の上昇。住宅ローン金利が5%を割り込むまでに低下したことで (30年物固定住宅ローン金利は前週比-0.02%の4.99%)、リファイナンス申込が急増した。またインセンティブ制度の終了で減少を続けていた購入申込が6週ぶりに上昇したのも住宅市場の回復にとっては心強い。



(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

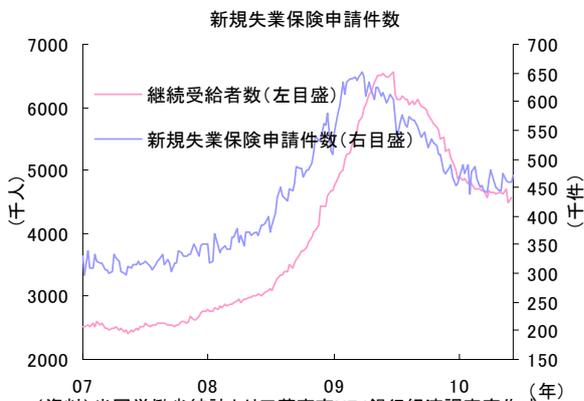
➤ **消費者物価指数 (5月) は前月比-0.2% (前年比+2.0%)、同コア指数前月比+0.1% (前年比+0.9%)** : 消費者物価指数は2ヶ月連続の低下となる前月比-0.2%。前年比の伸びも+2.0%と減速を続けている。5月はガソリン (前月比-

5.2%)、コンピューター(同-1.3%)などが物価指数を押し下げた。過去2ヶ月の消費者物価低下は主にエネルギー価格の低下を反映したものであり、今後年末にかけては総合インフレ率は前年比2%前後で推移すると見る。コア指数は2ヶ月連続横ばいののち前月比+0.1%の上昇、前年比の伸びは前月並みの+0.9%と、低下から横ばいに転じた。コア物価指数の前年比の伸びは依然歴史的な低水準にあるが、住居家賃や持家帰属家賃に低下ペースの鈍化が見られるなどコアインフレ率低下には底入れの兆しが見られる。年後半にかけて再び1%台に向けて上昇していくという当レポートの見方を支持している。



(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

➤ **新規失業保険申請件数(6月12日×週)は472千件(前週比+12千件)、継続受給比率(6月5日×週)は3.6%(前週比+0.1%)、継続受給者数は4571千人(前週比+88千人)**：新規失業保険申請件数は2週連続の増加で、再び増加基調に転じ、かつ5週連続で450千件を上回っている。ただし4週移動平均は463.5千件(前週比-0.5千件)と5週ぶりにわずかに低下。新規申請の増加は職務を終了した国勢調査員が徐々に

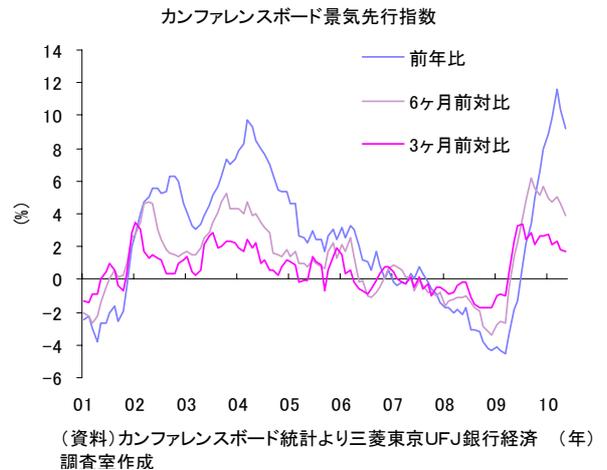


(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

解雇されてきていることの影響と考えられる。

ただ全体としても新規申請件数は横ばいとどまっまっていて、今後雇用の増加ペースが大幅ではないことを示唆している。

➤ **カンファレンスボード景気先行指数(5月)は前月比+0.4%、景気一致指数は同+0.4%**：景気先行指数は前月比+0.4%と14ヶ月連続で上昇ないし横ばいを続けている。ただしその上昇ペースにはやや鈍化が見られる。前年比の伸びは+9.2%と3月の+11.6%をピークに2ヶ月連続で縮小した。5月の先行指数の前月比の上昇に寄与した経済指標は週平均労働時間(寄与度+0.2%)、消費財受注(同+0.01%)、M2(同+0.27%)、10年物米国債利回り-FF金利スプレッド(同+0.34%)、消費者信頼感期待指数(同+0.07%)の5指標にとどまり、マイナス寄与は新規失業保険申請件数(同-0.01%)、ISM入荷遅延指数(同-0.02%)、非国防資本財受注(同-0.06%)、住宅着工許可件数(同-0.16%)、S&P500株価指数(同-0.23%)。株価の下落が指数の伸びを抑制している。またプラス寄与経済指標の割合を示すDIは4月の40に続き5月も50と低調だった。景気先行指数の伸びの鈍化は、年後半の経済成長のペースが前半に比べやや鈍化することを示唆していて、これは当レポートの予想とも一致する傾向である。景気一致指数は6ヶ月連続の上昇でこちらは5月時点では寧ろ上昇ペースを加速させている。一致指数の前月比の伸びの寄与度は非農業部門雇用者数(寄与度+0.16%)、実質個人所得(同+0.05%)、鉱工業生産指数(同+0.17%)、企業売上高(同+0.02%)。雇用と鉱工業生産の強い伸びが指数を押し上げている。しかし、5月の雇用増加は連邦政府による国勢調査員の一時雇用が含まれている上、6月以降は同要員の解雇が増加することから、一致指数の伸びも鈍化してくるはずだ。



(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

(＜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.