



# 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)

August 6, 2010

## <FOCUS>

### 2%がニューノーマル? : 成長予想改訂

- 第2四半期の実質 GDP 成長率は 2%台半ばに減速した。年後半は概ね 2%前後の低成長になると見る。2010 年通年成長率予想は 3%レベルを維持するが、2011 年は 2%台に一旦成長が鈍化すると見る。
- この成長率の減速は、景気の二番底リセッションリスクが高まったとか、景気そのものが再び悪化方向に向っていることを意味するものではない。むしろリセッション脱却期に政府刺激策などもあって想定以上にペースの速い回復を見せた景気が、より実力に近いペースに調整されていくと考えている。従って、2012 年以降にはおそらく潜在成長率をやや上回るペースに成長が加速すると見ている。
- ただ、以下に述べるとおり、需給ギャップの拡大は成長ペースを遅いものにする上に、高失業率の継続など、実感のない回復をもたらす可能性が高い。そのため、政治的には金融政策につき利上げ後倒しや追加緩和などが俎上に上る機会が増えざるを得ない。
- 今回の GDP 統計公表においては、年次改訂により 2007 年第 1 四半期に遡った改訂が施されている。今回は 2007 年から 2009 年までの成長率は総じて下方改訂となっていて、たとえば 2009 年の名目 GDP の絶対水準は改訂前に比べて-1373 億ドル (約-1%) の下方改訂となっている。米議会予算局の推計 (1 月時点) による米国の潜在 GDP と自然失業率を用いて米国の需給ギャップ試算をアップデートしてみた。これによれば、2009 年の需給ギャップは、年次改訂前の GDP 実績を基にした場合 9190 億ドルであったのが、今回の年次改訂による実績下方改訂により、1 兆 270 億ドルに拡大したという結果になった。

### <トピック 1> 底堅いといっている : 7 月雇用統計

6 日に公表された 7 月分雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比-131 千人の減少、このうち連邦政府による国勢調査員に一時雇用終了に伴う雇用減-143 千人を除くと+12 千人の増加となった。

### <トピック 2> 「象徴的な」ものなら。。 : 8 月 FOMC 展望

10 日に開催される FRB の連邦公開市場委員会 (FOMC) では、当面現状の金融政策を維持する決定がなされると予想する。追加緩和は「象徴的な」意味で今後成される可能性はある。しかし実体経済は本格追加緩和に踏み切るほどには深刻でない。

### <経済・金融の動向 : 8 月 2 日~6 日現在> 意外に底堅い株価 : FOMC、小売、CPI に注目

<経済指標コメント> 新規失業保険申請件数 (7 月 31 日 1 週) は 479 千件 (前週比+19 千件)、継続受給比率 (7 月 24 日 1 週) は 3.6% (前月比横ばい)、継続受給者数は 4537 千人 (前週比-34 千人)、他。

<FOCUS> 2%がニューノーマル？：成長予想改訂

第2四半期の実質 GDP 成長率は2%台半ばに減速した。年後半は概ね2%前後の低成長になると見る。2010年通年成長率予想は3%レベルを維持するが、2011年は2%台に一旦成長が鈍化すると見る。

第2四半期成長率は2.4%に減速した

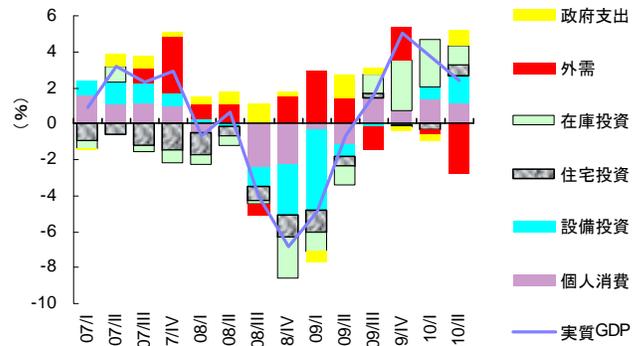
先週30日に公表されたGDP統計によれば、第2四半期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%となった。これは当レポート(7月16日付当レポート<トピック2>参照)で見ていた2%台への成長減速予想にほぼ一致する結果だ。

個人消費、貿易赤字、在庫が主な成長率押し下げ要因になっていることも予想通りである。個人消費は前期比年率+1.6%と前期の同+1.9%から減速、また輸入増加による貿易赤字拡大により純輸出が成長率を実に-2.8%押し下げた。また在庫の積上げペースの減速で、在庫投資の成長押し上げ幅第2四半期には大きく縮小した(第1図)。

その他の需要項目についてはやや予想外の点もあった。まず、設備投資のうちの構造物投資がプラス成長に転じたことである。商業不動産建設は依然減少しているにも拘らず、構造物投資が増加したのは予想外だ(第2図)。

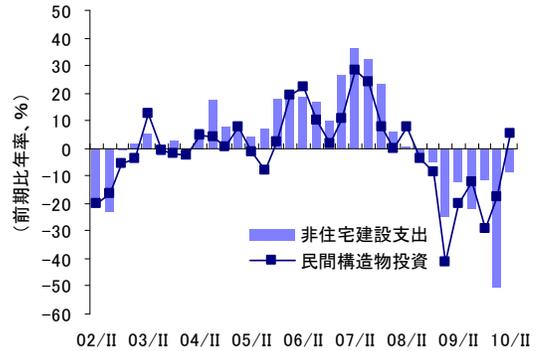
商務省の設備投資項目別内訳データを見て見ると、商業・医療建設は依然大きなマイナス成長になっているものの、電力・通信、鉱業・掘削関連建設が大きく増加して構造物投資を押し上げたことになっている。鉱業・掘削関連施設の建設増加がこの上ブレ要因だと考えられる<sup>1</sup>。尚、その後2日に公表された6月分の建設支出統計によれば、第2四半期の民間非住宅建設支出は前期比年率-8.6%の減少、前期の-50.5%よりは大幅にマイナス幅が縮小しているものの、まだマイナス成長であることには変わりない。

第1図: 実質GDP成長率の推移(需要項目別寄与度)



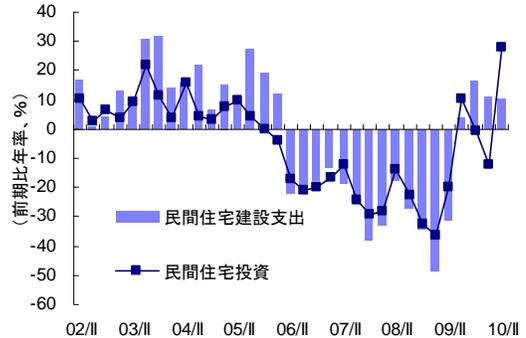
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 民間非住宅建設支出



(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3図: 民間住宅建設支出



(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。

<sup>1</sup> 例えば、石油・ガスの掘削施設の建設データは、月次の建設支出統計の非住宅建設支出統計からは取得できないため、商務省は別途 American Petroleum Institute より掘削施設の建設支出情報を取得している。

また住宅投資が大幅な回復をしているのも予想比上ブレである。住宅については月次の基礎統計にもブレがみられる。建設支出統計による民間住宅建設支出は第 2 四半期まで 4 四半期連続プラスの伸びを維持している。これが GDP 統計にはかなり期ブレを伴って計上されている（第 3 図）。また、GDP 統計の住宅投資には仲介業者手数料が含まれている。商務省統計の内訳データによれば、4 月にかけてインセンティブ制度利用駆け込み需要で住宅販売が急増したことで仲介業者手数料は第 2 四半期に大幅増加している。これが住宅投資項目上ブレの一因であろう。

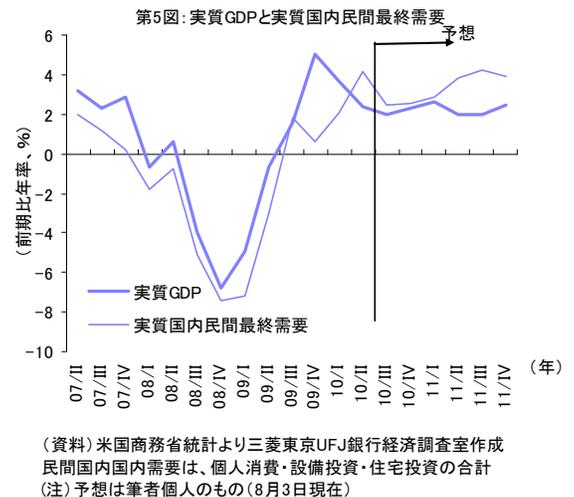
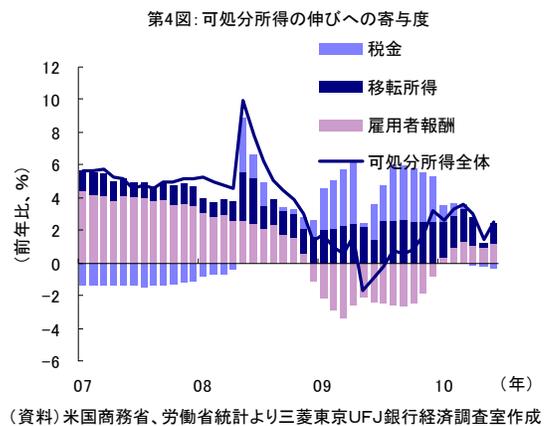
### 今後は 2%レベルの低成長継続を予想する

だが、総じて、景気回復ペースが 2009 年第 4 四半期をピークに徐々に減速しているという流れはこれまでの当レポートの予想にほぼ沿っている。

成長が徐々に減速している要因はいくつかある。まず昨年の廃車インセンティブ制度、また今年 4 月まで実施された初回住宅購入者宛インセンティブ制度などの一時的政府支援の終了である。もうひとつは、継続的な減税の所得押し上げ効果が減税実施後 1 年を経過したところで剥落したにもかかわらず、雇用による雇用者報酬の増加がそれをカバーするに及んでいないことだ（第 4 図）。また、景気対策法による政府財政支出額が減少することも成長鈍化の要因になる（その意味では、第 2 四半期の政府支出が急増していることにはやや違和感もある）。

今後についても、こうした要因が継続することから、成長率は今年後半から来年にかけては概ね 2%程度の低成長になると予想する。2010 年の通年成長率は前年比+2.9%と、これまでの筆者予想から-0.1%だけ下方修正する。2011 年についてはこれまで 2%台後半への一旦の鈍化を見込んできたが、これはさらに下方修正し、2%台前半の低成長を予想する。2012 年以降ようやく 3%に近づく成長回復を見込む（第 5 図）。

尚、このシナリオの前提として今年の株価水準が概ね NY ダウ 10000 ドル～12000 ドルのレンジを想定していることも従前通りである。株価については、EU 銀行のストレステストが欧州銀行システムの透明度を高めたことで、今後急落のリスクは後退したと考えている。



この成長率の減速は、景気の二番底リセッションリスクが高まったとか、景気そのものが再び悪化方向に向っていることを意味するものではない。むしろリセッション脱却期に政府刺激策などもあって想定以上にペースの速い回復を見せた景気が、より実力に近いペースに調整されていくと考えている。従って、2012年以降にはおそらく潜在成長率をやや上回るペースに成長が加速すると見ている。

今年の第3四半期については、まずテクニカルには住宅投資が一旦マイナス成長に転化することと、在庫積上げペースが鈍化することが主な成長率押し下げ要因である。その後は、貿易赤字の拡大と在庫調整が主な成長押し下げ要因となる。その間個人消費は2%から3%にむけてじりじりと成長を徐々に加速していくと見ている。見かけの数字以上に内需については持続的成長を見込んでいるものだ。

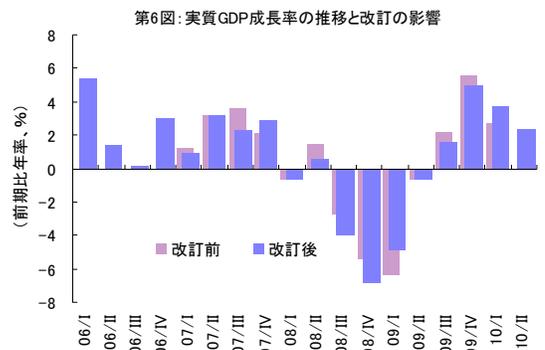
ただ、以下に述べるとおり、需給ギャップの拡大は成長ペースを遅いものにする上に、高失業率の継続など、実感のない回復をもたらす可能性が高い。そのため、政治的には金融政策につき利上げ後倒しや追加緩和などが俎上に上る機会は増えざるを得ない。

### 過去の GDP 水準の下方改訂は、需給ギャップが想定より大きかったことを意味する

今回の GDP 統計公表においては、年次改訂により 2007 年第 1 四半期に遡った改訂が施されている（第 6 図）。今回は 2007 年から 2009 年までの成長率は総じて下方改訂となっていて、たとえば 2009 年の名目 GDP の絶対水準は改訂前に比べて-1373 億ドル（約-1%）の下方改訂となっている。

これらの下方改訂は、景気のサイクルや方向を大きく変更するものではなく、景気の転換点の判定には影響を与えない。これまで通りリセッションの始期は 2007 年第 4 四半期、終期は 2009 年第 2 四半期と考えて差し支えないと考える。

しかし、生産水準そのものがこれまでの想定よりも 1%も低かったことは、他の面で景気見通しに大きな影響を与える可能性がある。米国経済の需給ギャップがこれまでの想定より拡大していたことを示唆するものだからだ。

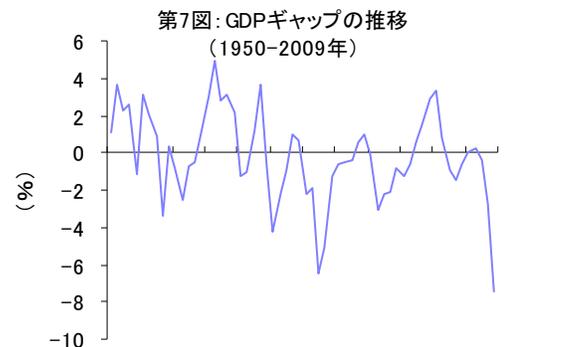


（資料）米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。（年）

### 利上げ予想にとってはリスク要因

米議会予算局の推計（1月時点）による米国の潜在 GDP と自然失業率を用いて米国の需給ギャップ試算をアップデートしてみた。

これによれば、2009 年の需給ギャップは、年次改訂前の GDP 実績を基にした場合 9190 億ドル（実質ベース、潜在 GDP 比 6.6%）であったのが、今回の年次改訂による実績下方改訂によ



（資料）米商務省・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

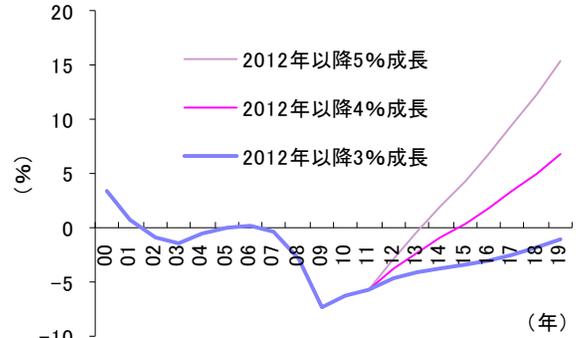
り、1兆270億ドル（同7.4%）に拡大したという結果になった。いわゆる1兆円の需給ギャップは本当に存在したことになる。また需給ギャップの潜在GDP比率7.4%は、1982年の6.5%を大きく抜いて、1950年以降では最大の需給ギャップとなった（第7図）。

また、2011年までの成長率を当レポート予想、その後の成長率につき5%、4%、3%がそれぞれ継続するとした場合の需給ギャップの推移を試算すると、いずれのケースも、年次改訂以前の試算にくらべて需給ギャップ解消時期が約1年あと倒しになる計算になる。ちなみに3%成長シナリオだと、2019年になっても需給ギャップは解消しない計算になる（第8図）。

今年初めの当レポートでは、景気見通しの改善と米国潜在成長率の低下により、需給ギャップの解消が意外に早い可能性もあることを議論した（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）が、今回のGDP統計の下方改訂でそれも振り出しに戻ったことになる。

需給ギャップ水準は金融政策予想にも影響する。年次改訂後のGDPデータと新たな筆者の成長・インフレ予想を元に、テイラールールを用いた適正FF金利をアップデートしてみると、総合PCEデフレーターを用いた場合は2011年前半の利上げが正当化できるが、コアPCEデフレーターを用いた場合は、来年後半までゼロ金利を継続せねばならないとの結果になった。来年第1四半期の利上げを予想する当レポートにとってはリスク材料である。

第8図：GDPギャップの推移試算



(資料)米国商務省統計、米議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：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	
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	2.4	2.39
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	1.6	1.15
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	7.5	0.53
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	1.6	0.25
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	0.8	0.36
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	17.0	1.50
構造物投資	14.1	5.9	-20.4	-0.1	7.5	-3.6	-8.9	-41.0	-20.2	-12.4	-29.2	-17.8	5.2	0.14
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	21.9	1.36
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	27.9	0.59
民間在庫投資(億ドル)	277	-376	-1131	-82	-206	-274	-943	-1,258	-1,618	-1,282	-367	441	757	1.05
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	-4,259	-2.78
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	10.3	
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	28.8	
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	4.4	0.88
(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	4.1	3.24
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	1.8	-

(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  
2010年第2四半期のGDPは7月30日発表の速報値。「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

( < FOCUS > )

<トピック1> 底堅いといっている：7月雇用統計

民間雇用増加は3ヶ月連続で100千人を下回ったが底堅い動きといえる

6日に公表された7月分雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比-131千人の減少、このうち連邦政府による国勢調査員に一時雇用終了に伴う雇用減-143千人を除くと+12千人の増加となった。民間部門は1月以来7ヶ月連続増加となる+71千人。しかし、前月6月分が下方改訂された上、5月以来3ヶ月連続で民間の雇用増加は100千人を下回る低調なものにとどまっている（第1図）。

だがこれは、緩やかなペースの雇用増加と景気回復というこれまでのシナリオに大きな影響を与える内容ではない。総合的には民間の雇用がわずかずつながら増加を続けているし、雇用増加業種の割合を示すディフュージョンインデックスも6月の低下からやや持ち直して55.6と、6ヶ月連続で50以上を維持している（第2図）。今後來年にかけて、月次で100千人前後の雇用増加が続くという見方は維持できる。

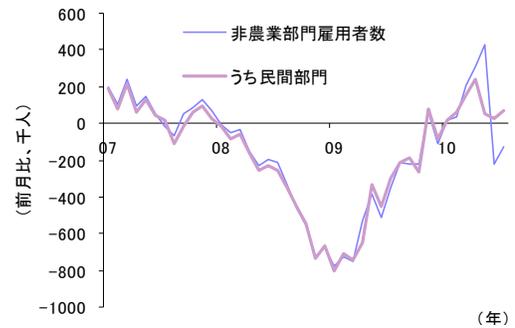
自動車製造は夏季操業延長で増加、住宅建設はインセンティブ制度終了で減少中

7月統計で注目すべきポイントは主に以下の点である。

まず、製造業が強めの雇用増加を見せているが、これは大手メーカーが夏季の工場操業停止を返上したという一時的要因の反映である。自動車・同部品製造業は+21千人と6ヶ月ぶりに2桁の雇用増になっている。7月下旬には通常通りの工場操業停止に入っているため、来月分ではこの反動減が考えられる。同じく、製造業の週平均労働時間も前月の大幅減少からやや持ち直しているが、これも一時的なものである可能性もあり、来月以降の労働時間の数字の動きは要注目だ。

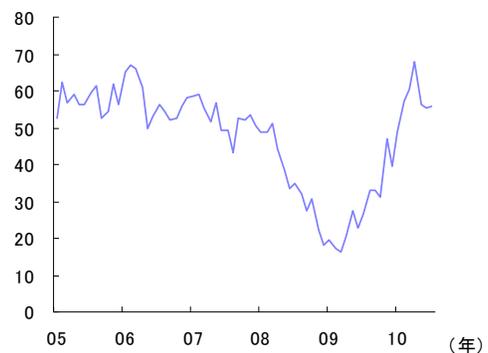
次に、建設業は住宅建設関連雇用の減少幅が拡大して3ヶ月連続の減少となっている。住宅購入インセンティブ制度が4月に終了したことで、住

第1図：非農業部門雇用者数の推移



(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

第2図：雇用増加業種数DI



(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

第3図：週平均労働時間 (全労働者)



(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

宅販売・着工がいずれも反落していることの反映である。住宅販売は7月にも減少が見込まれるため、建設分野の雇用減はあと1, 2ヵ月は続く可能性が高い。

サービス部門では小売業が3ヶ月ぶりにわずかながら増加に転じたほかは、金融業、専門ビジネスサービス業の減少が目立つ。特に専門ビジネスサービス業は、人材派遣業の減少で10ヶ月ぶりに雇用を減らした。人材派遣業の雇用減少は、ひとつには臨時雇用から正規雇用への移行の兆しともいえるが、一方で人員余剰や人員削減が新たに始まった兆候である可能性もあるから、今後この動向は要フォローである。

家計調査に基づく失業率は、9.5%と前月比横ばいであった。内訳をみると、労働参加率、労働力人口がいずれも減少、かつ就業者数も減少している結果の失業率横ばいであるから、内容的にはネガティブな内容といえる。今後も労働人口からの流出入要因で雇用改善にかかわらず失業率は下がりにくい状態が続くだろう。今年末にも9%台の高率にとどまると当レポートでは予想しているが、これを支持する動きになっている。

総じて、これまでの当レポートのスタンスである、緩やかな雇用増加の継続というシナリオにほぼ沿った内容であり、雇用についてはこれまでの見方を維持することにする。

第1表: 非農業部門雇用者数の推移

	09/8	9	10	11	12	10/1	2	3	4	5	6	7
非農業部門雇用者数 (前月比、千人)	-212	-225	-224	64	-109	14	39	208	313	432	-221	-131
民間部門	-215	-186	-262	75	-83	16	62	158	241	51	31	71
製造業	-57	-48	-57	-25	-18	22	16	19	38	39	13	36
自動車及び同部品	-8	-1	4	-5	-1	27	-9	4	4	9	-2	21
建設業	-64	-71	-67	-15	-36	-60	-51	27	22	-29	-21	-11
サービス業	-85	-65	-131	108	-29	46	90	101	174	30	34	38
小売業	-15	-48	-63	9	-15	49	7	23	14	-6	-21	7
金融業	-24	-12	-19	2	-9	-22	-7	-19	2	-9	-12	-17
専門ビジネスサービス業	-34	-22	11	106	22	23	56	1	70	26	23	-13
人材派遣業	-16	-9	42	95	50	49	36	32	23	30	11	-6
教育・医療サービス業	35	26	35	31	37	20	30	49	28	25	26	30
娯楽・宿泊業	-18	16	-54	-21	-33	12	23	23	36	-15	21	6
政府部門	3	-39	38	-11	-26	-2	-23	50	72	381	-252	-202
失業率(%)	9.7	9.8	10.1	10.0	10.0	9.7	9.7	9.7	9.9	9.7	9.5	9.5
製造業週平均労働時間(注)	39.1	39.0	39.1	39.6	39.6	39.9	39.7	40.0	40.1	40.5	40.0	40.1
時間当たり賃金(注)	22.28	22.30	22.35	22.39	22.38	22.45	22.48	22.48	22.50	22.55	22.55	22.59

(資料) 米国土労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

(注) 民間全雇用者

<トピック1>

## <トピック 2> 「象徴的な」ものなら。。 : 8月 FOMC 展望

10日に開催されるFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）では、当面現状の金融政策を維持する決定がなされると予想する。追加緩和は「象徴的な」意味で今後成される可能性はある。しかし実体経済は本格追加緩和に踏み切るほどには深刻でない。

前回6月FOMCの議事録で、追加緩和が必要になる可能性が議論されていたこと、またバーナンキFRB議長が7月21日の議会証言で、金融引き締め準備とともに、「必要に応じて更なる政策行動を取る準備」もあることを述べたことなどから、市場ではFOMCが近々追加緩和措置を取る可能性に関する観測が広がっている。この観測を一気に高めたのは3日付WSJ紙が、FRBの保有する住宅ローン担保証券（MBS）の利金・償還金を再投資することをFOMCが決定する可能性を報じたことである。

実体経済や金融市場環境に鑑みるならば直ちに追加緩和に踏み切る必要性は薄い。ペースは遅いとはいえ雇用は増加を続けているし、経済も拡大を継続している。また、前回FOMCと今回の環境の大きな違いは金融市場の好転である。前回6月のFOMC時点では、欧州財政危機に端を発した株価下落、金融市場の混乱が景気見通しを悪化させる可能性があった。しかし7月以降株価は反発、銀行間金利もやや低下している。また7月23日にEUの銀行ストレステスト結果が公表されたことは、欧州金融システムの透明度を高めたという意味で市場に安心感を与えている。

従って筆者は、現段階で本格的な追加緩和（準備預金残高の拡大や追加的な資産購入など）を行う必要はないと考えている。また、かかる追加緩和を行っても、景気回復に与える限界的な効果は疑問である。金融危機の時期には、銀行間市場の流動性悪化、住宅ローンなどの資産担保証券市場の崩壊、民間の信用収縮という3つのショックがあった。国債購入や資産担保証券購入によるFRBのバランスシート拡大はいわばこうしたショックに直接立ち向かうやり方で、それなりの効果を挙げたといえる。

しかし現状はそうしたショックの時期はすぎ、経済回復持続の鍵はより広範囲な経済全体の問題となっている。従って、無闇に量的緩和を拡大することが、民間のお金の流れを拡大することには必ずしもつながらない状況である。

とはいえ、景気回復のペースが遅く、失業率は低下方向とはいえ未だ9%台にある環境でFRBが無策を通すことは現実的には難しいかもしれない。FRBが追加緩和をするとすれば、雇用の最大化（これはFRBの法令上の使命でもあるが）という社会政策に最大限に配慮する意見が多数になって追加経済支援策を早期に発動するケースか、あるいは実効性よりも緩和の意思を市場にメッセージとして送ることを重視するケースのいずれかだろう。

MBSの償還金の再投資は、FRBのバランスシートの自動的な縮小を止めるというだけのものであるから、実効性そのものは乏しい（米国債については以前より再投資が行われている）。しかし、追加緩和への市場の期待が高まる中では、実効性よりも景気回復にむけたス

タンスを示すことが市場の信頼回復につながる可能性はある。WSJ 紙は、MBS 再投資という緩和手法を「穏健だが象徴的には重要な modest but symbolically important」政策変更と形容している。

従って、10 日の FOMC では、基本的には大きな政策変更はないとするのを当レポートの予想としたい。MBS の再投資が決定されて声明文に記載されたとしてもそれはいわば象徴的な意味にとどまる。これまで購入した米国債の再投資については FOMC で議論・報告されてきたのみであって、声明文のディレクティブの範疇でなかったことを考えれば、それ自体が大きなスタンス変更とはいえないのである。

当レポートでは米国景気の 2 番底はメインシナリオとはしていない。需給ギャップが拡大してインフレ率が低下していることから、3%台成長への回帰は 2012 年以降になるだろうが、そこに向けた道筋はまだ乱れてはいないと考える。6 月 FOMC 時点よりも現状の金融経済はむしろ安定しているとの認識を FOMC 委員が持てるか、もひとつのポイントだ。

<トピック 2>

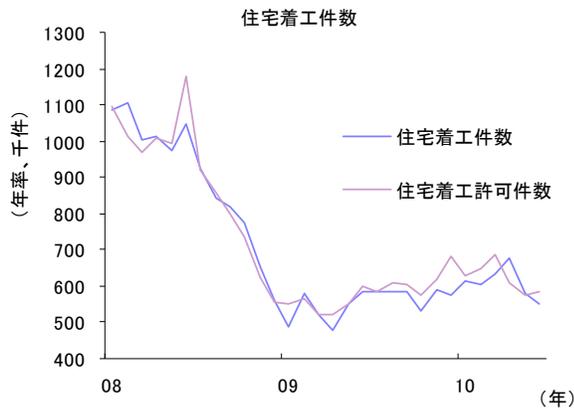
＜経済・金融の動向：8月2日～6日現在＞  
意外に底堅い株価：FOMC、小売、CPIに注目

- ▶ **株価市場**、NYダウは3週続伸、前週末比188ドル高の10653ドルで6日の取引を終えた。2日に企業決算を好感して208ドル上昇したのは、10600ドル台でもみ合い。6日には雇用統計が市場予想を下回ったことで一時日中150ドルを越える下落を見せたものの午後にかけて急速に下げ幅を縮める展開だった。経済指標の悪化や景気減速懸念の割りには底堅さを見せたといえる。S&P500の10業種別では、ヘルスケア、エネルギー、一般消費財などを筆頭に10業種全てが前週末比で上昇した。
- ▶ **為替市場**ではドルが円とユーロに対して下落。ドル円は先週末の1ドル=86円台から、85円をトライする動きになり、6日には85円丁度寸前までドル安円高となった。日本政府高官の為替変動けん制発言で85円割れは回避されたが、85円台半ばのドル安値圏で越週している。
- ▶ **向こう1週間**は、10日にFOMCの結果と声明文の公表、11日に6月貿易収支統計、13日に7月小売売上高と7月消費者物価指数が公表される予定。
- ▶ 株式市場は景況感や経済指標の悪化にかかわらず底堅さを見せている。欧州財政危機や金融システム懸念が7月23日の銀行ストレステスト結果公表は、株価下落リスクを大きく緩和したと見る。ただその後米国の国内経済の減速状況や夏場の流動性低下期にはもうすこし投資家のリスク回避が持続してもおかしくないを見ていたが、予想以上に株価は強い。一つには、バリュエーションでみてまだ株価がかなり割安であることがあろう。S&P500の株価収益率（Bloomberg集計）は6日時点で14.9倍、ここから算出される益回りは、ムーディーズBaa格の社債利回りを1%近く上回っている。当面は割安感と景気センチメントの綱引きがつづくだろう。来週の株価も方向感を見通しにくいだが、NYダウ10600ドルをはさんだもみ合いと見たい。経済指標は小売売上高と消費者物価指数に注目。小売は前月比やや増加を見込む。消費者物価指数はコアインフレ率が1%以上に回復する兆しが見えるがデフレリスクと金融政策を占うのに重要だ。中期的には年末にかけNYダウが11000ドルを越えて回復するというシナリオは不変である。
- ▶ 為替市場では円高の進行度が注目になっている。基本的には85円を越える円高になったとしても長続きせず、ドル高円安方向に反転すると見たい。85円割れでは為替介入警戒感は常に付きまとうし、中期的に米国経済が低成長ながら安定度を増せば年末にかけいずれドル高トレンドが回復すると依然考えている。

（＜経済・金融の動向＞）

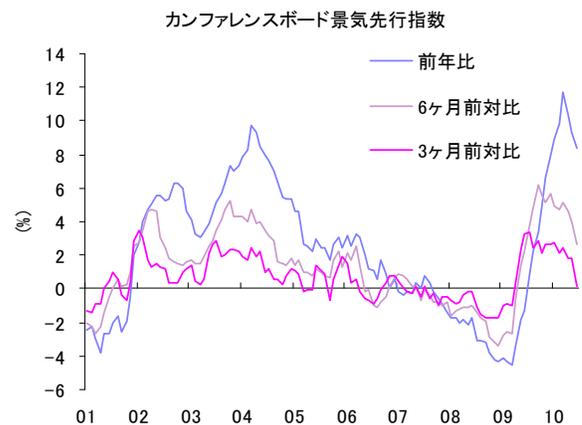
<経済指標コメント>

➤ **住宅着工件数（6月）は年率 549 千件（前月比-5.0%）、住宅着工許可件数は同 586 千件（同+2.1%）**：住宅購入インセンティブ制度が4月に終了したことで、住宅着工は2ヵ月連続の減少となったが、減少幅は前月比-5.0%と、前月の-14.9%より縮まっている。また先行指標となる着工許可件数は3ヶ月ぶりに増加している。とはいえ着工の水準はまだ低水準である。



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

数、S&P500 指数、新規失業保険申請件数の4指標。先行指数の前年比の伸び率は+8.4%と3ヶ月連続低下したほか、3ヶ月前対比の伸びは+0.2%とゼロに近づいてきている。年後半の成長の鈍化が示唆されている。景気一致指数は前月比横ばい。国勢調査要員の契約終了に伴う雇用者数の減少が指数を押し下げたが、鉱工業生産、企業売上、個人所得は上昇している。



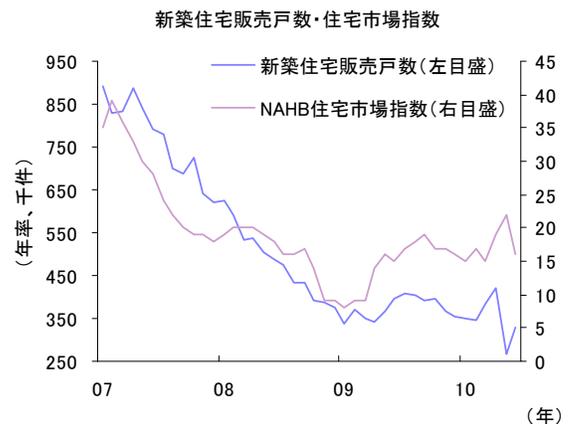
(資料)カンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **中古住宅販売戸数（6月）は年率 5370 千戸（前月比-5.1%）**：中古住宅販売は4月の住宅購入インセンティブ制度終了後2ヵ月連続の減少。在庫期間は8.9ヶ月と上昇、昨年8月以来の高水準にまで戻ってしまった。また8月3日に発表された6月の中古住宅販売成約指数も2ヵ月連続の減少。



(資料)米不動産協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **新築住宅販売戸数（6月）は年率 330 千戸（前月比+23.6%）**：新築住宅販売は意外にも前月比大幅増加となった。しかし販売戸数の水準は前月5月について1983年の統計開始以来2番目に低い水準。在庫期間も8ヶ月と前月の7.6ヶ月から長期化した。



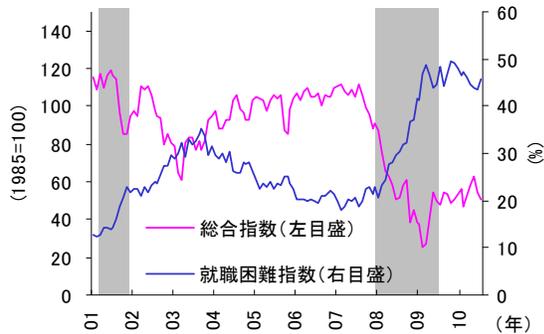
(資料)米商務省、全米建設業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **カンファレンスボード景気先行指数（6月）は前月比-0.2%（前月同+0.5%）**：景気先行指数は2ヵ月ぶりに低下。指数にマイナス寄与したのは、週平均労働時間、ISM製造業入荷遅延指

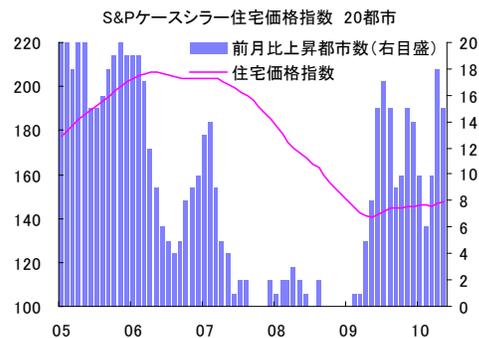
➤ **カンファレンスボード消費者信頼感指数（7月）は 50.4 ポイント（前月比-3.9 ポイント）、就職困難指数 45.8 ポイント（同+2.3 ポイント）**：消費者信頼感指数は2ヵ月連続の低下。

現況指数は 26.1 ポイント（前月比-0.6 ポイント）、期待指数 66.6 ポイント（同-6.1 ポイント）といずれも低下した。失業率との連動性の高い就職困難指数は 5 ヶ月ぶりに上昇（悪化）した。カンファレンスボードは「経済環境と労働市場は消費者に暗雲を投げかけており、労働市場が改善するまで晴れそうにない」と述べている。

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(09年6月の終期は筆者見込み)。

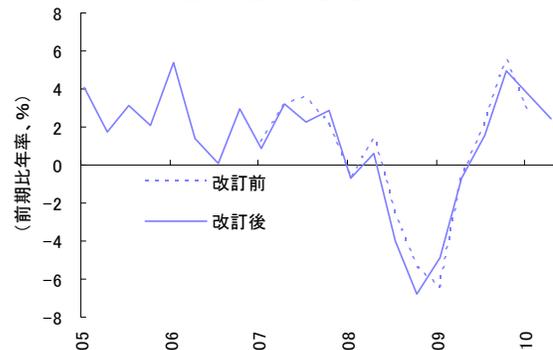


(資料)Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **S&P ケースシラー住宅価格指数 (20 都市、5 月) は前年比 +4.6%、季節調整済前月比 +0.5%**：住宅価格指数は 4 ヶ月連続で前年比上昇、前月比でも 2 ヶ月連続の上昇。
- **第 2 四半期実質 GDP 成長率は前期比年率 +2.4%**：第 2 四半期の GDP 成長率は前期比年率 +2.4%と、前期の同+3.7%から減速した。個人消費は同+1.6%と前期の同+1.9%から減速。設備投資項目は同+17.0%と前期の同+2.8%から大幅に伸びを加速した。内訳では構造物投資が 8 四半

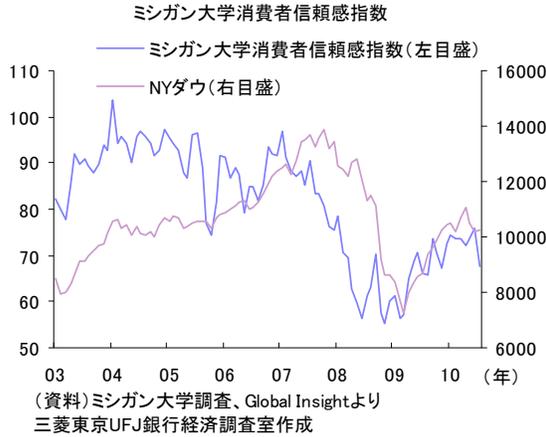
期ぶりのプラス成長となる同+5.2%、機器ソフトウェア投資が 5 四半期連続のプラス成長となる同+21.9%の大幅増加となった。住宅投資も 3 四半期ぶりのプラス成長となる+27.9%の大幅増。在庫投資も成長率を約 1%押し上げた。一方で、輸入の急増を要因に純輸出が成長率を-2.8%と大幅に押し下げた。政府支出は 3 四半期ぶりの増加となる前期比年率+4.4%。結果、輸入の増加が全体の成長を押し下げた形。個人消費・設備投資・住宅投資を合わせた民間国内最終需要は前期比年率+4.1%と、前期の同+2.1%から大幅に伸びが加速した。尚、今回の公表と同時に年次改訂により 2007 年第 1 四半期に遡ってデータが改訂されている。2009 年の通年成長率は前年比-2.6%と、改訂前の同-2.4%から下方改訂されたのを初め、2007 年～2009 年の通年成長率はいずれも下方改訂された。

実質GDP成長率の推移と改訂の影響



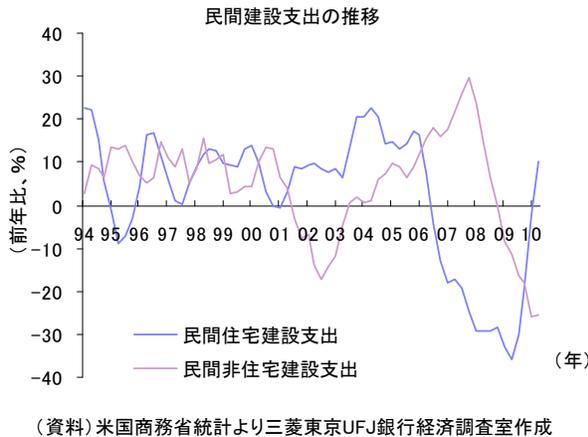
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

- **雇用コスト指数 (第 2 四半期)、全労働者雇用コスト指数は前期比+0.5% (前年比+1.8%)、うち賃金・給与は前期比+0.4% (前年比+1.6%)、ベネフィット前期比+0.5% (前年比+2.5%)**：雇用コスト指数の前年比の伸びには底打ち感が見られる。
- **ミシガン大学消費者信頼感指数 (7 月・確報) は 67.8 ポイント (前月比-8.2 ポイント)**：ミシガン大学調査の消費者信頼感指数は大幅低下、昨年 11 月以来の水準になった。現況指数が 76.5 ポイント (前月比-9.1 ポイント)、期待指数が 62.3 ポイント (同-7.5 ポイント)といずれも低下した。5 年-10 年の長期期待インフレ率は 2.9%とほぼ安定している。



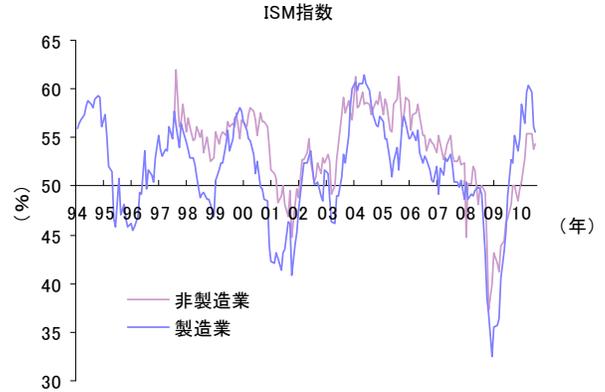
(以上は7月19日~30日公表分)

- **建設支出(6月)は前月比+0.1%(前月同-1.0%)、うち民間非住宅建設支出前月比-0.5%、民間住宅建設支出同-0.8%**：建設支出は前月の減少から転じて微増した。ただし、これは主に政府建設支出(前月比+1.5%)の増加によるもの。民間建設支出は住宅、非住宅ともに前月減少している。民間非住宅建設支出は15ヶ月連続となる前月比減少。民間住宅建設支出は、購入インセンティブ制度終了後の5月から2ヶ月連続で減少となった。すでに公表済みの第2四半期GDP統計では、民間構造物投資、民間住宅投資いずれも前期比プラスの伸びに転じていることになっているが、この建設支出統計からみた第2四半期のそれぞれの伸び率はGDP統計よりやや弱め。GDP改訂値では構造物投資、住宅投資ともに下方修正の可能性がある。

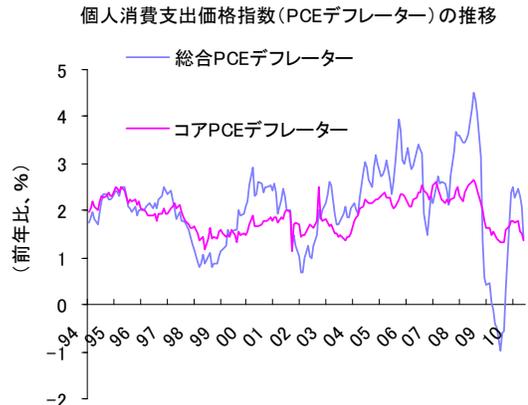


- **ISM 製造業指数(7月)は55.5%(前月比-0.7%ポイント)**：ISM 製造業指数は3ヶ月連続の低下となる前月比-0.7%ポイント。5月のギリシャショック以降製造業の企業景況感が低下を

続けていることが分かった。総合DIを構成する5つのDIの内訳は、受注DIが53.5%(前月比-0.5%ポイント)、生産57.0%(同-5.0)、雇用58.6%(同+0.8)、入荷遅延58.3%(同+1.0)、在庫50.2%(同+4.4)。生産DIの大幅低下と受注DIの低下が総合DIを押し下げているが、前月比低下したDIはこの2つにとどまっています、4DIが低下した前月よりは内容は改善しているといえる。

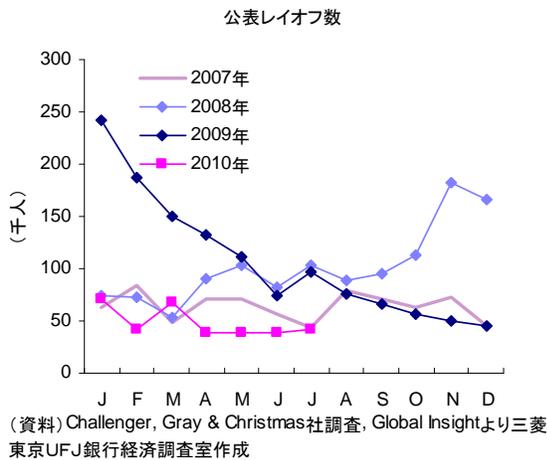


- **個人消費統計(6月)、名目個人所得は前月比横ばい、名目個人消費は前月比横ばい、実質個人消費は前月比+0.1%**：名目個人所得は前月比横ばい、これで11ヶ月連続の増加または横ばいとなった。内訳は雇用者報酬前月比横ばい、自営所得同-0.4%、賃貸所得同+0.6%、利子・配当同+0.1%、移転所得同+0.3%と、雇用者報酬の伸びの停滞が目立つ。また、2009年景気対策法の減税効果の剥落により、租税支払いのマイナスが縮小して前月比-0.2%、前年比では+2.9%と3ヶ月連続の増加となった。結果可処分所得は前月比横ばい、前年比の伸びも+3.1%と3月のピーク+4.0%から低下している。減税効果の剥落を雇用者報酬の伸びが十分にはカバーできていない。実質個人消費は前月比+0.1%の伸びにとどま

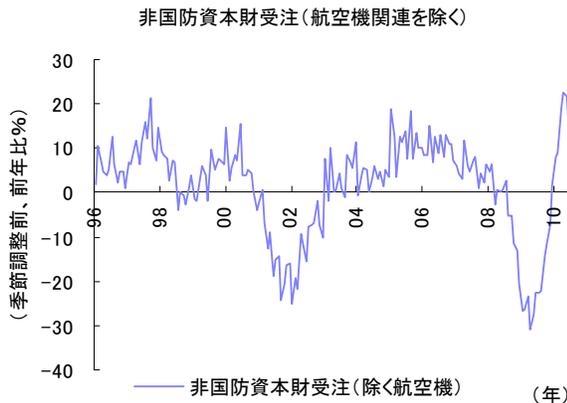


り、第2四半期のGDP統計上の実質個人消費の伸びは前期比年率+1.6%と、第1四半期の+1.9%を下回った。尚、7~9月の実質個人消費の伸びが前月比横ばいだった場合、第3四半期の実質個人消費の伸びは前期比年率+0.5%となる計算になる。個人消費支出価格指数は前月比-0.1%と2ヵ月連続の低下、前年比では+1.4%と前月の同+2.1%から大幅低下した。同コア指数は前月比横ばい、前年比では+1.4%とこれも前月の+1.5%から低下。

- **新車販売台数（7月）は年率11.5百万台（前月同+11.1百万台）**：新車販売台数は前月比増加したものの、ここ5ヵ月間は年率11百万台の横ばいとどまっている。

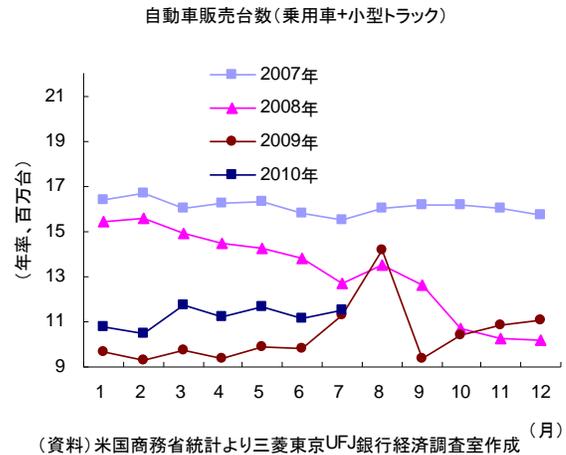


- **製造業受注（6月）前月比-1.2%（前月同-1.8%）、航空機を除く非国防資本財受注同+0.2%（前月同+4.7%）、同出荷同+0.5%**：製造業受注は2ヵ月連続の減少となったが、主に国防関連と航空機関連の受注大幅減が全体をおし下げているもの。機器ソフトウェア投資の先行指標となる非国防資本財受注は2ヵ月連続増加している。ただし、前年比の伸びでみると4



月をピークに受注の伸びの鈍化が見られる。第2四半期のGDP統計上の機器ソフトウェア投資は前期比年率21.9%の大幅増加だったが、第3四半期にはやや伸びが減速しそうだ。

- **チャレンジャー社公表レイオフ数（7月）は41,676件（前月比+5.9%、前年比-57.2%）**：レイオフ数はここ数ヶ月低水準で推移、人員削減の再開の兆しは見られない。

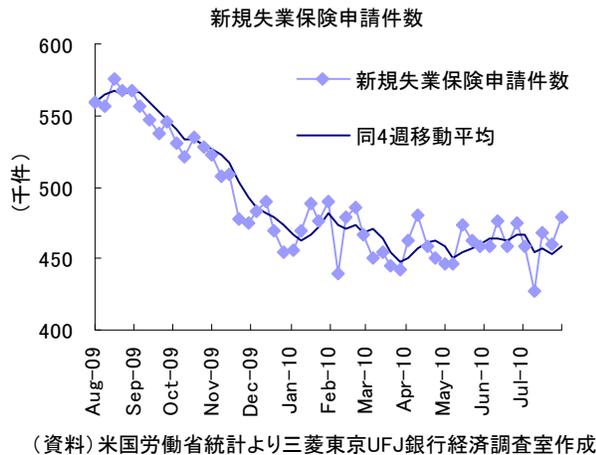


- **ISM非製造業指数（7月）は54.3%（前月比+0.5%ポイント）**：ISM非製造業指数は前月-1.6%低下ののち7月は+0.5%の上昇。総合DIを構成する4つのDIの内訳は、事業活動DIが57.4%（前月比-0.7%ポイント）、新規受注56.7%（同+2.3）、雇用50.9%（同+1.2）、入荷遅延52.0%（同-1.0）とまちまちな動きになっている。ISM製造業指数の3ヶ月連続低下とあわせ、企業景況感には頭打ち感があることに変わりない。

- **米国モーゲージ銀行協会(MBA)住宅ローン申込指数（7月30日㊄週）は前週比+1.3%、リファイナンス指数同+1.3%、購入指数同+1.5%**：住宅ローン申込指数は上昇。特に購入指数が3週連続の上昇となっている。これは、住宅購入インセンティブ制度の4月一杯での終了にともなう購入減少がほぼ収束してきた可能性を示唆している。低い住宅ローン金利（30年物固定住宅ローン金利は前週比-0.08%の4.79%）もローン申込増加の要因と考えられる。

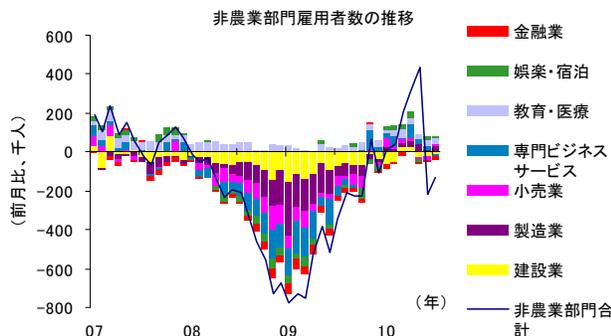
- **新規失業保険申請件数（7月31日㊄週）は479千件（前週比+19千件）、継続受給比率（7月24日㊄週）は3.6%（前月比横ばい）、継続受給者数は4537千人（前週比-34千人）**：新規失業保険申請件数は7月後半に再び増加基調になった。大手自動車メーカーが増産のため、夏季の定期工場閉鎖を7月前半まで延期していたこ

とで、7月上旬には失業保険申請件数は450千件を割り込んでいた。しかし工場閉鎖が実施されると再び失業保険申請件数は450千件を3週続けて上回っている。総じて、失業保険申請件数は今年に入って高止まりしているといえる。4週移動平均も458.5千件と上昇に転じている。



(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

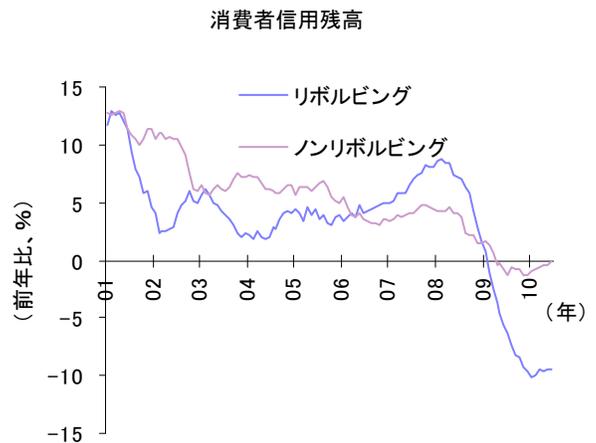
➤ **雇用統計 (7月)、非農業部門雇用者数前月比-131千人 (前月同-221千人)、うち民間部門同+71千人 (前月同+31千人)、失業率9.5% (前月比横ばい)** : 7月の非農業部門雇用者数は前月比-221千人の減少、このうち連邦政府による国勢調査員に一時雇用終了に伴う雇用減-143千人を除くと+12千人の増加となった。民間部門は1月以来7ヶ月連続増加となる+71千人。しかし、前月6月分が下方改訂されてる上、5月以来3ヶ月連続で民間の雇用増加は100千人を下回る低調なものにとどまっている。内訳では、大手メーカーが夏季の工場操業停止を返上したことを反映して自動車・同部品製造業が+21千人と強めの増加を示した。建設業は住宅建設関連雇用の減少幅が拡大して3ヶ月連続の減少。サービス部門では小売業が3ヶ月ぶりにわずかながら増加に転じたほかは、金融業、専門ビジネスサービス業の減少が目立つ。特に専門ビジネスサービス業は、人材派遣業の減少で10ヶ月ぶりに雇



(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

用を減らした。失業率は前月比横ばいの9.5%だったが、労働力人口、就業者数の何れもが減少している。雇用の拡大は続いているものの、そのペースは極めて遅いといえる。

➤ **消費者信用残高 (6月) は前月比-0.06%** : 消費者信用残高は5ヶ月連続の減少、2008年10月以降2ヶ月を除いて前月比減少が続いている。しかしそのペースは徐々に鈍化している。リボルビング信用は依然減少しているが、ノンリボルビングは2ヶ月連続の増加になり前年比の伸びもほぼ横ばいに近づいた。



(資料) FRB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.