



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

October 22, 2010

<FOCUS>

予想アップデート：Q3成長率と年末商戦

- 第3四半期の実質GDP成長率は前期比年率+1.7%と予想する。この予想は9月時点の当レポートの直近の予想（同+1.8%）からわずかな下方修正にとどまる。しかしその内訳は当初想定からいくらかの変動が生じている。
- 9月予想比上方修正になるのが在庫投資である。当レポートでは第3四半期から在庫積み上げペースは大きく減速して第3四半期から成長にマイナス寄与すると見ていた。しかし実際には、企業在庫の積み上げペースは7月から8月にかけて大幅に再加速している。9月によりややく積み上げペースが低下したが、結果的に、第3四半期の企業在庫増加幅は第2四半期のそれを上回る結果になっている。
- 逆に下ぶれしそうなのが純輸出である。貿易赤字は第3四半期に内需拡大ペースの減速から赤字幅が縮小すると見ていた。しかし8月までの貿易収支統計では赤字は逆に拡大している。輸出がやや伸び悩む一方で、輸入の伸びは特に8月に輸出の伸びを大きく上回った。
- 10月1日付当レポートでは、2010年の年末商戦売上高につき前年比+3%台半ば（季節調整済）の伸びを暫定的に予想した。その後の材料は、9月分小売統計がやや上ぶれ方向、10月のチェーンストアセールスはやや下ブレ方向を示唆している。ただ、10月のチェーンストアセールス売上の不振、また消費者信頼感指数の若干の停滞状況、また公表済み統計の下方改訂の可能性などを勘案すると、やや保守的に見積もっておいたほうが安全なようだ。そこで、筆者個人の年末商戦売上予想は前回レポート通りに前年比+3%台半ばに維持することにする。

<トピック1> 緩やかながら拡大継続：10月ページブック

10月分FRB地区連銀経済報告は、米国経済が緩やかながら拡大継続したことを報告した。前回8月報告に比べてトーンは好転している。また製造業や小売業に売上拡大の兆しもみられるなど、予想以上に強い内容だった。中期的な低成長見通しに影響を与えるものではなく、11月2日、3日の定例FOMCでの追加緩和決定予想を覆えずほどではないが、緩和の規模などをめぐりいわゆるタカ派委員の声を大きくする材料にはなりそうだ。

<トピック2> 住宅着工状況+差し押さえ凍結問題その後

住宅販売・着工はまだ一進一退の動きが続いている。全米住宅建設業協会（NAHB）の集計公表する住宅市場指数は、新築住宅販売の先行指数とされている。この住宅市場指数は10月に5ヶ月ぶりに上昇に転じた。

<経済・金融の動向：10月18日～22日現在> 通貨安競争回避の行方が鍵

<経済指標コメント>住宅着工件数（9月）は年率610千件（前月比+0.3%）、住宅着工許可件数は年率539千件（前月比-5.6%）、他。

<FOCUS> 予想アップデート：Q3成長率と年末商戦

第3四半期の実質GDP成長率が29日に公表される。筆者個人の予想では前期比年率+1.7%と、前期の同+1.7%と同じ伸びにとどまると見る。年後半に米国経済は2%レベルの低成長に減速し、これが来年まで続くという当レポートの予想に概ね沿う結果になりそうだ。

年末商戦への助走もまずまず、2007年に比肩する売上への回帰が期待できる。

個人消費は2%の伸びに着地の見込み

第3四半期の実質GDP成長率は前期比年率+1.7%と予想する（第1図）。この予想は9月時点の当レポート¹の直近の予想（同+1.8%）からわずかな下方修正にとどまる。しかしその内訳は当初想定からいくらかの変動が生じている。

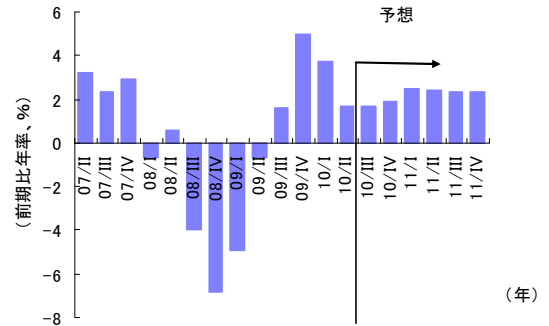
まず個人消費は前期比年率2%と当方見通しのままに着地しそうだ。8月分まで公表済みの個人消費統計によれば、実質個人消費は9月が前月比横ばいでも第3四半期に前期比年率+1.8%の伸びになる計算になる。9月分の小売統計は前月比+0.6%の大幅な伸びになっているから、9月の財消費は実質ベースでも増加が見込まれる。

ただ9月は鉱工業生産指数統計において電力・ガスなどの公益事業の指数が低下していることから、サービス消費がわずかな伸びにとどまっている可能性が高い。結果、10月の実質個人消費は前月比+0.2%レベル、第3四半期の出来上がりは前期比年率+2.0%に落ち着きそうだ。

在庫積み上げは予想外に加速、貿易赤字は予想以上に拡大した

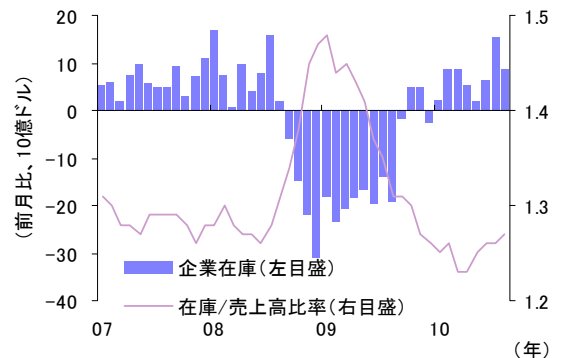
9月時点の予想比上方修正になるのが在庫投資である。当レポートでは第3四半期から在庫積み上げペースは大きく減速して第3四半期から成長にマイナス寄与すると見ていた。しかし実際には、企業在庫の積み上げペースは7月から8月にかけて大幅に再加速している。9月によりやく積み上げペースが低下したが、結果的に、第3四半期の企業在庫

第1図：実質GDP成長率の推移と予想



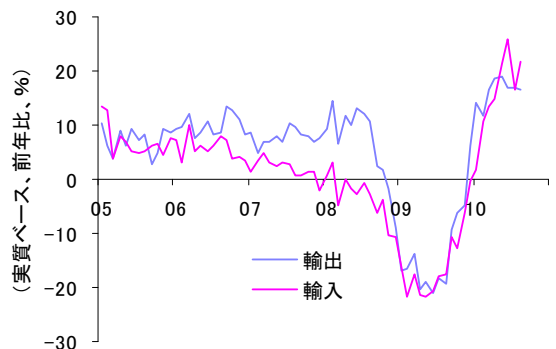
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成
(注) 予想は筆者個人のもの(10月21日現在)

第2図：企業在庫の推移



(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：財の輸出・輸入の伸び



(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

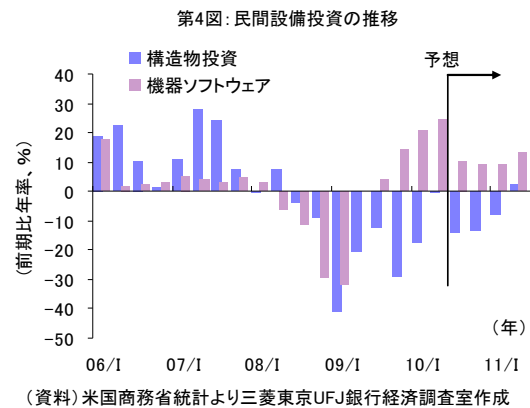
¹ 9月3日付当レポート「低成長持続スタンスに変更なし」参照。

増加幅は第2四半期のそれを上回る結果になっている（第2図）。結果、企業在庫は第3四半期に成長に+0.7%ほどのプラス寄与に修正する。

逆に下ぶれしそうなのが純輸出である。貿易赤字は第3四半期に内需拡大ペースの減速から赤字幅が縮小すると見ていた。しかし8月までの貿易収支統計では赤字は逆に拡大している。輸出がやや伸び悩む一方で、輸入の伸びは特に8月に輸出の伸びを大きく上回った（第3図）。結果、純輸出はGDPに-0.6%程度のマイナス寄与と見込む。品目としては工業原材料や資本財など、国内の設備投資にかかわるものの輸入の増加が目立っている。これは設備投資がこれまで予想以上に力強い回復をしてきたことと整合している。ただ、後述の通り設備投資が一旦息切れするとすれば、これまでのような輸入の強い伸びは持続しないだろう。

設備投資は積み上がり需要一巡で減速へ

設備投資のうちの構造物投資は、マイナス成長が第2四半期にほぼゼロ%にまで一時的に回復したが、第3四半期には前期比年率-10%を超える大幅なマイナス成長に再び戻ると見る（第4図）。構造物投資の基礎統計になる建設支出統計によれば、非住宅建設支出は8月までで前期比年率-9.4%と、マイナス幅は前期よりも縮小している。ただし前期は、建設支出統計に計上されない石油・ガス掘削関連の建設がGDP統計の構造物投資を押し上げた。今回も掘削関連施設が統計をぶれさせる要因になる可能性はあるが、事業用建設の減少傾向は不変である。



機器・ソフトウェア投資は過去3四半期連続で2桁成長を続けてきた。しかし第3四半期には息切れしてぎりぎり前期比年率+10%程度のとどまると見る。基礎統計となる非国防資本財出荷（航空機関連を除く）の伸びは第2四半期でピークアウトし、第3四半期はほぼ1年ぶりに減速している。リセッション期間に一時見合わせていた設備投資の積みあがり需要で急成長した設備投資だが、積みあがり需要が一巡したあとは、低い設備稼働率は設備投資を抑制する方向に動いていると考える。

住宅投資については、住宅着工件数が第2四半期の大幅プラス成長から転じて第3四半期は再びマイナス成長への転化を予想している（<トピック2>参照）。

結果、第3四半期の成長率は、これまで当レポートで見てきた、年後半2%レベルの成長が中期的に継続するとの見通しにほぼ沿った結果になるだろう。実際には2%をやや下回る方向で、今後もリスクはやや下方にある可能性が高い。さらに第4四半期以降を見据えた場合、住宅販売と着工が当方見通し通りに回復するかがひとつのリスク要因である。住宅販売はここ9月までは思惑通りにじりじり増加しているものの、差し押さえ凍結などの新たな問題も発生しているので要注意である。

年末商戦は3%の伸びが期待できる

次いで年末商戦の予想をアップデートする。

9月分の小売売上高は大幅な伸びになり、商戦に向けて消費が加速してきていることを示唆した。ただし、10月に入ってからは小売売上はやや停滞し始めているようだ。国際ショッピングセンター評議会（ICSC）の週次チェーンストアセールス指数は、9月下旬から10月にかけて低下傾向をたどっている。ICSCによれば、10月の例年比温暖な気候が秋物衣服の売上を抑制したとされている。

10月1日付当レポートでは、2010年の年末商戦売上高につき前年比+3%台半ば（季節調整済）の伸びを暫定的に予想した²。その後の材料は、9月分小売統計がやや上ぶれ方向、10月のチェーンストアセールスはやや下ブレ方向を示唆している。

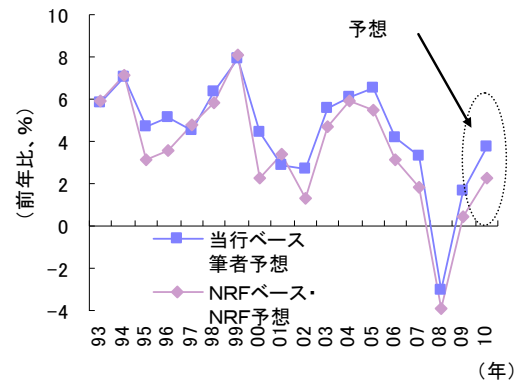
特に9月分小売統計を元に10月～12月の売上を横ばいとすると、実に前年比4%の年末商戦売上が実現する計算になる。ただ、10月のチェーンストアセールス売上の不振、また消費者信頼感指数の若干の停滞状況、また公表済み統計の下方改訂の可能性などを勘案すると、やや保守的に見積もっておいたほうが安全なようだ。そこで、筆者個人の年末商戦売上予想は前回レポート通りに前年比+3%台半ばに維持することにする。

これは伸び率でほぼ2007年の年末商戦の伸びを上回り、また売上高ベースでも2007年の実績を3年ぶりに上回ることになる（第5図、第6図）。

消費者も「値引き・必需品」ばかり重視ではなくなりつつある

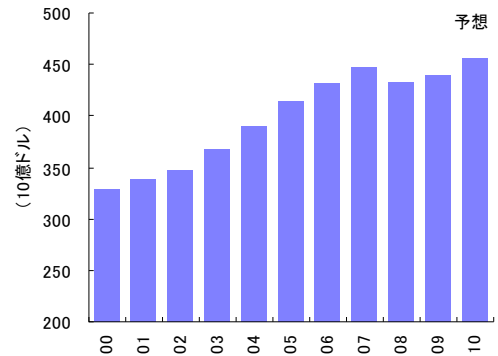
尚、全米小売業協会（NRF）は6日に年末商戦売上の予想を前年比+2.3%と発表している³。NRFの定義による年末商戦売上予想も、伸び率で2007年の伸び率を上回り、また売上高でも2007年にほぼ匹敵する（わずかに2007年実績にはおよばないが）点で筆者予想とほぼ同様の見方だといえる。

第5図：年末商戦売上高の推移



(資料) 米商務省統計、国際ショッピングセンター評議会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

第6図：年末商戦売上高(当行ベース)



(資料) 米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² 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。

³ NRFの年末商戦売上高の定義は、当行の定義に比較して、無店舗小売業（インターネット、カタログ販売業者など）の売上を除いていること、また季節調整前の計数を用いている点が異なる。無店舗小売業の売上は毎年10%前後のペースで増加しているため、無店舗小売業を含めた数字のほうが伸び率が高めになる傾向がある。



年末商戦に臨む消費者心理も昨年の同時期よりも好転していることが NRF の消費者調査で報告されている。NRF の 19 日付プレスリリースによれば、2010 年の年末商戦の消費者 1 人当たりの購入額見込みは 688.87 ドルで、2007 年以来の前年比増加となる見込みだ。「経済が消費に影響する」との回答は 61.7%で、昨年の 65.3%から低下した。また買い物の際にもっとも重要な要素として「値引き (41.8%)」、「毎日の廉価販売 (12.7%)」の比率は依然高いものの、これにくわえ「顧客サービス (5.3%)」、「品質 (12.7%)」をあげる消費者がいずれも前年よりも増加している (昨年はそれぞれ 4.4%、11.8%)。

さらに、年末商戦で贈り物ではない自分のための買い物をすると回答が 57.1%と、昨年にくらべ 8%上昇している。

これらの調査結果からは、消費者が必需品だけを安価に買い求めるという行動から、徐々に嗜好品や品質も踏まえて消費行動を拡大させつつあることを示唆している。

(<FOCUS>)

<トピック 1> 緩やかながら拡大継続：10月ページブック

10月分FRB地区連銀経済報告（ページブック）⁴は、米国経済が緩やかながら拡大継続したことを報告した。前回8月報告に比べトーンは好転している。また製造業や小売業に売上拡大の兆しもみられるなど、予想以上に強い内容だった。中期的な低成長見通しに影響を与えるものではなく、11月2日、3日の定例FOMCでの追加緩和決定予想を覆えすほどではないが、緩和の規模などをめぐりいわゆるタカ派委員の声を大きくする材料にはなりそうだ。

緩やかながら経済は拡大：製造業の見通しもポジティブ

10月分地区連銀経済報告の冒頭文では「12地区連銀からの報告は全体として、9月から10月初旬の報告期間において米国経済活動が緩やかなペースではあるものの拡大を続けた事を示唆した」とされた。前回8月報告で「減速が拡大」したとされたのに比較してやや判断が好転している。

製造業は「拡大を続け、ほとんどの地区で生産と新規受注が上昇した」とされ、自動車、金属製品、鉄鋼などの需要が増加していることが報告された。製造業者がもつ将来見通しも比較的良好なようだ。「製造業者の将来の製造活動の評価は、NY、フィラデルフィア、シカゴ、カンザスシティにおいて楽観的で、コンタクト先は経営環境が今後数ヶ月にわたりポジティブもしくは改善すると予想している」と報告されている。

個人消費は横ばいからやや上昇：年末商戦見通しもまずまず

個人消費は「ほとんどの地区で横ばいかやや上昇」（リッチモンドとアトランタを除く）とされている。2つの地区では新学期セールが売上を予想以上に押し上げたことも報告された。しかし3つの地区では緩やかな増加、2つの地区では横ばいと、地区によりまちまちな模様だ。また消費者が「価格に敏感なままで、買い物はほとんどが必需品に限られている」ことが報告されている。

しかし、年末商戦につき「何地区かの小売業者は年末にかけて緩やかな売上増加を予想している」「特に、NYのいくつかのコンタクト先は昨年よりも多くの年末商戦要員を追加することを計画していた」とされ、年末商戦への期待はそれなりに高くなっていることが伺える。

「住宅市場は弱いままだった」「回答者の見通しは売上と着工は年末まで抑制されることを示唆した」とされ、商業用不動産市場も「抑制されたまま」と状況は不変。ただしアパートメントについては特にマンハッタンにおいて賃貸の増加と空室の減少が報告された。

物価につき商品価格上昇の影響が出ている模様で「原材料価格は、農産物と金属にもっとも顕著にさらに上昇した」「輸送費も上昇し、いくつかの地区の小売業者は卸売り価格の上昇を報告した」とされた。しかし依然として最終価格への転嫁はまだ困難なようで「原材料コスト

⁴ 20日に公表された10月分ページブックは、前回の8月報告（8月30日までの情報に基づく）以降、10月8日までの間にFRB外の企業・コンタクト先から収集された情報をもとに作成されたもので、今回の取りまとめはダラス連銀。

の上昇を最終価格に転嫁は限定的なままだった」とされている。賃金圧力は「最小限なまま」の状況が変わらず。また「雇用は限定的なままで、経済の弱さを背景に多くの企業は正規雇用の増加に消極的」とされた。

予想以上に明るめの報告だが、中期的低成長予想には合致している

総じて、今回の地区連銀経済報告を見る限り、経済の減速が悪化している様子はなく、むしろ短期的な視野からは今回の報告が示唆する経済の拡大状況は予想以上にしっかりしているといえる。製造業の受注・生産の拡大や、製造業業者の楽観的な見通し、また年末商戦への小売業者の比較的強気な見通しは、直近の経済指標から読み取れる以上に企業・小売業者が強気であることを表していると思われる。

しかし、雇用市場の拡大が加速する気配はなく、中期的には現状の低成長にとどまると思われる点は不変である。成長予想との比較では、年後半の経済は年前半に比べて減速するも、2%レベルの成長維持は可能との当レポートの予想に沿ったものとなっている

やや特記に値するのは、最終価格への転嫁はできていないものの、上流の原材料価格、卸売価格、運送費などの上昇が明らかになっている点であろう。これは見方によっては将来の物価上昇の兆しとも見れなくないが、構造的にこれが価格転嫁できない状況が長期化するようであれば逆にデフレ圧力の強さを示すものとなる。商品市場への資金流入による商品価格の上昇をもって米国の需給ギャップや購買力のもたつきに起因するデフレ圧力が払拭されると見るのは早計だろう。

FOMC ではタカ派の出方と議長の仕切りが緩和量を決めることになりそう

11月のFRB定例連邦公開市場委員会（FOMC）見通しの材料としての本報告は、当レポートが予想する追加金融緩和の規模（約5000億ドル）を縮小方向に振れさせる材料として、FOMC内タカ派の発言力を高める可能性がある。

直近のFRB幹部発言では、特にタカ派とされるダラス連銀フィシャー総裁（19日講演）リッチモンド連銀ラッカー総裁（20日インタビュー）が追加緩和へのけん制ともとれる発言をしている。一方ハト派のアトランタ連銀ロックハート総裁（18日講演）、シカゴ連銀エバンス総裁（19日講演）は引き続き追加緩和の必要性をといっている。

これまでのところこうした各発言は、当レポートが想定するFOMC委員のハト・タカ分布図ほぼ沿ったものである⁵。結果、投票メンバーに限れば（議長が追加緩和を提案して理事がこれに賛成するとの前提で）、追加緩和は賛成多数で可決される可能性が高い。FOMC委員全体でも、緩和積極派が過半数であることが9月FOMCの議事録からわかっている。

ただ、非投票メンバーに追加緩和反対派がそこそこのことも事実であり、現実的には採決の前にある程度のコンセンサス形成は必要だろう。議長がここをどう仕切るかが実際の緩和の規模を決めることになる。

<トピック1>

⁵ 10月8日付BTMU Focus USA Weekly<トピック2>「FOMCハト・タカ分布図」参照。

<トピック 2> 住宅着工状況+差し押さえ凍結問題その後

住宅市場指数は好転するも、建設業者の資金調達難が足かせ

住宅販売・着工はまだ一進一退の動きが続いている。全米住宅建設業協会（NAHB）の集計公表する住宅市場指数は、新築住宅販売の先行指数とされている。この住宅市場指数は10月に5ヶ月ぶりに上昇に転じた。新築住宅市場は、中古住宅市場における安価な差し押さえ物件の流入により中古市場におされ続けていて、回復ペースは中古市場よりはるかに遅い。住宅市場指数の上昇はこの新築市場に一縷の光をもたらすものである（第1図）。

しかし、現実には新築市場の本格回復は困難なようだ。仮に新築住宅購入需要が拡大したとしても、建築業者の資金調達にまだ困難があるとNAHBは指摘している。したがって需要増加に住宅建設が追いつかない可能性があるという（18日付NAHBプレスリリース）。

第3四半期の住宅投資はマイナス成長へ

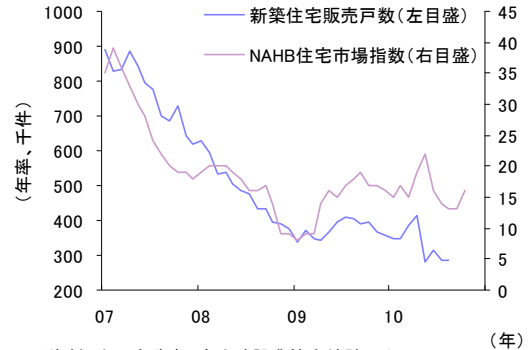
住宅着工は9月に前月比増加したが、先行する住宅着工許可件数は減少し、住宅着工増加のペースはまだ遅いことが判明している（<経済指標コメント>参照）。

尚、7月～9月の住宅着工件数は年率で589千件になり、第3四半期の住宅着工件数は前期比年率で-8.2%の減少となった（第2図）。

GDP統計上の住宅投資は、前期第2四半期に前期比年率+25.7%の大幅増加となった。実際には基礎統計となる民間建設支出統計は第2四半期にわずかにマイナスに転じていることから、これは第1四半期の大幅着工増加からの持越しだった可能性が高い（第3図）。

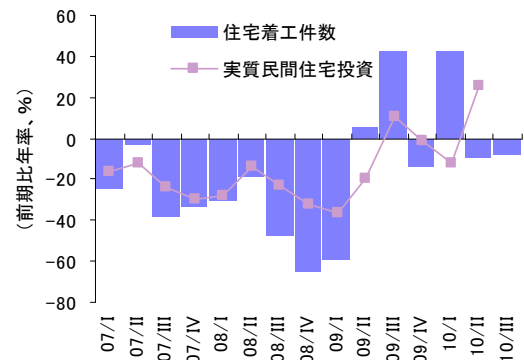
この期ぶれはすでに解消し、第3四半期からはおそらく基礎統計の動きに沿ったGDP統計上の数字になるだろう。第3四半期のGDP統計上の住宅投資は前期比年率で-5%レベルのマイナス成長に転化するとみる。

第1図：新築住宅販売戸数・住宅市場指数



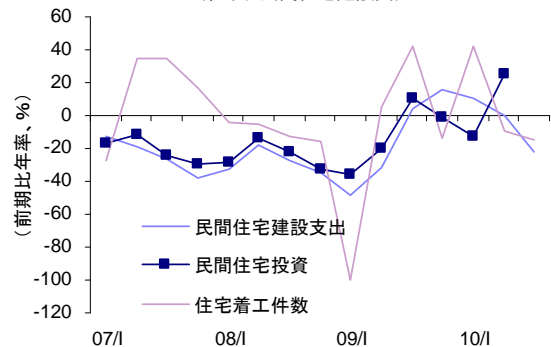
(資料) 米国商務省、全米建設業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：住宅着工件数



(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。

金融機関は一部差し押さえ手続きを再開したが今後は不透明

先週の当レポートで、差し押さえ凍結の動きが広がっていることを報告したが、その後一部大手金融機関は、手続きの点検を終了して差し押さえ手続を再開し始めている⁶。金融機関によれば点検した書類に不備はなかったとしている。また連邦政府の住宅都市開発庁も政府の独自調査ではこれまでのところ「システミックな問題」は発見されていないとしている。

住宅ローン担保証券市場の反応は今のところ限定的で、先週一時的に利回りの上昇が見られたもののその後利回りが急上昇している様子はない。

ただ一方で、先週合意された全米 50 州の司法長官による共同捜査は開始されたばかりである。証券化されて広く投資家に販売された住宅ローンの権利関係がかなり複雑になっていることは容易に想像がつく。しばらくこの問題は住宅市場のリスク要因として残り続けそうだ。

<トピック 2>

⁶ バンクオブアメリカは 18 日、差し押さえに裁判所の許可を必要とする 23 州 (Judicial States) における差し押さえの書類再提出点検を終了したことを踏まえ、差し押さえ手続を再開すると公表した。残りの 27 州については引き続き点検を継続するとしている。

＜経済・金融の動向：10月18日～22日現在＞
通貨安競争回避の行方が鍵

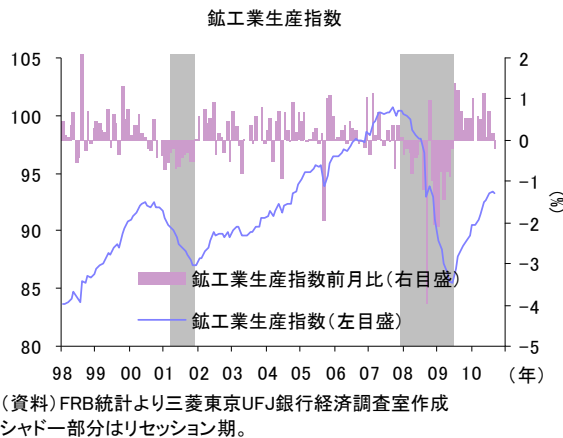
- ▶ **株式市場**、NY ダウは3週続伸、前週末比+69ドル高の11132ドルで22日の取引を終えた。19日には中国人民銀行による予想外の利上げを受けて-165ドルの大幅安となったものの、翌20日にはすぐにほぼこれを取り戻す+129ドル高となった。その後21日には終値ベースの年初来高値11205ドルを日中上回るまで上昇する場面があったにもかかわらずそのレベルでは頭が重くなり、終値ベースでの年初来高値更新は実現せずには高値圏で週の取引を終えた。企業決算は概ね予想を上回る好結果となっている。S&P500の10業種別では、差し押さえ凍結問題で先週大きく下げた金融が今週は上昇率トップ、一般消費財、資本財などの景気関連株中心に8業種が前週末比で上昇した。
- ▶ **為替市場**はドル円はもみ合い。19日は中国の利上げにともなう同国景気減速懸念から、リスク回避でドルに買いがあつまった。同日一時ドル円は82円に迫るところまで上昇したが続かず翌日は反落。21日にもガイトナー財務長官が「ユーロ、円に対してこれ以上のドル安を望まない」と述べたとのWSJ紙の報道で一時ドル高に振れる場面もあった。逆に22日には同長官がG20参加国に対して貿易不均衡是正を提案する書簡を送ったとの報道でドル安となり一時81円割れを試した。しかし結果的にどれも方向感を決めるにいたらず総じて81円台前半での取引に終始した。
- ▶ 22日から23日かけて韓国で開催されているG20財務省・中央銀行総裁会議で、いわゆる通貨安競争に対していかなる結論が出るか（アジア時間23日に声明発表予定）について様々な憶測が流れている。ガイトナー財務長官は、米国がドル安誘導をしないで望んでもいないことを示唆する発言を繰り返している（18日カリフォルニアでのパネルディスカッション、22日WSJ紙インタビュー）。また22日には同長官がG20各国に対して書簡を送ったことが報道された。その書簡では「各国が対外収支を今後数年間にわたりGDPの一定比率内にまで削減すること」、「自国通貨を安め誘導することで競争力を高めようとするものの回避」などが提案されている。後者では「過度に過小評価された通貨と貯蓄のある新興国は、為替レートを自国のファンダメンタルズに整合する水準に為替レートを調整する」「先進国は為替レートの過度な変動や秩序のない動きに対処する」とされている。報道等によれば、通貨安競争回避について一般的な合意はありうるが、経常収支の数値目標までは合意できなさそうだとするのが多くの見方のようだ。
- ▶ **向こう1週間**は、25日に9月中古住宅販売、27日に9月新築住宅販売、9月耐久財受注、29日に第3四半期GDP統計が公表される。また企業の7-9月期決算発表も続く。住宅販売は中古、新築ともに先行指標の動きから前月比やや増加を予想する。第3四半期の実質GDP成長率は前期比年率+1.7%を予想する。

- ▶ 為替市場の行方はまず G20 会合後の共同声明や要人発言が鍵になる。「通貨安競争を回避すること」「新興国の自国通貨安政策をけん制する」「先進国が過度な為替変動に対して介入を行うことを容認する」という 3 つのポイントおよび「米国はドル安誘導をしない」ことが合意されたことを示唆するメッセージが市場に伝われば、ドル安円高基調を緩和する強い材料になる。逆に通貨安競争回避に関して前進がなかったかのような印象を与える結果になった場合はさらにドル安が進む可能性がある。当レポートのシナリオは前者に近く、今回の G20 で米国によるドル安誘導の思惑が解消され、11 月 3 日の FOMC で追加金融緩和が実施されれば、緩和期待=ドル安期待からのドル売り材料は一旦出尽くす可能性が高いと考えている。
- ▶ 株式市場では、NY ダウが年初来高値を前にやや足ぶみしている。引きつづき割安感からは中期的にまだまだ上昇の余地があると見る。しかし高値更新の後には一旦下方への調整はありうべきである。今週日中一時 11210 ドル台をつけたことで達成感が出たと見るか、終値ベースでの高値更新までは達成感なしとみるかは微妙なところだ。もっとも来週は経済指標ラッシュではあるものの、翌週に FOMC と雇用統計を控えているので、大きくは動きにくい可能性が高い。来週の株式市場はこれまでの上昇から 11100 ドル当たりをはさんだもみ合いに転じる可能性が高いと考える。
- ▶ もっとも為替も株式も G20 の結果次第では週初に大きく動く可能性がある。これまでの動きからは、ドル安は株高、ドル高は株安で初期反応する可能性が高いと思う。

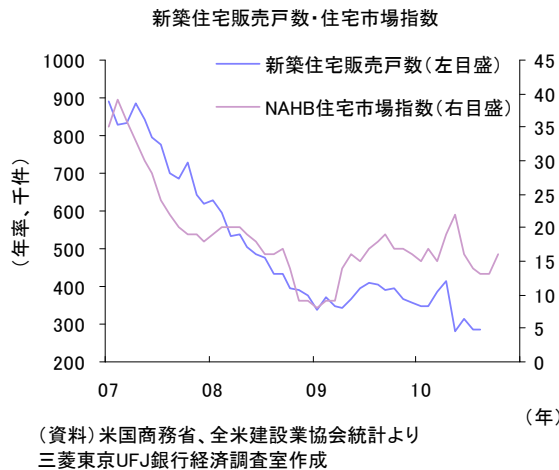
(＜経済・金融の動向＞)

<経済指標コメント>

➤ **鉱工業生産指数（9月）は前月比-0.2%（前月同+0.2%）、設備稼働率 74.7%（前月 74.8%）**：鉱工業生産指数は7ヶ月ぶりの前月比低下。内訳では、製造業が同-0.2%、鉱業同+0.7%、公益事業同-1.9%。製造業の内訳は、一般機械同-0.7%、コンピューター及び電子製品同-0.4%、電気機器同-0.7%と主要耐久財製造業が生産指数を低下させた。自動車・同部品は、8月に夏季操業停止後倒しの影響で指数が下落した反動で9月には指数が同+0.5%上昇した。9月の乗用車・小型トラック生産台数は年率7.84百万台（前月同7.75百万台）。ハイテク関連は前月比+0.3%とやや伸びを低下させたが引き続き上昇を続けている。9月の生産指数の低下は主に耐久財製造業の生産低下によるものであり、最近の企業景況感低下との関係もある可能性がある。景気減速はあくまで生産の伸びのペースの減速を想定したものであって、生産の減少を想定したものではない。今後鉱工業生産指数が連続低下しないか、要注意だといえる。

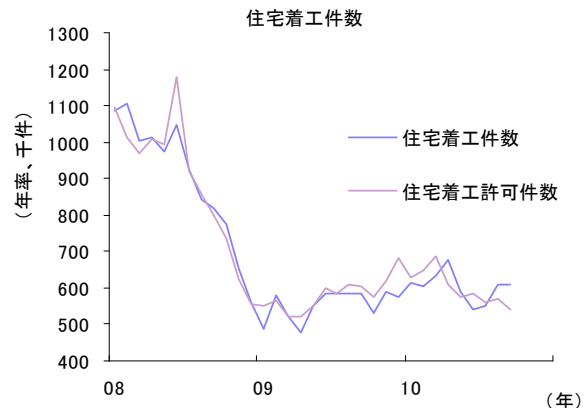


➤ **全米住宅建設業協会（NAHB）住宅市場指数（10**



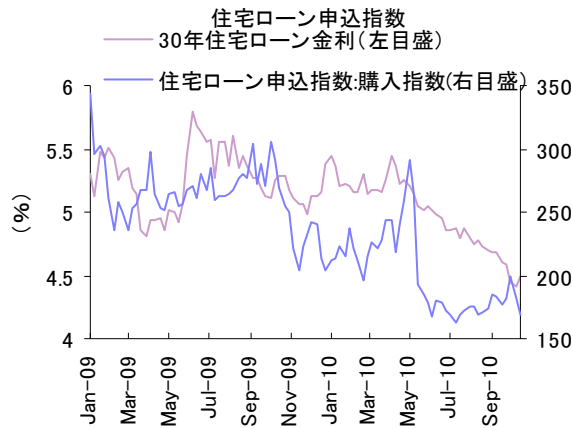
月）は16ポイント（前月比+3ポイント）：新築住宅販売の先行指数となる住宅市場指数は5ヶ月ぶりに上昇した。住宅購入インセンティブ制度終了翌月の5月をピークに同指数は低下を続けていたが、10月によりやく上昇に転じた。指標公表元のNAHBは「住宅建設業者は潜在的な購入者の間にいくらかの購入興味を見始めている」「しかし、多くの建設業者は建設のための資金借入れへのアクセスがなく、消費者の積みあがり需要が市場に戻ってきたときにこれに答えられるかどうか懸念している」としている。

➤ **住宅着工件数（9月）は年率610千件（前月比+0.3%）、住宅着工許可件数は年率539千件（前月比-5.6%）**：住宅着工件数は3ヶ月連続の増加、うち一世帯住宅の着工も年率452千件（前月比+4.4%）と大幅に増加している。しかしながら、着工件数の水準自体はまだまだ低い上に、先行指標となる住宅着工許可件数は前月比で減少、ここ数ヶ月で減少トレンドが形成されつつある。住宅着工は4月末のインセンティブ制度終了の反動からはまだ回復しきれていない。尚、第3四半期の住宅着工件数は年率589千戸となり、前期比年率で-8.2%の減少。第3四半期のGDP統計の住宅投資は当レポート予想通りにマイナスに転化しそうだ。



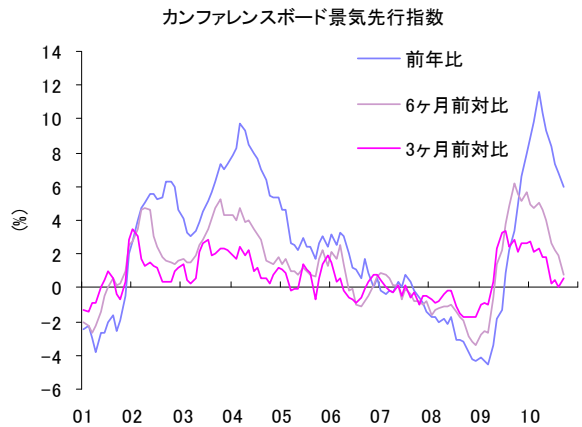
➤ **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（10月15日〆週）は前週比-10.5%、リファイナンス指数同-11.2%、購入指数同-6.7%**：住宅ローン申込指数は前週の大幅上昇（同+14.6%）からの反動で大幅に低下した。前週に20%以上の上昇をしたリファイナンス指数が大幅低下、また購入指数は2週連続の低下となった。30年物固定住宅ローン金利は4.5%（前週比+0.09%）とやや上昇したが依然低水準だ。15日週はレーバーデー休日を含む週で、住宅取引活動は

やや低下しがちである。ただ住宅購入指数の低迷は今後の住宅市場の回復見通しにとっては不安材料である。



(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

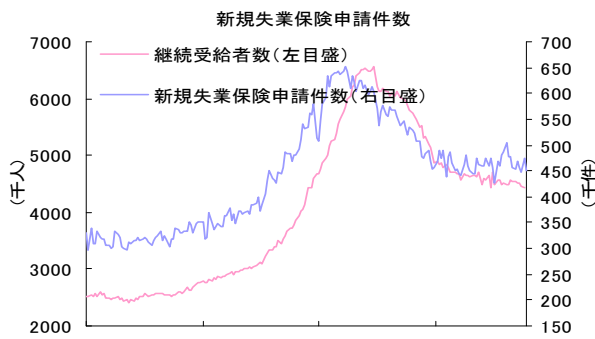
上昇寄与の指標数の度合いを表すDIは前月の65から55に低下した。主に金融緩和の効果と思われる指標の寄与度が高く、実体経済指標のほうはやや足踏み状態である。景気先行指数の前年比の伸び率は+6.0%と6ヶ月連続で低下した。ただし3ヶ月前対比の伸び率が下げ止まっているのは、今後指数の減速いややストップがかかる可能性を示唆している。景気の先行きは2番底リセッションにはまだ遠く、前年比の伸び率の低下がこのレベルでとどまれば、低位成長が持続しうることを示唆している。



(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 (年)

(<経済指標コメント>)

➤ **新規失業保険申請件数(10月16日×週)は452千件(前週比-23千件)、継続受給者数(10月9日×週)は4441千人(前週比-9千人)**：新規失業保険申請件数は前週の増加から転じて減少した。4週移動平均も458千件(前週比-4.25千件)と低下に転じている。16日×週はコロンバスターの休日を含む週で、申請件数は通常減少する週になる。季節調整済で前週比減少しているが、これが本格的な減少であるかどうかを見るには次週の状況を見極める必要がある。全体として、新規失業保険申請件数は450千件レベルで推移していて一進一退である。雇用市場はまだ本格的に好転したとは言いきくい。



(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)

➤ **カンファレンスボード景気先行指数(9月)は前月比+0.3%、景気一致指数は前月比横ばい**：景気先行指数は3ヶ月連続の上昇。前月比の指数上昇に寄与したのは新規失業保険申請件数、消費財受注、SP500株価指数、マネーサプライ、10年物米国債利回り-FF金利スプレッドの5項目。指数



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.