



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 29, 2010

<FOCUS>

期待先行型に期待：市場のインフレ期待上昇について

- 物価連動国債などにみられる市場のインフレ期待が上昇している。このインフレ期待は米国経済のデフレ入りを予防するものとして期待できる。ただ、その持続性は不透明で、また積極的にインフレ率を押し上げるにはやや力不足なようだ。
- マクロ経済の観点からは米国のデフレ圧力は依然として強いといえる。その一方で、FRBが追加量的緩和の実施を示唆し始めてから金融市場のインフレ期待はむしろ上昇に転じている。
- 仮に10月の失業率を9月と同じ9.6%とした場合、10月時点でのインフレ期待と失業率から推計されるインフレ率は約1.6%に上昇（9月のインフレ率の推計値は0.8%、同実績値は1.1%）する計算になる。
- 失業率が現状のままにとどまっても、現在の期待インフレ率は消費者物価上昇率をなんとか1.5%以上に持ち上げるくらいの効果をもつものであることがいえる。
- インフレ期待が上昇することで、米国が本格的なデフレ入りすることを回避できるという効果は十分に期待できる。しかし、インフレ率を能動的に上昇させて維持するためには現状程度のインフレ期待ではやや難しそうだ。すると、たとえばインフレターゲットイングや、時間軸効果を長期化するなどの方法によって、何とか市場のインフレ期待を緩和期待による事前の現象に終わらせないことが次の重要な課題になってくるだろう。

<トピック1> QE2、3、4? : 追加量的緩和効果の試算

11月2日、3日のFOMCで決定されるであろう追加緩和の量については市場にさまざまな観測が流れているが、当レポートでは主に状況証拠を手がかりに最大約5000億ドルの米国債を約半年かけて購入する方式を予想している。ただその量にかかわらず、成長率への寄与はきわめて限定的にとどまると見る。

<トピック2> 2%見通しに沿っている：第3四半期GDP成長率

29日に公表された第3四半期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、前期の同+1.7%成長からやや成長は加速していて、当方予想（同+1.7%）をもやや上回った。しかし全体として2%レベルの成長持続との見方に沿ったものとなった。

<経済・金融の動向：10月25日～29日現在> 金利安・株高に対し徐々に巻き戻しの気配

<経済指標コメント>中古住宅販売（9月）は年率4530千戸（前月比+10.0%）、在庫期間は10.7ヵ月（前月12.0ヵ月）、他。

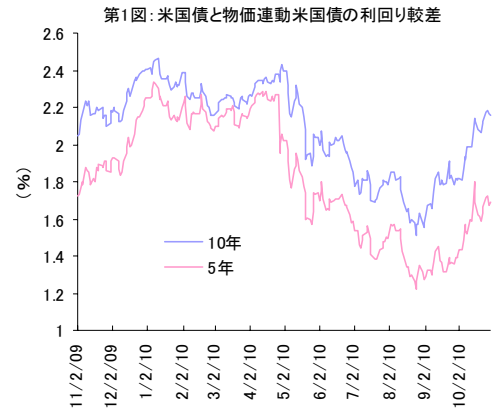
<FOCUS> 期待先行型に期待：市場のインフレ期待上昇について

物価連動国債などにみられる市場のインフレ期待が上昇している。このインフレ期待は米国経済のデフレ入りを予防するものとして期待できる。ただ、その持続性は不透明で、また積極的にインフレ率を押し上げるにはやや力不足なようだ。

物価連動国債にみる市場のインフレ期待は上昇している

マクロ経済の観点からは米国のデフレ圧力は依然として強いといえる。その一方で、FRBが追加量的緩和の実施を示唆し始めてから金融市場のインフレ期待はむしろ上昇に転じている。

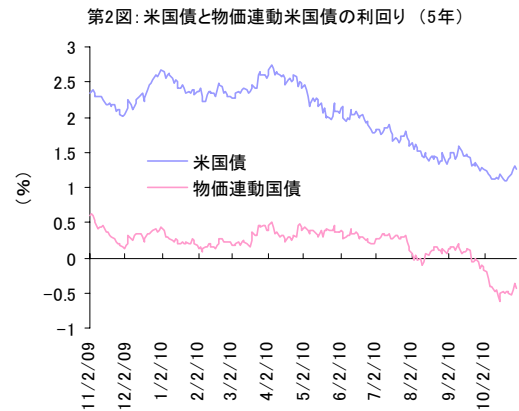
米国債とインフレ連動債の利回り較差 (TIPS スプレッド) は国債市場参加者の将来のインフレ期待を反映する。この TIPS スプレッドは 8 月下旬をボトムに過去 2 ヶ月間拡大を続けている (第 1 図)。さらに、米国債利回りが低下を続けている結果、インフレ期待を反映するためには物価連動債の利回りが低下せねばならない状況になり、10 月以降 5 年物物価連動国債の利回りはマイナスで取引されるに至っている (第 2 図)。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

8 月バーナンキ議長の追加緩和示唆講演がきっかけ

8 月末からの市場のインフレ期待上昇は、FRBが本格的追加緩和の実施を示唆し始めた時期に一致している。FRBは 8 月 10 日に住宅ローン担保証券の償還金を米国債に再投資するという補完的な追加金融緩和を行った。しかしこれはあくまでバランスシートの縮小を補完するものである。FRBが本格的な追加金融緩和の可能性をより具体的に示唆したのは、8 月 27 日のワイオミング州ジャクソンホールにおけるバーナンキFRB議長による講演であった¹。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

TIPS スプレッドはときに、金融市場の混乱などで米国債の需給が急激に変化したときなどに一時的にゆがみを生じることもある。ただ今回の場合、4 月頃から米国債利回りはほぼ一環して低下し続けている。したがってこの市場のインフレ期待上昇は、単に一時的な市場の需給のゆがみによるものではなさそうだ。

バーナンキ議長が追加金融緩和を示唆することが市場のインフレ期待を引き起こしたことは、まさに市場との対話の段階から、緩和策の効果が一部には出ていることになる。

¹ 8 月 27 日付当レポート<トピック 2>「早期の発動はないと見るが。。」参照。

金価格上昇、ドル安もインフレ期待の上昇を表す

米国債市場以外の指標から読み取れるインフレ期待はどうか。ミシガン大学消費者信頼感調査における5-10年の長期期待インフレ率は10月現在で2.8%と、過去のこの指標のレンジのほぼ下限あたりにある。また1年後の短期の期待インフレ期待は2.7%で、これは長期期待インフレ率よりも変動が激しい。ただ、いずれも現実のインフレ率よりはやや高めの水準で推移している。

企業のインフレ期待を表す指標としては、フィラデルフィア連銀製造業の6ヶ月後支払い価格指数がある。これも、原油価格の安定とともに低下傾向にあったが、一方で農産物などの原料価格の上昇により、インフレ期待は10月に急上昇している。

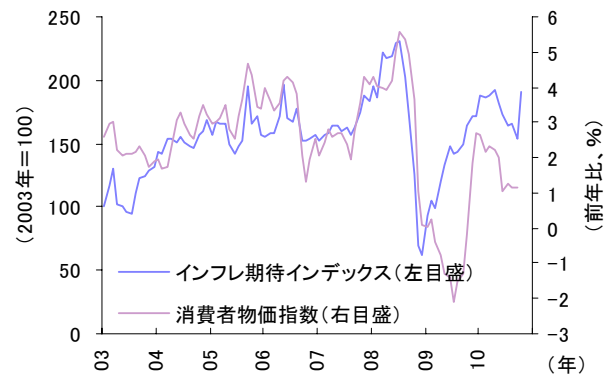
商品市場では金価格の上昇が続いている。金価格の上昇の背景は、ひとつは世界的景気減速感からのリスク回避、もうひとつはドル安に対するヘッジの意味があるといえる。ドル安は基本的には米国にとってはインフレ要因だから、金価格の上昇も市場のインフレ期待上昇を表しているといえる。

インフレ期待インデックスも10月に上昇した

これらの指標をひとつのインデックスにまとめたものが、当レポートで折に触れてモニターしているインフレ期待インデックス (IEI) だ²。上記のインフレ期待を表す指標は概ね期待上昇方向に動いているといっても良いが、その水準はまちまちだ。そこでこれらの要素を標準化してひとつのインデックスにしてみると、インフレ期待は9月まで低下したのち10月に急上昇していることがわかる (第3図、第4図)。

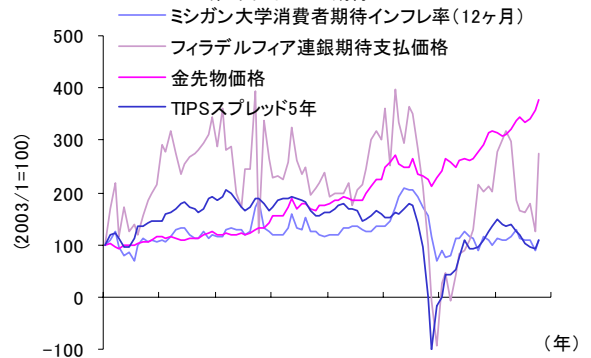
IEIはインフレ期待が実際のインフレ率 (ここでは消費者物価指数CPIの前年比の伸び) を決定する主要要因であるならば、上記の市場インフレ期待の全体的な上昇は現在のデフレ圧力を跳ね返す可能性がある。これはFRBの意図が十分に実現できることを意味する。

第3図: インフレ期待とインフレ率(1)



(資料)ミシガン大学調査、FRB、フィラデルフィア連銀、米国労働省統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: インフレ期待



(資料) Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² ミシガン大学調査消費者期待インフレ率 (12ヶ月)、フィラデルフィア連銀調査企業支払期待価格指数、金先物価格、5年物TIPSスプレッドの4指標を標準偏差を用いて標準化して平均したものを2003年を100とする指数にしたもの。

金融危機以後は失業率がインフレを抑制する主要因になってきている

ところが IEI と実際のインフレ率の関係の推移を見てみると、金融危機後に双方にかなりの乖離が発生しているのが読み取れる。実際に 2003 年から 2009 年初頭までの期間では両者の相関係数は 0.8 に近かった。ところがこれを直近の 2010 年 9 月まで期間を延長すると、相関係数は 0.56 にまで低下する。あきらかにリセッションの途中からインフレ期待以外の要因がインフレを動かすようになってきている。

IEI のみを変数とした推計式では、現在のインフレ率は 3% を越えている計算になる。しかし現状の消費者インフレ率は 1.1% だから、現実のインフレ率のほうがかなり低いことになる（第 5 図）。

その大きな要因の候補は失業率に代表される需給ギャップの急拡大である。失業率が低位安定している期間は主にインフレ率はインフレ期待により決定されるが、失業率が上昇しはじめるとこれがインフレ決定に及ぼす影響がむしろ前面にでてくる。

現在の期待インフレの水準はインフレ率を 1% 超にまで押し上げることが可能

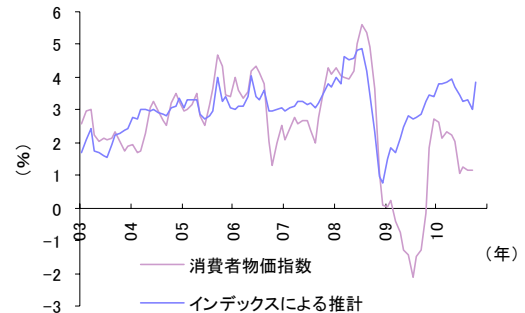
そこで、IEI と失業率を変数とする独自のフィリップス曲線式を回帰分析により求めてみると、相関度はやや向上し、インフレ率のほぼ 64% がこの 2 要因で説明できるようになる。これによれば、仮に 10 月の失業率を 9 月と同じ 9.6% とした場合、10 月時点でのインフレ期待と失業率から推計されるインフレ率は約 1.6% に上昇（9 月のインフレ率の推計値は 0.8%、同実績値は 1.1%）する計算になる

（第 6 図）。

ここからは、失業率が現状のままにとどまっても、現在の期待インフレ率は消費者物価上昇率をなんとか 1.5% 以上に持ち上げるくらいの効果をもつものであることがいえる。

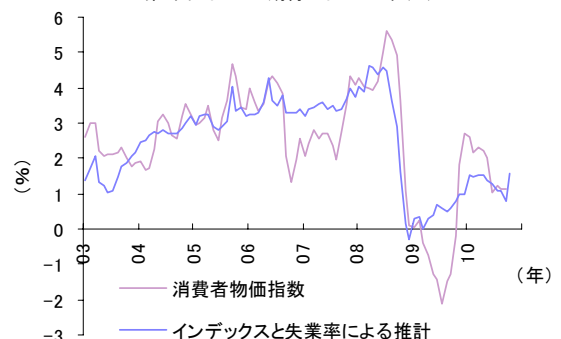
ちなみに、外的な資源価格要因という意味で、さらに原油先物価格の前年比の上昇率を変数に加えると、インフレ率の 82% が説明できることになる。ただこの場合、原油価格の上昇スピードはここ 3 ヶ月ほど停滞していることから、10 月のイ

第5図：インフレ期待とインフレ率(2)



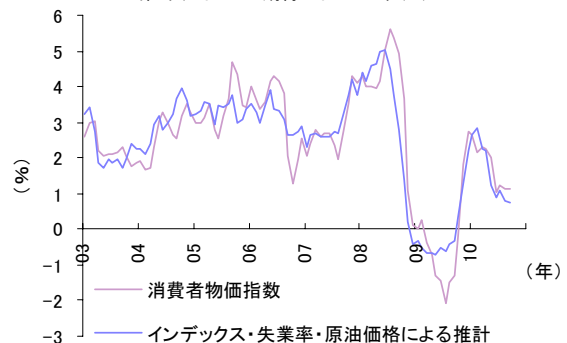
(資料)ミシガン大学調査、FRB、フィラデルフィア連銀、米国労働省統計、Global Insight より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：インフレ期待とインフレ率(3)



(資料)ミシガン大学調査、FRB、フィラデルフィア連銀、米国労働省統計、Global Insight より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：インフレ期待とインフレ率(4)



(資料)ミシガン大学調査、FRB、フィラデルフィア連銀、米国労働省統計、Global Insight より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ンフレ率の推計値は約 1.0%とやや低めになる（第 7 図）。

ただ、現在の期待インフレ率の持続可能性には疑問がある

変動の大きい原油価格は横におくとして、期待インフレ率と失業率の 2 要因でインフレを考えた場合、インフレ率を 2%にまで押し上げるにはどれほどの期待インフレ率上昇、失業率低下が必要か。

期待インフレ率が現実のインフレ率と平行に動くと仮定すると、期待インフレ率はあと 0.5%ほど上昇する必要がある。IEI の 1 ポイントの変動はインフレ率 0.026%にほぼ相当するから、IEI は 200 ポイントレベルに上昇してその水準を維持する必要がある。ちなみにこれまで IEI が 200 ポイントを越えていたのは、原油価格が 100 ドルを越えて上昇していた 2008 年前半の一時期だけである（その期間の実際のインフレ率は 4%–5%超の水準だった）。つまり、インフレ率 2%を維持するために求められる期待インフレ率は相当に高く、経験則ではそのレベルの期待インフレ率が持続することはまれだといえる。これを実現するとすれば、いわば、期待インフレ率やインフレ目標を本来の望ましいインフレ率よりも高い水準に設定することなども考慮する必要がでてくる可能性がある。

一方この推計式によれば、失業率 1%の変動はインフレ率 0.5%の変動にほぼ相当する。期待インフレ率が現状水準から不変と仮定すると、インフレ率があと 0.5%上昇して 2%になるには、失業率が 8%台半ばにまで低下すること必要になる計算だ。現在の当レポートの予想では、失業率が 8%台半ばにまで低下するのは 2011 年の後半である。その間はインフレ率は 2%を下回る水準で推移することになる。

短期的には、現在のインフレ期待は消費者インフレ率の年内底入れを示唆している

以上から次のことが言える。まず、インフレ率の低下は年末にかけて一服し、まもなくインフレ率は上昇に転じる可能性が高いこと。当レポートでは主にコア消費者物価指数の前年比の伸びが 1%を越えてくることを本格的デフレ回避のひとつの目処としている。このインフレ率底入れは当初の当レポートの見通しよりも後倒しになっている。しかし FRB が追加緩和実施（現状ではその示唆）することで、市場との対話として将来のインフレ率上昇の期待を醸成することにはすくなくとも現状では成功している。現状ではインフレ期待は必要以上に低下しないように錨でつながれて（anchored）といえるだろう。

次にしかしながら、現状のインフレ期待を長期間維持することは経験則的には困難であること。現状の期待インフレ率がほぼ過去 10 年強の間でもまれな高い水準だとすると、これ以上にインフレ期待を上昇させ続けるのは困難なようだ。実際当レポートでは、11 月 FOMC で追加量的緩和が決定されたあとは、長期金利はむしろ上昇に転じ、為替市場では現在のドル安も底入れすると見ている。これは上記の TIPS スプレッドや金価格に見られるインフレ期待の上昇を巻き戻す動きである。

すると、実際のインフレ率の上昇のためには、失業率の低下を待つか、あるいは別の方法で市場のインフレ期待を高め保つ必要がでてくる。

しかし失業率を急激に引き下げるのは困難である。失業率は一般的に低下ペースが遅いだけでなく、今回のリセッションでは失業率のピークアウトに対する賃金上昇率の反転の反応が遅いこと、また賃金凍結や賃金カットなど、過去の米国労働市場にはなかった労働慣行の変化も見られている。また、労働力のミスマッチといった構造的問題も今の労働市場ははらんでいる。

追加量的緩和によるインフレ期待上昇でデフレ防止は期待できるがインフレ押し上げは困難

インフレ期待が上昇することで、米国が本格的なデフレ入りすることを回避できるという効果は十分に期待できる。しかし、インフレ率を能動的に上昇させて維持するためには現状程度のインフレ期待ではやや難しそう。すると、たとえばインフレターゲットイングや、時間軸効果を長期化するなどの方法によって、何とか市場のインフレ期待を緩和期待による事前の現象に終わらせないことが次の重要な課題になってくるだろう。

すでにバーナンキ議長は8月の講演で追加緩和策の選択肢として、長期債券の追加購入に加え、時間軸を長期化するための「FOMC などの声明文変更」をあげている。明示的なインフレターゲットイングについては目だった発言はない。しかし、中期的なデフレ圧力が継続するようであれば、インフレ期待維持のためには量的緩和とは別途の手段が必要になることもありうるだろう。

(<FOCUS>)

<トピック 1> QE2、3、4? : 追加量的緩和効果の試算

11月2日、3日のFRB連邦公開市場委員会(FOMC)で決定されるであろう追加緩和の量については市場にさまざまな観測が流れているが、当レポートでは主に状況証拠を手がかりに最大約5000億ドルの米国債を約半年かけて購入する方式を予想している。ただ、その量にかかわらず、成長率への寄与はきわめて限定的にとどまると見る。

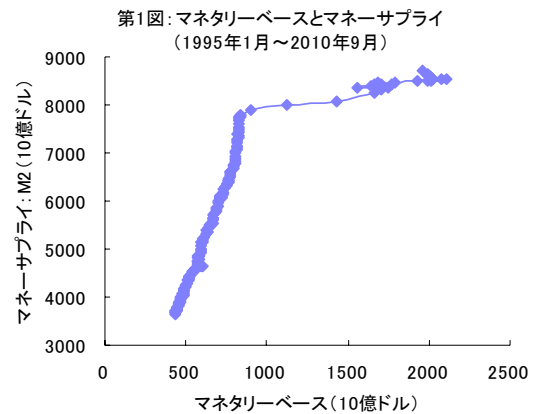
現状では追加緩和によるマネタリーベース増加はそれに見合ったマネーサプライ増加につながらない

追加量的緩和(QE2)の成長率への影響を測るのは容易ではない。ここでは、追加緩和がマネタリーベースを増加させることが最終的にGDPにどれほどの影響を与えるかを、簡単なモデルに基づいて試算してみる。

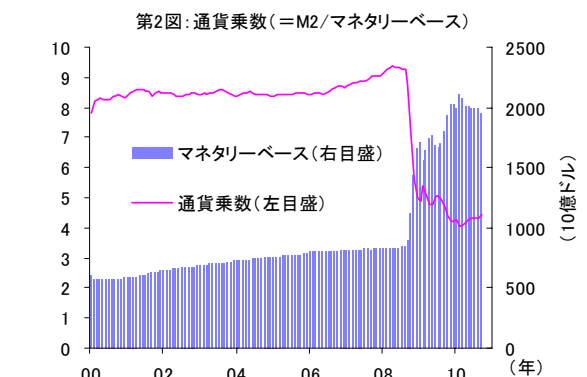
前提として、当レポートの予想するとおりFRBが合計5000億ドルの米国債購入を行い、それがそのまま銀行の準備預金の増加つまりマネタリーベース³の増加をもたらすとする。

まずセオリーでは、マネタリーベースの増加は貸し出しによる乗数効果を通じて、市中の流通貨幣および預金など(マネーサプライ⁴、ここではM2)を増加させる。マネタリーベース1単位の増加に対応するマネーサプライの増加量が貨幣乗数(=マネーサプライ/マネタリーベース)と呼ばれるものである。

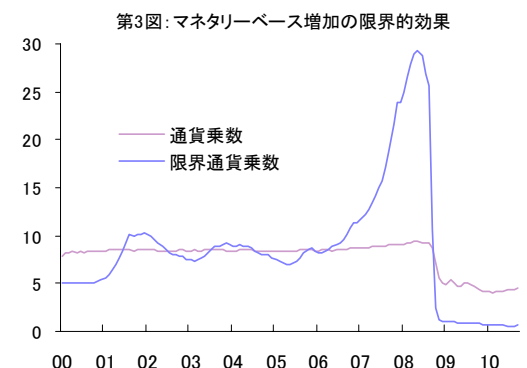
ところが、金融危機に対応した量的緩和による急激なマネタリーベースの増加はかならずしもそれ以前のようなマネタリーベース増加につながっていない。2008年末にFRBが量的緩和(第1弾)を開始してからマネタリーベースは急増したが、それに見合ったM2の増加が見られなかった。量的緩和開始以後両者の相関関係は崩れていて、貨幣乗数は急激に低下している(第2図)。



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料)FRB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。



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。限界通貨乗数は、月次M2残高推移を月次マネタリーベース残高推移で24ヶ月ローリング回帰した係数。

³ マネタリーベースは中央銀行が金融機関に供給する貨幣量。預金金融機関がFRBに預ける準備預金、市中流通現金、預金金融機関の手持ち現金、からなる。

⁴ マネーサプライは、金融機関や政府以外が保有する通貨や預金。M2は市中流通現金、トラベラーズチェック、商業銀行流動性預金、その他決済性預金、定期預金、などからなる。

過去に 8~9 倍レベルでほぼ安定していた通貨乗数は量的緩和開始以降急激に低下して、現在は 4~5 前後での推移となっている。

それでも 5000 億ドルの追加緩和を行えばたとえ最低その 4 倍つまり約 2 兆ドルの M2 増加が期待できる（これは現在約 8 兆ドルある M2 残高が約 25%増加することに相当する）かというところではない。追加的なマネタリーベースの増加に対する M2 の追加的な増加の割合も短期的には急激に低下している。

過去 24 ヶ月間のマネタリーベース 1 単位の変動に対する M2 の変動（ここでは限界通貨乗数と呼ぶ）は実に 1 倍を割り込んで約 0.6 となる計算になる（第 3 図）。つまり実際には追加で投入したマネタリーベースは乗数的に M2 を増加させないばかりか、状況によってはそれを下回る額の M2 の増加しかもたらさないということに計算上はなる。

すると、5000 億ドルの追加緩和はその 0.6 倍である約 3000 億ドル程度の M2 増加しかもたらさないものと考えておいたほうがよさそうだ。

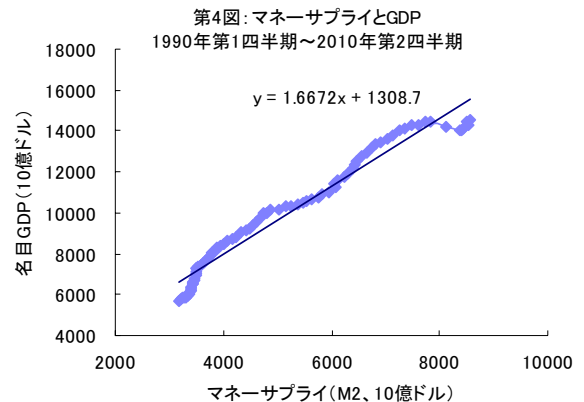
マネーサプライ増加に対する GDP 増加も現状では限定的

次に GDP との関係である。（名目 GDP）=（マネーサプライ）×（通貨流通速度）という等式に則れば、M2 の増加はそれに通貨流通速度を乗じた分の名目 GDP を生み出すはずである。米国の通貨流通速度のトレンドは約 1.7 である（第 4 図）。

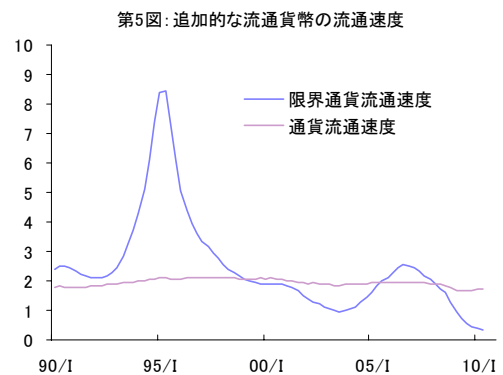
しかしここでも、現在の M2 と名目 GDP の関係はこのトレンドからかなり下方に乖離している。上記の等式は主に通貨流通速度が一定であるとの前提から、マネーサプライを増加させることがその一定倍（1.7 倍）の GDP を生み出すということを表している。

ところが、追加的なマネーサプライの増加分の貨幣流通速度は大幅に低下している。通貨乗数の場合と同様に、比較的短期の（ここでは 16 四半期）M2 の増加に対する名目 GDP の増加割合（ここでは限界通貨流通速度とよぶ）は、2010 年第 2 四半期時点で 0.3 にまで低下している（第 5 図）。すると、M2 の 3000 億ドルの増加は、名目 GDP を約 900 億ドルしか増加させない。これは名目 GDP を約 0.6%増加させるに過ぎない。GDP デフレーターを勘案すると、この量的緩和が実質 GDP を上昇させる限界的効果はほぼゼロである。

つまり、通貨供給量を拡大することによる成長への直接寄与という側面では、追加緩和は限界的にはほとんど効果がないということになる。



(資料)FRB、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料)FRB、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。限界貨幣流通速度は、四半期名目GDP推移をM2推移で16四半期ローリング回帰した係数。

長期金利抑制、資産価格上昇は予想に織り込み済み

もつとも上記は、通貨供給量を通じた成長への寄与という一側面だけを取り上げたもので、追加量的緩和の波及経路は他にもある。他の経路としては、長期金利抑制を通じた効果、資産効果を通じた効果、そして期待インフレの押し上げを通じた効果が考えられる。

今のところ、追加緩和の示唆によって長期金利低下、株価・債券価格の上昇、インフレ期待の上昇という効果が見られている。しかしこの効果が実際にすべて追加量的緩和開始後に持続できるかは疑問である。

ここ2ヶ月ほどの金融市場は主に追加緩和実施期待により動いている可能性が高い。今後長期金利については、11月に米国債追加購入が開始されてからはむしろ材料出尽くし感から長期金利は底入れすると当レポートでは見ている。株価は、中期的にはさらに上昇すると見ているがそれは主に企業収益に対して現状の株価が割安であるというバリュエーション面からの見通しである。追加緩和期待により押し上げられている分は材料出尽くしにより一時的には株価は調整に入るだろう。インフレ期待は成長押し上げと言うよりもむしろ本格的なデフレのリスクを抑制するという意味での予防的側面が強い（<FOCUS>参照）。

こうした株価、金利の推移はほぼこれまでの成長予想に織り込み済みであり、追加量的緩和により成長率予想に影響を与えるものではない。

仮に当方の見方どおりに、追加量的緩和が成長を押し上げないとすると、同時に失業率の低下ペースは遅いという予想も不変である。結果的に追加緩和が開始後たとえば6ヶ月を経ても、失業率は9%前後までしか改善していない可能性がある。すると、QE2についてQE3、QE4、を次々に要望する声が市場から上がる可能性もある。仮にそうなったとすると、ゼロ金利で低インフレ、低成長が均衡してしまうというリスクが頭をもたげてくる。

11月FOMCでは最大5000億ドルまでの米国債購入が決定されると予想する

尚、11月2、3日のFOMCについて、当レポートでは最大5000億ドルの米国債追加購入を約半年かけて行う旨の決定がされると（主にFRB幹部発言などの状況証拠を根拠に）予想している。市場へのメッセージとしては最大購入金額は大きくかつ購入期間が長いほど、将来の金融政策に対する市場の金融政策に対する期待が明瞭に形成されやすい。また、バーナンキ議長が示唆したように、声明文の文言を変更して量的緩和の時間軸を長期化し、かつ緩和解除条件を明確にするなどすることでさらに市場の期待を明瞭にできる。

その意味では最大購入額はもう少し大きく設定してもよいことになる。ただ、FOMC内には追加緩和反対派も少数ながら明らかに存在する。また緩和の規模も委員によって異なっている可能性が高い。その中で、投票メンバーによる強行採決でなく、あらかじめほぼ全体のコンセンサスをとるとすれば、5000億ドルレベルが落ち着きどころではないか。

逆に市場へのメッセージとして混乱を招く恐れがあるやり方は、11月FOMCで小額の資産購入を決定した上で、次回以降さらに追加緩和があるかどうか不透明になるケースだ。QE3以降の期待をくすぶらせないためには、ある程度長めの時間軸と規模が必要だと考える。

<トピック1>

<トピック 2> 2%見通しに沿っている：第3四半期 GDP 成長率

29日に公表された第3四半期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、前期の同+1.7%成長からやや成長は加速していて、当方予想（同+1.7%）をもやや上回った。しかし全体として2%レベルの成長持続との見方に沿ったものとなった。

需要項目別の内訳では、当方予想対比で個人消費が上ブレしたのが主な上ブレ要因だった。個人消費は+2%成長にとどまると見ていたところ、結果は同+2.6%と大幅に加速した。これで個人消費は3四半期連続で成長を加速させたことになる。伸びはまだ力強いとはいえないが、雇用の緩やかな回復につれて消費も低位ながら確実に拡大しているという結果になった。このGDP統計の個人消費の結果からは、1日に公表予定の9月分個人消費統計では9月の実質個人消費が前月比+0.5%を越える大幅増加になっているか、もしくは過去分が上方改訂されているはずだ。第3四半期の個人消費は、自動車販売の停滞などで、財の消費の伸びがやや減速した一方で、サービス消費の伸びが前期を大きく上回ったことになっている。サービス消費特に電力などの消費は9月に大きく増加している可能性がある。

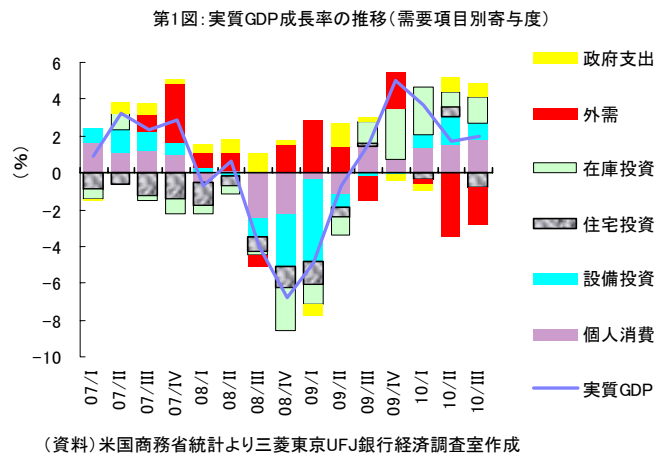
その他の需要項目はほぼ当方の予想に概ねそった方向のものであった。民間設備投資のうち機器ソフトウェア投資は予想通り3四半期ぶりに+20%台の高成長から+12%に大きく減速した。リセッション中に見合わされていた主に更新投資の積みあがり需要がやや息切れしてきていることが伺える。

構造物投資は当方のマイナス成長予想に反して2四半期連続のプラス成長になった。しかしこれも、政府の基礎統計で捕捉できない電力施設、鉱業掘削施設の大幅な伸びが全体を押しあげていて、想定された上ブレの範囲内である。商業用建設などは依然マイナス成長が続いている。

住宅投資は前期の急増から転じて-20%を越えるマイナス成長に転化した。インセンティブ制度終了後の反動減で住宅建設はまた減少している。マイナス幅は当方の予想以上に大きかったが、住宅投資関連統計は最近期をまたいだブレが大きく、また住宅投資がGDPに占める割合は5%以下にまで低下しているから、このブレは全体の数字には大きな影響はない。

在庫投資の積み増しペースの拡大、貿易赤字拡大による純輸出のマイナス幅拡大も基礎統計の指し示すとおりだった。

今回の指標は、米国経済が2%レベルの成長を持続するという当レポートの見通しに沿ったもので、今後の成長率予想にはほとんど影響がない。第4四半期の成長率は現在2%をやや割



り込む水準を予想している。個人消費はこのまま堅調に推移するものの、設備投資の減速が進み、また貿易赤字がさらに拡大することで、結果第3四半期よりやや成長は減速すると見ている。第2四半期がそうであったように、第3四半期の統計も下方改訂の可能性はある。商務省によれば、基礎統計未公表項目のうち、9月分の在庫投資は8月比大きく積み増しを加速する仮定になっている。

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	Q3		
実質GDP	1.9	0.0	-2.6	-0.7	0.6	-4.0	-6.6	-4.9	-0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.0	2.01	
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	2.2	2.6	1.79	
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	6.8	6.1	0.44	
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	1.9	1.3	0.20	
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	1.6	2.5	1.15	
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	17.2	9.7	0.91	
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	-0.5	3.9	0.10	
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	24.8	12.0	0.80	
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	25.7	-29.1	-0.80	
民間在庫投資(億ドル)	277	-376	-1131	-82	-206	-274	-943	-1,258	-1,618	-1,282	-367	441	688	1,155	1.44	
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	-4,490	-5,149	-2.01	
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	9.1	5.0		
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	33.5	17.4		
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	3.9	3.4	0.68	
(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	4.6	2.3	1.90	
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	1.9	2.3	-	

(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成
 2010年第3四半期のGDPは10月29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

<トピック2>

<経済・金融の動向：10月25日～29日現在>
金利安・株高に対し徐々に巻き戻しの気配

- **株式市場**、NY ダウは4週ぶりに小幅反落、前週末比14ドル安の11118ドルで29日の取引を終えた。ただしナスダック指数は4週続伸している。決算発表や経済指標発表が続く中、年初来高値を前に来週のFOMCを控えて方向感がでにくく、11000ドル台でのみみ合いに終始した。S&P500の10業種別では、素材、情報技術、一般消費財など4業種が前週末比で上昇、資本財、公益事業、金融など6業種が前週末比で下落するというまちまちな内容だった。
- **為替市場**はドル円はみみ合いののち最終的にはドル安となり、1ドル=80円台前半で越週した。25日にはG20財務相・中央銀行総裁会議での共同声明で通貨安回避が謳われたことが日本の財務省による介入警戒感を後退させ、ドル円は80円台前半まで下落した。その後26日、27日にかけてはドル売りの巻き戻しがおき、一時82円近くにまでドルが上昇した。27日に日銀は資産購入適格基準の緩和を、また11月の政策決定会合を前倒しすることを決定、追加緩和に前向きの姿勢を示した。にもかかわらず28日からは再びドル売り円買いの動きが再開し、29日には80円台前半にまでドル安円高が進行して越週した。ドルはユーロに対しては上昇ペースが引き続き鈍った。1ユーロ=1.37ドル台～1.39ドル台でのみみ合いとなり、1.39ドル台前半で越週した。
- 23日に公表されたG20の共同声明は「通貨安競争の回避」に加えて「先進国は為替の過度な変動や無秩序な動きを警戒する」ことが盛りこまれた。さらにガイトナー財務長官が会合以前より「米国はドル安を望まない」旨の発言を繰り返していた。先週の本欄で考えていたように、これらの合意内容からはドル安には一旦歯止めがかかってもよさそうであった。実際26、27日にはこれまでのドル安、金利安、株高の動きが巻き戻される場面もあった。しかしその巻き戻しは今のところ一時的なものに終わっている。G20後は11月3日のFOMCによる緩和期待が引き続きドル売り圧力となっているようだ。
- **向こう1週間**は、重要指標とイベントが続く。11月1日は9月個人消費統計、10月ISM製造業指数、2日は米議会中間選挙、3日にISM非製造業指数、FOMCの結果と声明文公表、5日には10月雇用統計が公表される。
- 中間選挙では、下院では共和党が多数を奪回、上院では民主党・共和党がほぼ拮抗というのが大方の予想である。この体制により、オバマ政権の経済政策はこれまでのリベラル路線からやや中道にシフトすると筆者は見ている。中間選挙前にオバマ大統領が提案した設備投資100%償却という企業減税策などは過去の共和党の政策に近いものである。すでに大統領は選挙後をにらんで徐々に政策の転換を模索しているようだ。

- ▶ FOMC では、最大 5000 億ドルの米国債購入による追加金融緩和が決定されると予想している。実際の購入は毎月 1000 億ドルレベルで約半年を掛けて行うということになりそうだ。緩和の規模については最大 2 兆ドルという市場の一部の予想もあるため、5000 億ドルだった場合には一旦市場には失望材料となる可能性もある。筆者は、購入総額が 1 兆ドルを越えるような大規模な緩和は FOMC 委員間のコンセンサスがとりにくいと見る。
- ▶ 株式市場は、年初来高値を前にやや頭が重くなってきたことから、一旦下方への調整が入ると見る。企業業績対比の割安感から中期的にさらに上昇するとの見方は不変だ。しかし、FOMC の緩和規模が相当に大きくない限り、追加緩和決定は緩和期待による株買い材料が一旦出尽くすことを意味する。FOMC 後の初期反応は株価上昇となっても、その後は利益確定売りなどで一旦下落するのではないか。結果、来週も NY ダウ 11000 ドルを中心に弱含み揉み合いを予想する。
- ▶ 為替市場でも同様に、追加緩和期待によるドル売り材料が出尽くし、11 月中にはドルが底入れするとの見方を維持する。ただしそれ以前には、現在の相場の流れから、例えば FOMC が追加緩和を決定した直後など、内容によっては初期反応ではドルが急落する可能性があり、ドル円が一時的に 80 円割れの可能性は十分にあると考える。

(＜経済・金融の動向＞)

<経済指標コメント>

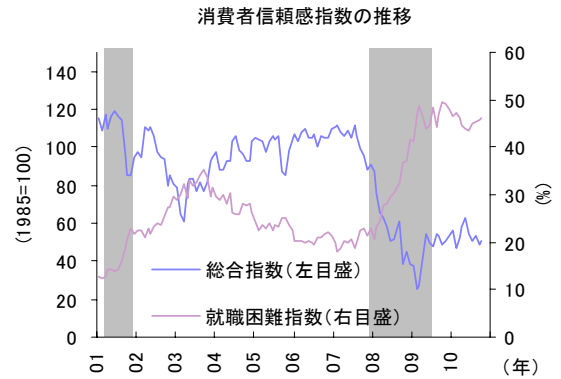
➤ **中古住宅販売（9月）は年率 4530 千戸（前月比 +10.0%）、在庫期間は 10.7 ヶ月（前月 12.0 ヶ月）**：中古住宅販売は5月から3ヶ月連続減少のち8月、9月は2ヶ月連続の増加となった。うち一世帯住宅も年率 3610 千戸（前月比+7.1%）と、4ヶ月ぶりの増加に転じている。全体の販売戸数 4530 千戸は、住宅購入インセンティブ制度導入直前のボトム水準である。つまり中古住宅販売は、インセンティブ制度終了による反動減から、現在ではほぼ制度開始前の販売水準にまで回復したことになる。ただ、在庫水準は依然として高く、在庫期間も 10.7 ヶ月と、適正水準の 6 ヶ月のほぼ 2 倍の状態だ。今後は販売戸数はじりじり増加して 5000 千戸レベルにもどるの考えられる一方、販売在庫への抵当物件の流入が今後どう変化するかが課題だ。差し押さえの増加で中古市場はつねに在庫増状態だったが、最近の差し押さえ凍結などの動きは、在庫縮小要因にもなりうる。差し押さえの状況は要注視だ。尚、指標発表元の全米不動産協会（NAR）は「住宅市場の回復は始まっているが、差し押さえ凍結の状況により時に変動が大きくなるだろう」「ただ全体の方向性は購入者が低金利と低価格に反応しているといえる」としている。



(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

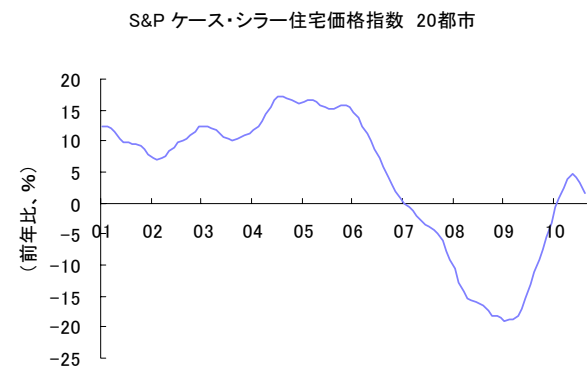
➤ **カンファレンスボード消費者信頼感指数（10月）は 50.2 ポイント（前月比+1.6 ポイント）、就職困難指数は 46.1 ポイント（前月比+0.3 ポイント）**：消費者信頼感指数は前月の大幅低下（前月比-4.6 ポイント）からやや持ち直して同+1.6%。内訳は現況指数同+0.6%、期待指数同+2.3%。総合指数の 50.6%は過去1年ほどのレンジの下限からやや反発したレベル。消費者信頼感の中期的な低位安定傾向は変わっていない。失業率との相関性の高い就職困難指数は4ヶ月連続の上昇となった。失業率は10月も9月の9.6%もしくはやや上

昇する可能性が高い。



(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。

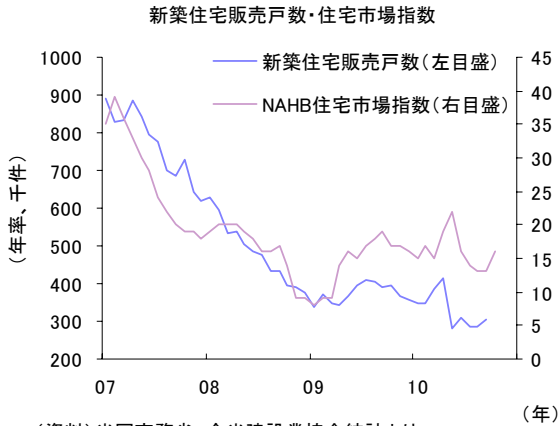
➤ **S&P ケースシラー住宅価格指数（20都市、8月）は前年比+1.7%（季節調整済前月比-0.3%）**：住宅価格指数の前年比の伸びは住宅購入インセンティブ制度終了翌月に当たる5月の+4.6%をピークに3ヶ月連続で伸び率を低下させた。季節調整済みの前月比の伸びは2ヶ月連続の低下。前月比で住宅価格が上昇した都市の数は20都市中NYのみに減少した。インセンティブ制度終了後、販売の反落とともにあきらかに住宅価格は緩んでいる。インセンティブ制度期間中の住宅価格上昇は一時的なもので、住宅価格の本格回復は2011年からという従前からの当レポートの予想に沿った動きである。



(資料) Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作

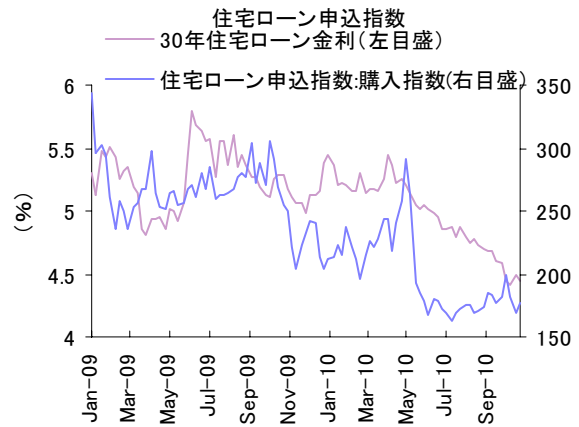
➤ **新築住宅販売（9月）は 307 千戸（前月比+6.6%）、在庫期間 8.0 ヶ月（前月 8.6 ヶ月）**：新築住宅販売は2ヶ月連続の増加。こちらも中古同様にインセンティブ後の反落から持ち直しつつある。ただ新築販売はまだインセンティブ前の販売レベル

には遠い。依然として中古市場に比べて新築市場は不利な状況にあるといえるだろう。



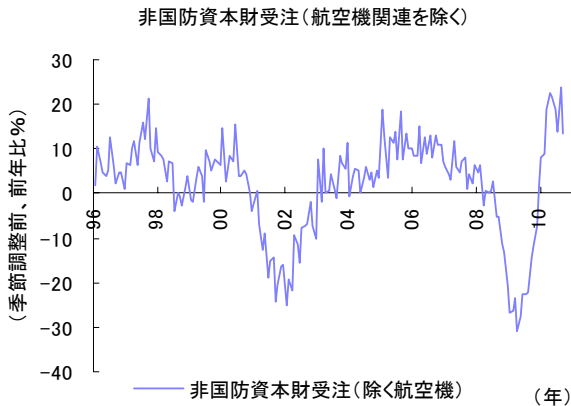
(資料) 米国商務省、全米建設業協会統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

数の水準は依然として最低水準を抜け出していない。



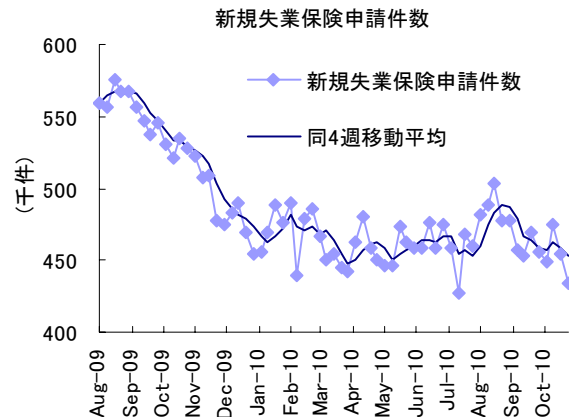
(資料) 米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **耐久財受注(9月)は前月比+3.3%、除く運輸関連同-0.8%、航空機関連を除く非国防資本財受注同-0.6%、同出荷同+0.4%**：耐久財受注は前月の同-1.0%減少から転じて同+3.3%の大幅増。ただし受注を押し上げたのは民間航空機(同+105.0%)で、運輸関連を除くベースでは-0.8%の減少となった。民間機器ソフトウェア投資の先行指標である非国防資本財受注(航空機関連を除く)は-0.6%の減少。前年比の伸びも+13.9%と依然二桁の伸びながら4月をピークに頭打ち傾向にある。設備投資は、リセッション脱却後主に更新投資の積みあがり需要中心に早いペースで回復したが、第4四半期以降はややペースが落ちると予想する。



(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

- **新規失業保険申請件数(10月23日ㄨ週)は434千件(前週比-21千件)、継続受給者数(10月16日ㄨ週)は4356千人(前週比-122千人)**：新規失業保険申請件数は2週連続の減少、また3週ぶりに450千件を割り込み、7月10日ㄨ週以来の低水準になった。4週移動平均も453.25千件(前週比-5.5千件)と2週連続で低下し、450千件に迫るところまで下がった。23日週は休日の影響を受けない週であり、ほぼ実態を表しているといえる。その意味では新規申請の450千件われは今後の雇用市場の好転の兆しを表すものとしてまずは心強い。



(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

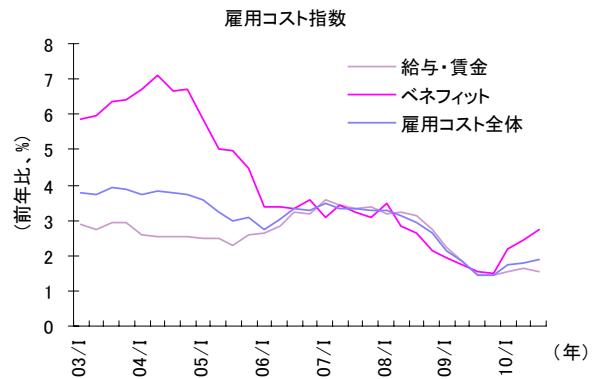
- **米国モーゲージ銀行協会(MBS)住宅ローン申込指数(10月22日ㄨ週)は前週比+3.2%、リファイナンス指数同+3.0%、購入指数同+3.9%**：住宅ローン申込指数は上昇、低金利(30年物固定住宅ローン金利は前週比-0.05%の4.45%)によりリファイナンス、購入いずれも上昇した。ただ購入指

- **実質GDP成長率(第3四半期)は前期比年率+2.0%**：第3四半期の成長率は当レポート予想(+1.7%)をやや上回る前期比年率+2.0%。個人消費が当方予想をやや上回って同+2.6%に加速

したのが主な上ぶれ要因。そのほかの需要項目は設備投資同+9.7%、住宅投資同-29.1%、在庫投資寄与度+1.44%、純輸出寄与度-2.01%、政府支出・投資前期比年率+3.4%。個人消費は個人消費の伸びは低位ながら3四半期連続で伸びを加速させた。財消費の伸びがやや減速したものの、サービス消費が加速して、予想以上に好調な伸びとなった。民間設備投資は一桁成長に減速、機器ソフトウェア投資が過去2四半期連続で20%台の伸びだったのが第3四半期には12.0%に減速した。構造物投資は、電力施設・鉱業掘削関連の建設が増加して2四半期連続のプラス成長になったものの、いわゆる商業用不動産の建設は依然減少している。在庫積み上げペースは予想通り加速して成長にプラス寄与。一方純輸出は、輸出の減速と輸入の拡大で貿易赤字が拡大したことで成長に大幅なマイナス寄与となった。住宅・設備投資の減速により、国内民間最終需要（個人消費+設備投資+住宅投資の合計）の伸びは先期の前期比年率+4.6%から同+2.3に大幅減速した。個人消費の伸びが3四半期連続で加速しているのは予想以上に力強い消費の回復ペースを示唆している。ただし、2010年後半の成長が2%前後にとどまるという当レポートの見方に沿ったもので、今後の成長予想にはほとんど影響を与えない。GDP価格指数は前期比年率+2.3%と前期から上昇を早めた、前年比の伸びも+1.2%と前期の+0.8%から加速しているが、依然として伸び率は低く、経済全体へのデフレ圧力が強いことを示唆している。尚くトピック2>参照。

2006年からの中期的な下降トレンドを形成しつつある。デフレの懸念が顕在化するような期待インフレ率の低下ではなく、現状はインフレ期待はよく統制されているといえる。

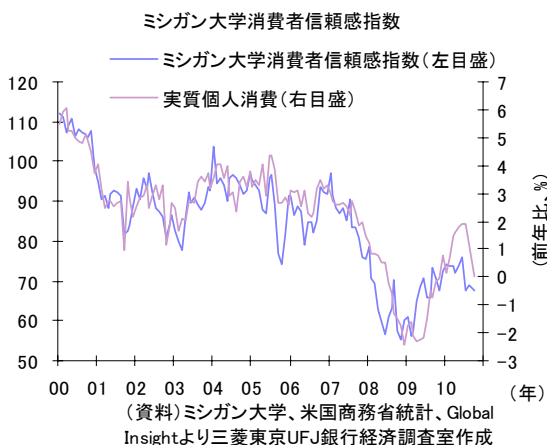
➤ **雇用コスト指数(第3四半期)は前期比0.4%(前期同+0.5%)**：雇用コスト指数は2四半期連続で伸び率低下となる前期比+0.4%。しかし前年比の伸びは+1.9%と、3四半期連続で上昇している。内訳は賃金・給与が前期比+0.3%(前年比+1.5%)、ベネフィット前期比+0.6%(前年比+2.7%)。前年比の伸びの推移を見ると、リセッション終了後ベネフィット中心に雇用コストがやや上昇している。ただし雇用コスト全体の伸びはまだ低い水準にある。



(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

(<経済指標コメント>)

➤ **ミシガン大学消費者信頼感指数(10月・確報)は67.7ポイント(前月比-0.5ポイント)、5-10年の期待インフレ率2.8%(前月2.7%)**：消費者信頼感指数は2ヶ月連続の低下となる前月比-0.5ポイントの67.7ポイント(1966年=100)。リセッション終了後消費者信頼感は上昇ののち低位でレンジ推移となっているが、そのレンジのほぼ下限にあたる水準だ。内訳は現況指数が76.6ポイント(前月比-3.0ポイント)、期待指数が61.9ポイント(同+1.0ポイント)。5-10年の長期期待インフレ率は2.8%と前月から+0.1%上昇したが、



(資料) ミシガン大学、米国商務省統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



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.