



# 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)

November 19, 2010

## <FOCUS>

### FRBの追加緩和をめぐる論議

- FRBが11月3日の連邦公開市場委員会（FOMC）で決定した追加量的緩和（QE2）に関する論議がますます高まっている。
- これら一連の批判の根拠を整理すると大まかに次の4つに分かれる。すなわち、①量的緩和は意図的なドル安を狙った通貨安政策である、②量的緩和は将来のインフレリスクをもたらす、③量的緩和は成長促進や失業率低下に貢献しない、④量的緩和は金融政策の正常化を阻害する、の4点である。
- これらの4点の批判を簡単にレビューしてみよう。まず、①量的緩和とドル安政策は論理的には結びつかないとする。量的緩和を実施してFRBが銀行に供給する貨幣量が増加しても、これがただちにドル売りを誘発するものではない。②について、現状の米国のインフレの状況からは長期的インフレが喫緊のリスクとは思えない。③については当レポートでも同様の考え方を持っている。過去の当レポートで試算したように、QE2がもたらす追加的なマネタリーベースは成長をほとんど加速させない。④は、かなり広範囲な議論になるので焦点は定めにくい。広くは中央銀行が政府の債務を引き受けるというマネタイゼーションの定着が財政規律の緩みや国債増発インフレを引き起こすというものである。
- QE2への批判に対し、バーナンキ議長は19日フランクフルトで、これに反論する講演を行った。議長は、FRBの緩和政策の妥当性を主張し、かつ緩和を批判する新興国の為替介入策を逆批判するという内容だった。中央銀行総裁が他国の通貨政策に踏み込んで批判するというのは異例のことである。しかし、その内容はきわめてシンプルで合理的である。

### <トピック1> GM再上場：政府公的資金の収支現況

18日に米系自動車メーカーのゼネラルモーターズ（GM）の株式再上場が実現した。17日の株式公開（IPO）価格は33ドルで、総額201億ドルに達するIPOはNY証券取引所市場の史上最大規模になった。

### <トピック2> フツーの商戦に回帰：26日から年末商戦開始

年末商戦は26日金曜日、感謝祭翌日のいわゆるブラックフライデーを皮切りに本格化する。通常年末商戦期間とされるクリスマス前日までの日数は、今年は29日と、2008年以降でもっとも長い。当レポートでは今年の前年比3%台の伸びを予想している。これは伸び率でも金額でも2007年つまりリセッション入り直前の時期のレベルに戻ることを意味している。さらにこの予想は上ブレの可能性があると見ている。

### <経済・金融の動向：11月15日～19日現在> 中国・欧州に振らされるが基調不変

<経済指標コメント> 消費者物価指数（10月）は前月比+0.2%（前年比+1.2%）、同コア指数は前月比横ばい（前年比+0.6%）、他。

## <FOCUS> FRB の追加緩和をめぐる論議

### QE2 の是非の論議はさらに拡大している

FRB が 11 月 3 日の連邦公開市場委員会（FOMC）で決定した追加量的緩和（QE2）に関する論議がますます高まっている。

すでに QE2 決定直後より、海外の政府、また FOMC 委員の中からですら、QE2 に反対もしくは疑問を呈する意見が続出していた<sup>1</sup>。

また 15 日には、共和党に近いとされる経済学者らのグループは、バーナンキ議長宛の公開状を出状、FRB の量的緩和を再考して停止するべきと主張した。この公開状のポイントは、①量的緩和は通貨安とインフレを起こすリスクがあり、いっぽう雇用拡大には寄与しない、②成長促進のためには税制改革と規制改革を持つべき、③インフレを意図的に押し上げる必要はなくまたゼロ金利の長期化は金融市場と金融政策の正常化を阻害する、というものである。この公開状の内容は至って端的で、主に減税をベースにした共和党的政策を反映しようとしたもののようにも見える。

### QE2 批判の論拠の整理と検討：量的緩和はドル安政策ではない

これら一連の QE2 批判の根拠を整理すると大まかに次の 4 つに分かれる。すなわち、①量的緩和は意図的なドル安を狙った通貨安政策である、②量的緩和は将来のインフレリスクをもたらす、③量的緩和は成長促進や失業率低下に貢献しない、④量的緩和は金融政策の正常化を阻害する、の 4 点である。

これらの 4 点の批判を簡単にレビューしてみよう。まず、①量的緩和とドル安政策は論理的には結びつかないと考える。量的緩和を実施して FRB が銀行に供給する貨幣量が増加しても、これがただちにドル売りを誘発するものではない。FRB が供給する貨幣すなわちマネタリーベースが増加してもそれが貸出などを通じて市場に拡大している形跡はなく、いわゆるドルのだぶつきを促進している証跡はない。またすでにドルの短期金利はゼロに近づいているから、QE2 の実施をもって追加的に金利差をとるトレード、いわゆるドルキャリーによるドル売りを行うメリットはない。

### 長期的インフレ懸念はまだ先の話

②について、現状の米国のインフレの状況からは長期的インフレが喫緊のリスクとは思えない。すくなくとも現状では米国のインフレ率の低下は著しい。消費者物価指数（CPI）の前年比の伸びは 1% レベルにまで低下、食品・エネルギーを除くコア CPI の前年比の伸びは +0.6% と統計開始以来の最低水準に落ち込んだ。さらに新興国の金融引き締めにより、商品価格の下落が目立っている。この現状では米国において将来のデフレリスクが高まっていると考えるのが自然であろう。この場合、市場のインフレ期待をある程度以上の水準に保つことで、デフレを防止することが可能だ。QE2 実施前から市場のインフレ期待はどちらかといえば上昇傾向

<sup>1</sup> 11 月 12 日付当レポート<トピック 2>参照。

を見せ始めた。QE2 決定後も幸い市場のインフレ期待は大きく低下せず、かつ過度に上昇していることもない。現状では少なくとも QE2 は市場のインフレ期待を適正な水準にたもつ (anchor) 効果を発揮しているといえるだろう。長期的なインフレ懸念については、この緩和政策を解除するのが遅れた場合に発生する可能性はある。ただそれは出口政策のタイミングとペースの問題である。現状で出口政策が適切に遂行できないという懸念が大きいわけではない。

### 成長押し上げ効果は期待できない

③については当レポートでも同様の考え方を持っている。過去の当レポート<sup>2</sup>で試算したように、QE2 がもたらす追加的なマネタリーベースは成長をほとんど加速させない。したがって失業率の大きな低下にもつながらない。ちなみに、バーナンキ議長は QE2 の効果は資金の増大ではなく、長期金利の抑制にあると一貫して述べている (後述)。ただし、現実には QE2 決定後長期金利はむしろ上昇傾向にあり、その意味では結果的に緩和の効果は出ていないことになる。当レポートでは、10 年物米国債利回りは QE2 決定時の 2.5% を大きく下回ることなく、むしろ 3% 台に向けて上昇していくとの見方をとっている。

### ゼロ金利の長期均衡はリスク

④は、かなり広範囲な議論になるので焦点は定めにくい。広くは中央銀行が政府の債務を引き受けるというマネタイゼーションの定着が財政規律の緩みや国債増発インフレを引き起こすというものである。主に共和党系の小さな政府の考え方からはこうした中央銀行による国債購入は正当化できないだろう。当レポートではむしろ、ゼロ金利の長期化が定着することで、低インフレと低成長が均衡状態になってしまう事態が結果的にデフレ期待をもたらす可能性のリスクが高いと考えている。

まとめると、QE2 は現状の低インフレの状態において適切にインフレ期待を引き起こさせることにその意義があるとする。インフレ期待が醸成されることで消費や投資の前倒しがおきて、経済を正のスパイラルに導くことができうる。実際にインフレ率が底打ちすれば QE2 の予防機能はその役割を果たしたといえる。

### バーナンキ議長の反論講演

さて、QE2 への批判に対し、バーナンキ議長は 19 日フランクフルトで、これに反論する講演を行った<sup>3</sup>。議長講演は、FRB の緩和政策の妥当性を主張し、かつ緩和を批判する新興国の為替介入策を逆批判するという内容だった。中央銀行総裁が他国の通貨政策に踏み込んで批判するというのは異例のことである。しかし、その内容はきわめてシンプルで合理的である。

まず議長は、新興国への資金流入とこれに伴うドル安の根拠を、主に投資家が新興国に対して持つ期待成長率と高金利によるリターンの大きさに求めている。新興国の高成長は米国の緩

<sup>2</sup> 10 月 29 日付当レポート<トピック 1>参照。

<sup>3</sup> “Rebalancing the Global Economy”, November 19 2010, Ben S. Bernanke.

和政策の有無にかかわらずあるものだという見解である。つまり、直接言及はしていないものの、ドル安が米国の追加緩和政策によるものではないとの示唆である。

また新興国の為替介入による自国通貨安政策は、これを為替調整による貿易不均衡是正のメカニズムを働かなくなるものとしていわば逆批判している。

さらに、この講演の中心ではないが、量的緩和による操作目標は貨幣量の増加ではなく、長期金利の低下であることを主張している。

結果、この講演は、FRB の緩和政策がドル安誘導ではないことを根拠付けるとともに、為替介入が不均衡是正を阻害するという正論を述べることで、通貨安競争の議論にひとつの整理を与えたものだといえる。

ただ政治的には「不均衡是正」そのものが各国の利害衝突の場になりやすい。不均衡是正は G20 各国の共通の認識ではある。しかし不均衡是正という全体の最適解実現のためには、各部分が限界的にマイナスの影響をこうむらざるを得ないというのが国際収支問題の常の課題である。通貨安競争をめぐる議論はしばらくは進展せず、結果市場ではいわゆる G20 ポジションまき戻しが進み、一段落のあとは市場は一時膠着する可能性があると見る。

#### 第 1 表：11 月 19 日バーナンキ議長講演の骨子

- 新興国の速い回復スピードと、先進国の遅い回復スピードの差は著しい。
- 先進国では緩和政策の継続が、新興国では刺激政策解除の政策が必要になっている。
- 米国の低成長・高失業率・低インフレ状態に対応して FRB は追加緩和を決定した。
- 米国の FRB の金融政策を「量的緩和」と呼ぶのは適切でない。資産購入は金利に働きかけるものである。
- 最近新興国より、米国の緩和政策が新興国への資本流入を起し、新興国の通貨高をうながしているとの批判がある。
- しかし、米国の緩和政策実施以降の現在の新興国への資本流入量は、金融危機以前の資本流入量を上回るものではない。新興国への資本流入は、新興国の高成長率と高金利への期待によるものである。
- 新興国への資本流入の重要な要素は、新興国政府の為替介入などその為替調整の不完全さにある。
- 為替介入を多く行って外貨準備の多い国の通貨ほど、通貨高が抑制されている。
- 市場が為替レートを決定すれば、高成長・高金利の新興国に流入した資金はその国の通貨高をもたらす輸出を抑制して景気過熱防止と不均衡是正をもたらすはず。

( < FOCUS > )

## <トピック 1> GM再上場：政府公的資金の収支現況

### GM の IPO 価格は公的資金の損益分岐点を下回っている

18日に米系自動車メーカーのゼネラルモーターズ（GM）の株式再上場が実現した。17日の株式公開（IPO）価格は33ドルで、総額201億ドルに達するIPOはNY証券取引所市場の史上最大規模になった。NY証券取引所への上場初日の18日に同社株は35ドル強で寄り付き、34ドル台で引け、同レベルで今週の取引を終えた。

2008年10月に成立した金融安定化法による不良債権買取枠（TARP）の一部を利用して、米政府は合計約500億ドルの公的資金をGMに注入した<sup>4</sup>。うちすでに返済済みの金額を除いた約400億ドルがIPO直前の公的資本であった。米財務省は今回のIPOにおいて、保有するGM株の一部を売却し約136億ドルの資金を回収できる模様だ<sup>5</sup>。

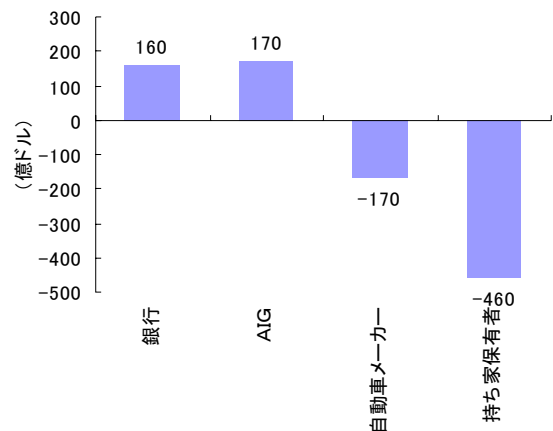
株式市場のイベントとしては華やかだったが、米政府にとってはこれからも正念場が続く。ある試算によれば、IPO前の時点で、政府がGM宛公的資金を全額回収しようとするれば、一株当たり平均約44ドルで売却する必要があった。今回のIPOでは33ドルと損益分岐点を下回る価格でしか売却できなかった。のこりの保有株の損益分岐点は53ドルになる計算とされる<sup>6</sup>。つまり、政府が出資の全額を回収しようとする、同社の株価を今後現値から約50%上昇したレベルで売却する必要があることになる。

### TARPによる企業救済の中で、自動車メーカー宛出資は唯一含み損になっている

TARPによる企業救済の中でも、自動車メーカー救済資金は政府が唯一大きな含み損を抱えているプログラムだ。財務省による10月時点の試算によれば、自動車メーカー救済プログラムは約170億ドルの評価損失を出している。これに対し、銀行宛公的資本注入プログラムは評価益を計上している（第1図）<sup>7</sup>。

オバマ大統領は従前より自動車産業救済が雇用の維持と米国産業の将来への投資だとしてこの正当性を主張している。また直近では調査機関 Center for Automotive Research が、自動車産業救済で金銭的な損失がでて、救済により喪失を回避できた雇用と

第1図：公的救済資金投入先ごとの評価損益  
2010年10月 米財務省報告による



<sup>4</sup> 2008年12月ブッシュ政権時代に134億ドル、オバマ政権に入り2009年6月までの再建計画策定時に60億ドル、そして2009年6月1日の破産法申請時に301億ドル。これらは当初ローンの形態をとっていたが、2009年6月の破産法申請後の新GM設立時に政府はこれらの大部分を普通株・優先株に転換した。

<sup>5</sup> 11月19日WSJ紙による。

<sup>6</sup> 11月18日Bloomberg社報道による。

<sup>7</sup> “Troubled Asset Relief Program: Two Year Retrospective”, October 2010, U.S. Department of Treasury.

個人所得金額は、政府の金銭的損失を上回っているとの試算を示している<sup>8</sup>。

### 救済のロジックはまだ破綻している

当レポートでは、自動車産業救済につき、経済危機の渦中にあつて米国経済を恐慌に陥れるリスクから解放した点で評価できると考えている。ただ政治的な問題として、政権が金融機関救済につきその資金を全額回収することにより国民の税金を守るべきだと主張しているのに対し、自動車産業についてはこれを掲げていないのはいかにも首尾一貫性がない。

TARP 以外の枠で財務省は、ファニーメイ、フレディマックの 2 社の住宅に関する政府支援機関（GSE）にも公的資金を投入している。政府試算によれば、GSE 救済にかかる政府損失は他の TARP による救済に比べてもはるかに巨額の約 550 億ドルの損失を計上している計算になる<sup>9</sup>。こうした GSE 救済の金銭的・マクロ的得失について政権は沈黙を守り続けている。

公的資金救済による国民の税金の経済的損失が続くことは、政治的に下院議会多数を占めた共和党による政権批判の格好の材料になり続ける可能性が高い。共和党は小さな政府と市場主義を標榜する立場から、公的資金による企業救済や GSE 救済には反対の立場をとり続けている。中間選挙公約で共和党は、TARP の即時停止というかなり過激な項目を掲げている。逆に最終的に資金を全額回収できれば、オバマ政権にとってはひとつの大きなプラス得点になるだろう。ただそれでもなお、国民の税金による救済のロジックは不整合なままである。

<トピック 1>

---

<sup>8</sup> “The Impact on the U.S. Economy of the Successful Automaker Bankruptcies”, November 17 2010, Center for Automotive Research.

<sup>9</sup> 11 月 17 日付 NYT 紙による。

## <トピック 2> フツ一の商戦に回帰：26日から年末商戦開始

年末商戦は26日金曜日、感謝祭翌日のいわゆるブラックフライデーを皮切りに本格化する。通常年末商戦期間とされるクリスマス前日までの日数は、今年は29日間と、2008年以降でもっとも長い。

当レポートでは今年の前年比3%台の伸びを予想している<sup>10</sup>。これは伸び率でも金額でも2007年つまりリセッション入り直前の時期のレベルに戻ることを意味している。さらにこの予想は上ブレの可能性があると見ている。

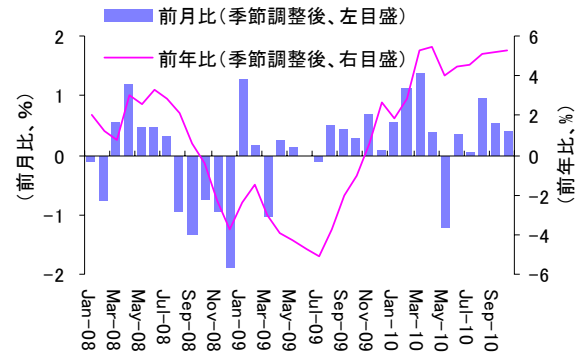
### 商戦直前の小売売上は上昇モメンタムを保っている

年末商戦への助走期間の状況を見てみよう。まず10月の小売売上高は全体で前月比+1.2%、前年比で+7.3%ときわめて好調だった(<経済指標コメント>参照)。当レポートの年末商戦売上計上のベースと同じ、自動車・同部品ディーラー、ガソリンスタンド、レストランをのぞくベースでも10月は前月比+0.4%、前年比+5.3%となっている(第1図)。前月比の伸びはやや減速しているが、これは10月に例年以上に温暖な秋の気候で、秋冬物商品の売上が例年比鈍ったためと考えられる。中期トレンドを表す前年比の伸びはむしろ加速している。

11月に入ってからの小売の売上は、この減速をカバーしている。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(大手小売業既存店売上高指数)は、11月6日週に前週比+1.3%の大幅上昇で、翌11月13日週もほぼ同じ水準を保った。前年比では+3%台の伸びを6週間ぶりに回復した。

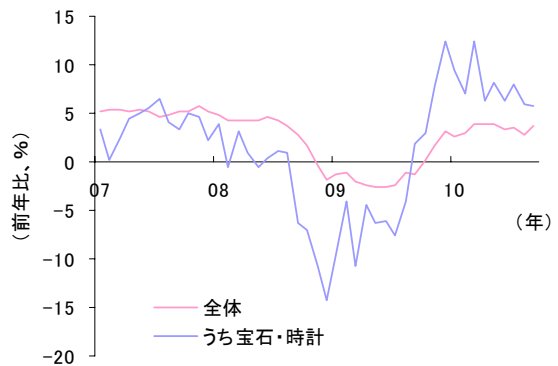
こうした直近の小売関連指標の動きからは、26日からの年末商戦にかけて消費の伸びはモメンタムを蓄積しているといえる。

第1図：小売売上高  
(自動車関連・ガソリンスタンド・レストランを除く)



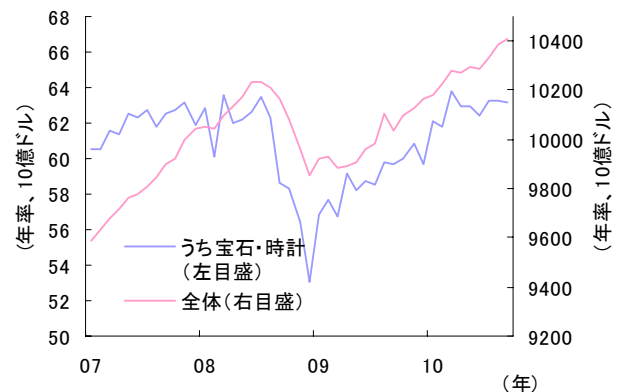
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：費目別個人消費支出



(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：費目別個人消費支出



(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>10</sup> 10月22日付当レポート「予想アップデート：Q3成長率と年末商戦」参照。

**売上の伸びには業種ごとにばらつきがある：高級品への回帰は事実だが、**

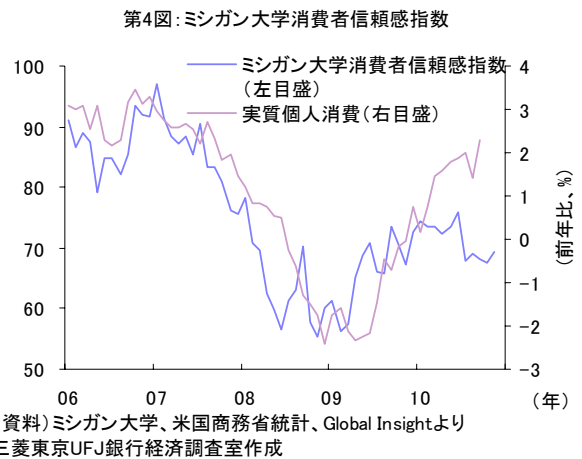
ただ、直近の小売統計の業種ごとの実績を見ると、業種にかなりのばらつきがあり、特徴のある傾向が見られない。一般的にリセッションで大幅に悪影響を受けた高級店は、既存店売上ベースで伸びを高めている。一方でディスカウントストアなどの低価格店はリセッション期に高級店からの売上シフトがおきた分、景気後退終了後は前年比の伸びが鈍化している。また、費目別の個人消費統計によれば、高級品の代表である宝石・時計がリセッション以降常に個人消費全体の伸びを上回る傾向を見せている（第2図）。

しかしこれはかならずしも高級品が消費の回復を牽引しているとは言い切れない。落ち込みが深かった分の回復の伸びが大きいことを示しているに過ぎない。ちなみに個人消費支出統計によれば、個人消費全体がすでに金融危機前の水準を上回っているのに対し、宝石・時計はほぼ金融危機前の水準を回復したばかりである（第3図）。

**消費者信頼感は伸び悩んでいるが、短期的には現在の売上実績の伸びを重視したい**

消費者信頼感はずんずと上昇している。11月のミシガン大学消費者信頼感指数（速報）は前月比でわずかに上昇した。だが、今年に入ってから消費者信頼感指数はどちらかといえば伸び悩みが目立っている。個人消費の伸びはむしろ消費者信頼感の停滞に比して好調すぎるほどである（第4図）。

ただ、短期決戦の年末商戦を占うにおいては、現在の業績のモメンタムのほうを重視しておきたい。



**目立つ特色のない商戦前の雰囲気：危機モードから通常モードへの回帰か**

その他年末商戦を控えた小売業界の動きだが、例年の主要商品の値引きは行われているものの、全体的に商品や戦略にこれといった特色が見られないというのが印象だ。2008年は年末商戦がリーマンショック直後にあつたため、リーマンショック前にすでに仕入れていた商品在庫が大量に余る見込みになった。年末商戦で各社は大幅な値引き拡大を強いられる消耗戦になった。昨年2009年は逆に小売業者は在庫準備を低めに抑制して売り切り、値引きを限定する戦術を取った。今年はそういった特徴的な動きがないのも特徴である。むしろ、金融危機直後の危機的状況から、より普通の商戦に回帰していることは経済の回復が緩やかながら着実に進行していることを表しているかもしれない。

直近の小売統計を勘案すれば、今年の年末商戦売上の前年比の伸びは3%台からさらに上乗せが自然体でも期待できる。

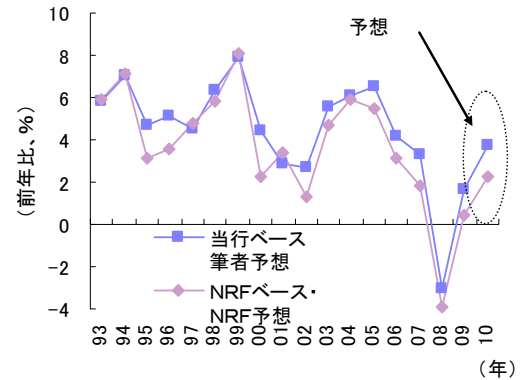


### 業界予想はさらに強気なものもある

尚、業界団体では、全米小売業連盟（NRF）は今年の年末商戦売上高を前年比+2.3%と予想している（第5図）。また ICSC はこれを+3.0%~3.5%と予想している。

ちなみに、年末商戦売上高の定義は集計元により異なる。NRF は小売統計から自動車関連・ガソリンスタンド・レストラン・無店舗小売業の売上を除いた季節調整前係数の11月、12月合計を年末商戦売上高としている。ICSC は同評議会のチェーンストアセールス指数の11月、12月合計としている。当レポートでは小売統計から自動車関連・ガソリンスタンド・レストランの売上を除いた季節調整済み係数の11月、12月合計を用いている。傾向としては、当レポートと NRF は、伸び率・金額ともに2007年並みという点で一致しており、ほぼ同じ見通しだといえる。ICSC は2007年を越える伸びを予想していて、やや強気といえる。

第5図：年末商戦売上高の推移



(資料) 米国商務省統計、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。

<トピック2>

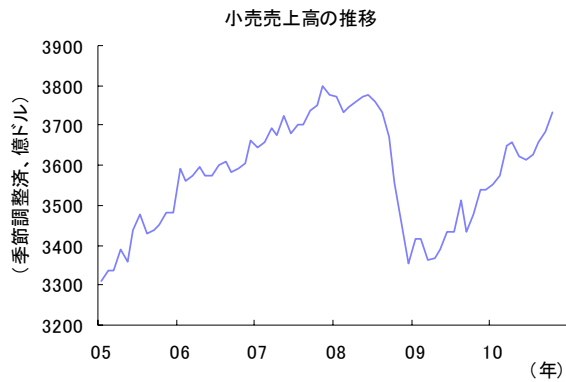
＜経済・金融の動向：11月15日～19日現在＞  
中国・欧州に振らされるが基調不変

- **株式市場**、NY ダウは小幅反発、前週末比 11 ドル高の 11203 ドルで 19 日の取引を終えた。16 日にはアイルランドの財政懸念、また中国がインフレ対応策を強化するとの観測から -178 ドルの大幅安となった。17 日にも中国の日用品への価格制限実施決定や、米国の住宅着工件数の減少で小幅続落した。しかし、18 日にはアイルランド救済観測から +173 ドルの大幅高。19 日には中国の預金準備率引き上げで当初軟調だったが、後場に上昇に転じて小幅続伸した。週前半で大幅下落した分を後半に取り戻した形。主に中国・欧州の海外要因に振らされた動きであって、今週の終値は大幅下落した前週末とほぼ同じレベルだ。
- **為替市場**はドル円がじり高となった。前週末の 1 ドル=82 円台半ばから、中国の金融引き締め観測や実施を受けてドルはじり高に推移し、83 円台に載せた。ユーロはアイルランドの政府債務問題懸念で週初に前週末の 1 ユーロ=1.37 ドルレベルから 1.36 ドルレベルに急落、16 日には 1.34 ドル台にまでユーロが下げた。しかしその後救済観測からユーロが戻し、先週末とほぼ同じ 1.37 ドル近くにまで回復して越週。債券市場では長期金利が上昇。10 年物米国債利回りは週初に 2.9%台にまで上昇した。その後やや軟化して 2.8%台で推移している。
- **向こう 1 週間**は、23 日に第 3 四半期 GDP 統計（改訂値）、10 月中古住宅販売、24 日に 10 月個人消費統計、10 月新築住宅販売、10 月耐久財受注、11 月 FOMC 議事録が公表される。26 日は感謝祭明けの年末商戦開始日のいわゆるブラックフライデー。
- 株価の一時的な調整局面はまだ続いていると考えたい。今の NY ダウ 11200 ドルレベルを天井に、下方は 10600 ドルレベルまでの調整の可能性は見ておきたい。来週は経済指標が多く発表されるため、指標に応じた上下はありうべしである。ただしこれからの調整はあくまで一時的なもので、企業収益との対比ではまだ株は割安であることから、いずれ来年に向けては再び 12000 ドルを目指した上昇サイクルに回帰するとの見方は不変である。
- 為替市場では、引きつづきドルが底入れに入っているとの見方を維持する。FRB の追加量的緩和に関して批判と反論が高まっているが、双方譲らずで議論の前進は期待できず、新たな方向感を出すことは難しいだろう。結果、米国の景況感の改善と金利じり高を材料にドルは対円ではじり高推移と見たい。

（＜経済・金融の動向＞）

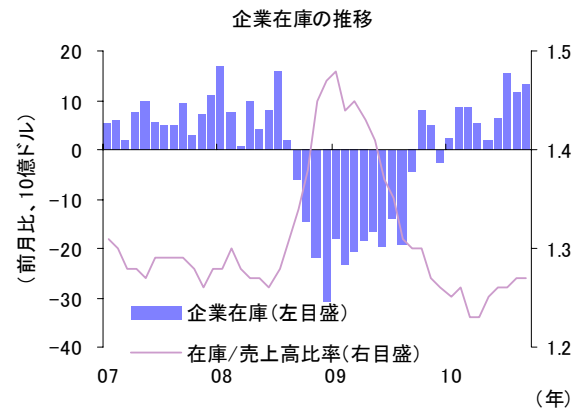
<経済指標コメント>

- **小売売上高（10月）は前月比+1.2%（前月同+0.7%）、除く自動車関連同+0.4%（前月同+0.5%）**：小売売上高は自動車販売の増加を反映して前月比+1.2%の大幅な伸び。自動車を除くベースでも同+0.4%と堅調な伸びになった。業種ごとの内訳は、自動車・同部品ディーラー前月比+5.0%、家具店同-0.7%、家電店同-0.7%、建設資材・園芸品店同+1.9%、食品店同+0.3%、薬局同-0.1%、ガソリンスタンド同+0.8%、衣服店同+0.7%、スポーツ用品・玩具店等同+1.0%、百貨店同-0.7%。業種にやや偏りはあるものの全体では堅調な伸び。前年比の伸びも全体で+7.3%と高い伸びを維持した。年末商戦売上の計算の元になる、自動車・食品・レストランを除くベースでも前月比+0.4%、前年比+5.3%と、高い伸びを維持している。



(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

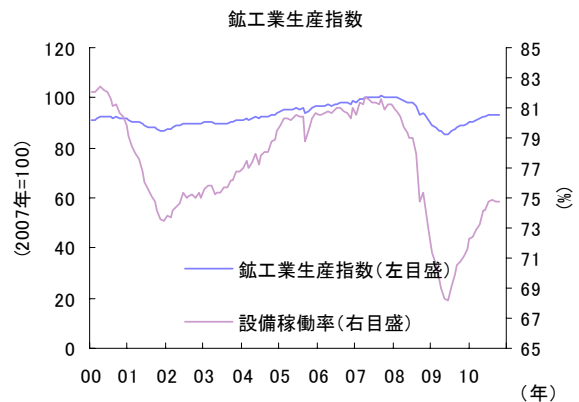
- **企業在庫（9月）は前月比+0.9%（前月同+0.9%）、企業売上高は前月比+0.5%（前月同+0.3%）、在庫売上高比率 1.27（前月 1.27）**：企業在庫は前月並みの伸びとなる前月比+0.9%。内訳では卸



(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

売業の在庫が3ヶ月連続1%を越える伸びとなっている。企業売上高は小売業の好調を反映して前月を越える伸びに加速した。企業在庫売上高比率は1.27と底入れした水準で安定しつつある。在庫循環図上では、在庫積上げ局面から意図せざる在庫増の局面に行こうとする時期にある。今後は売上の鈍化とともに在庫積み増しペースも鈍化して成長にマイナス寄与することになるだろう。

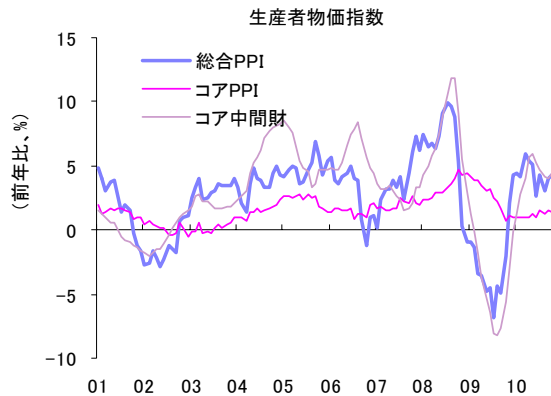
- **鉱工業生産指数（10月）は前月比横ばい（前月同-0.2%）、設備稼働率 74.8%（前月比横ばい）**：鉱工業生産指数は前月のマイナスの伸びに続いて10月も横ばいとどまった。しかしいずれも鉱業、公益事業の指数低下が要因で、製造業はむしろ8月の横ばいをボトムに加速している。10月の業種別内訳は、製造業前月比+0.5%（前月同+0.1%）、鉱業同-0.1%（前月同+0.1%）、公益事業同-3.4%（前月同-2.2%）。公益事業の指数低下は電力産出と天然ガスの低下によるもの。製造業の内訳では、自動車同部品が前月比+1.6%と大幅な伸び。ただし、ハイテク関連が前月比横ばいとなり、この所やや伸びを低下させている。設備稼働率も前月比横ばいとここ2ヶ月ほどは伸びが頭打ちになる傾向にある。



(資料)FRB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（10月）は前月比+0.4%（前年比+4.3%）、同コア指数は前月比-0.6%（前年比+1.5%）、コア中間財価格指数前月比+0.5%（前年比+4.4%）**：生産者物価指数は4ヶ月連続の上昇。しかしコア指数は昨年10月以来のマイナスの伸びとなった。コア指数を押し下げているのは乗用車（前月比-3.0%）、小型トラック（同-4.3%）で、いずれも10月に新モデルが物価指数に組み入れられたことによる影響。前年比の伸びは総合指数が4%台、コア指数が1%台半ばでほぼ安定している。先行性のあるコア中間財価格指数は3ヶ月連続の上昇、前年比の伸びも4%レ

ベルで安定している。



(資料) 米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

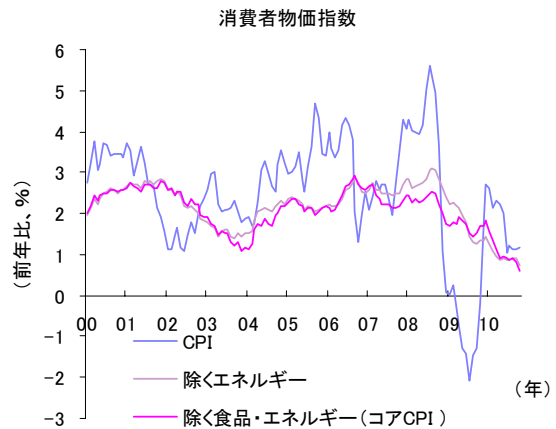
- 全米住宅建設業協会 (NAHB) 住宅市場指数 (11月) は 15 ポイント (前月比+1 ポイント) :** 住宅市場指数は 2 ヶ月連続の改善。住宅インセンティブ制度の終了した4月からの低下からの底入れがはっきりしてきている。現状販売指数は前月比横ばいだが、販売期待指数、顧客足指数が改善した。指標公表元の NAHB は「顧客足数は大きくは改善していないが、より多くの顧客が真剣に住宅購入を考えるようになってきている」と述べている。新築住宅販売は9月時点で2 ヶ月連続増加しているが、10月以降も緩やかながら改善が見られそうだ。



(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

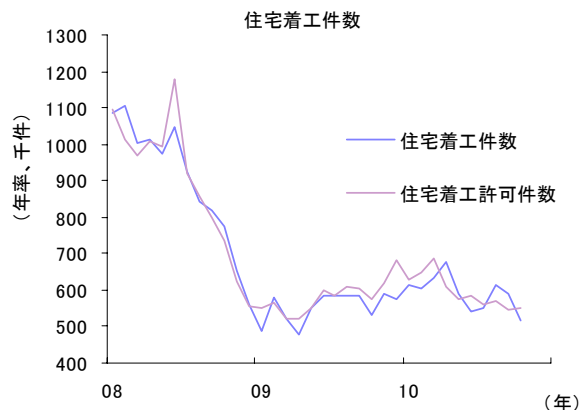
- 消費者物価指数 (10月) は前月比+0.2% (前年比+1.2%)、同コア指数は前月比横ばい (前年比+0.6%) :** 消費者物価指数は4 ヶ月連続の上昇だったが、コア指数は3 ヶ月連続の横ばいとどまった。前年比の伸びは総合指数が前月比+1.2%とほぼ横ばいの伸びなのに対し、コア指数は+0.6%と2 ヶ月連続の低下で4月以来連続して1%を割り込む最低水準にまで低下している。0.6%のコア消費者物価前年比の伸びは1958年の統計開始以来最低。デフレ圧力は後退の兆しを見せず、むしろ悪化しているといえる。10月の内訳は、宿泊費

(前月比-1.0%)、子供服 (同-1.9%)、新車 (同-0.4%) などが指数を押し下げた。一方でガソリン (同+4.6%)、暖房油 (同+4.0%) など主に石油関連が指数の押し上げ要因。全体としてエネルギー以外の品目の価格上昇は鈍化している。住宅関連でも、住居家賃が前年比+0.2%、持ち家帰属家賃が同-0.1%と上昇への転換の兆しが見えない。消費者物価指数にみるデフレ圧力は徐々に深刻の度を増してきているといえる。



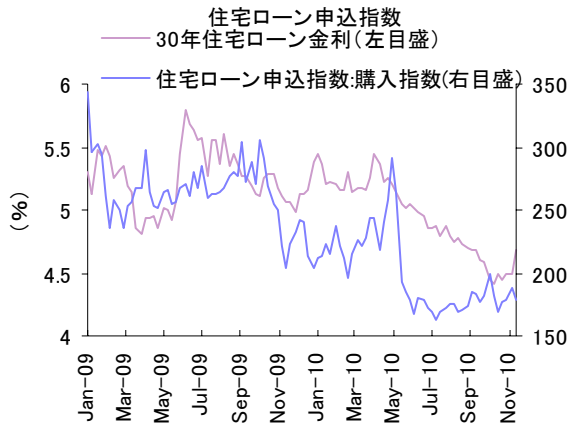
(資料) 米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- 住宅着工件数 (10月) は年率 519 千件 (前月比-11.7%)、住宅着工許可件数同 550 千件 (前月比+0.5%) :** 住宅着工件数は2 ヶ月連続となるかつ大幅な減少、水準は2009年4月以来の低水準となった。うち一戸建て住宅も年率436千戸(前月比-1.1%)と減少。4月の住宅インセンティブ終了による反落から8月に614千戸にまで回復した住宅着工件数だが、その後再び低迷している。新築住宅販売の増加と販売在庫の圧縮までは本格的な着工増加に至らない可能性がある。着工許可件数が増加に転じているのは救いだが、増加幅は小さく、水準も大底の前月からわずかに増えたに過ぎない。



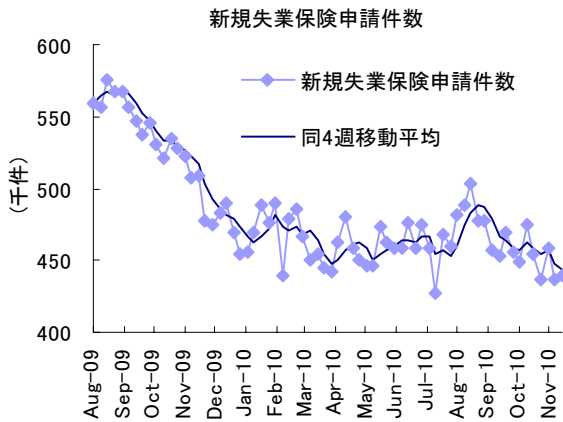
(資料) 米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込件数（11月12日ㄨ週）は前週比-14.4%、リファイナンス指数同-16.5%、購入指数同-5.0%**：住宅ローン申込指数は大幅低下。3日のFOMC後に長期金利が上昇に転じていることと、30年物住宅ローン金利が4.69%（前週比+0.2%）と大幅上昇したことが申し込みの減少につながっている。



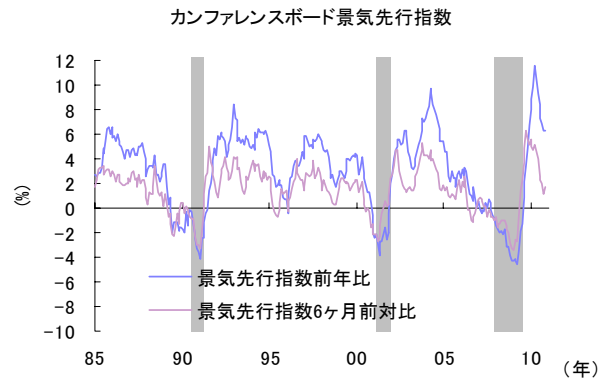
(資料)米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **新規失業保険申請件数（11月13日ㄨ週）は439千件（前週比+2千件）、継続受給者数（11月6日ㄨ週）は4295千人（前週比-48千人）**：新規失業保険申請件数は前週比微増したものの、2週連続で450千件を下回った。4週移動平均も443千件（前週比-4千件）と2週連続の低下。4週移動平均は金融危機後の最低水準にまで低下した。新規失業保険申請件数は漸く減少基調を徐々に構成し始めている。



(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

**前月比+0.5%、景気一致指数は同+0.1%**：景気先行指数は4ヶ月連続の上昇。10月の指数上昇に寄与した経済指標は10年物米国債利回り-FF金利、S&P500株価指数、マネーサプライ、製造業週平均労働時間、消費者信頼感期待指数、住宅着工件数の6指標。指数上昇寄与指標の割合を表すDIは2009年12月以来の水準になる75に上昇した。また前年比の伸びも7ヶ月ぶりにわずかながら拡大に転じて6.3%となった。先行指数の動きとしては今後の景気減速ペースの鈍化を示唆するものである。ただし、指数上昇に寄与しているのは金利、マネーサプライなど量的緩和策に関連するものが多い。景気一致指数は2ヵ月連続横ばいの後の上昇。こちらのほうは景気減速を反映して伸びの鈍化がまだ目立っている。



(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。シャドー部分はリセッション期。

(＜経済指標コメント＞)

- **カンファレンスボード景気先行指数（10月）は**



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.