



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

今週は米国感謝祭休日などの都合により短縮版にてお送りいたします。

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

November 26, 2010

<FOCUS>

退職の構造：企業のキャッシュ保有

- FRBの資金循環統計によれば、企業（非農業・非金融機関）の保有する流動資産額は2010年第1四半期に過去最高額に達し、第2四半期もほぼ同額を維持している（第1図）。この事実はこれらの統計が公表された今年の前半あたりにおいて、メディアでもしばしば報道された。
- 企業総資産に占める流動資産の比率を見てみたのが第2図である。これによれば、1980年代前半を境に、流動資産保有比率が長期的な低下トレンドから上昇トレンドに転じている模様が見える。最近の流動資産保有比率は確かに急上昇はしているものの、これは単に長期トレンドの循環的な上昇である可能性もある。
- 短期的な要因として一般的には、企業が手元流動資産を増加させているのは景気の先行きに対する不透明感を表すとされている。また流動資産の増加は同様に設備投資や企業買収に対して企業がまだ消極的であることを表している。現状では、企業が経済の将来に不透明感をまだ持っていることは企業景況感の頭打ち感からもわかる。
- 逆に、こうした手元流動性の蓄積は、将来の設備投資や企業買収の原資になるから、将来の景気拡大を示唆するものとも言われる。ただ長期的には、企業の設備投資規模は企業収益に比して低下する傾向にある。第4図によれば、企業の設備投資のキャッシュフローに対する比率は、これもリセッション期の一時的上昇を除いて長期的に下降トレンドにある。ここでも1980年代が下降トレンドへの転換点といえる。1980年代のリセッションでは企業の設備稼働率が大幅低下し、過剰投資に対する警戒感が高まった時期になっている。

<トピック> 追加緩和効果に意見の開き：11月FOMC議事録

23日に公表された11月の定例FRB連邦公開市場委員会（FOMC）議事録では、追加金融緩和が最終的に決定されたものの、成長やインフレのリスク見通し、また追加緩和の効果についてはかなりの意見の開きがあったことが読み取れる。11月FOMC後に市場ではさらにQE2の効果や是非に関する議論が高まっている。当レポートでは追加緩和6000億ドルは2011年6月までかけて執行されるとの前提で、利上げ開始は2012年との見方を維持するが、金融政策をめぐる市場の議論はまだ続きそうだ。

<経済・金融の動向：11月22日～26日現在> 朝鮮半島緊張が加わり、株価は調整続くと見る

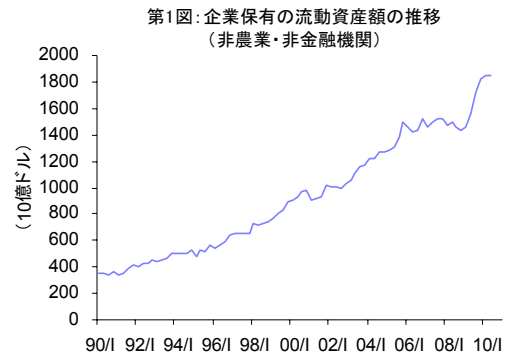
<経済指標コメント>、実質GDP成長率（第3四半期、改訂値）は前期比年率+2.5%（速報値同+2.0%）、他。

<FOCUS> 退職の構造：企業のキャッシュ保有

リセッション終了以降現在も、企業・家計ともにバランスシート調整の過程にある。その副産物として企業・家計が手元流動性を高めにもつ傾向がある。本レポートでは、まず企業部門につきその様子を概観する。

企業のキャッシュ保有残高は過去最高水準

米国企業が巨額のキャッシュを企業内に蓄えているとされる。FRBの資金循環統計（Flow of Funds）によれば、企業（非農業・非金融機関）の保有する流動資産¹額は2010年第1四半期に過去最高額に達し、第2四半期もほぼ同額を維持している（第1図）。この事実はこれらの統計が公表された今年の前半あたりにおいて、メディアでもしばしば報道された。



（資料）FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

企業のキャッシュ保有率は1980年代以降上昇トレンドにある

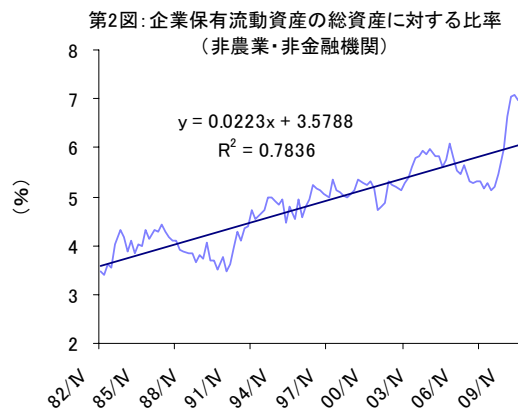
企業の資産規模はトレンドをもって長期的に拡大しているから、流動資産の残高が過去最大になったとしてもこれが今回の金融危機による特別な要因かどうかはわからない。

そこで、企業総資産に占める流動資産の比率を見てみたのが第2図である。これによれば、1980年代前半を境に、流動資産保有比率が長期的な低下トレンドから上昇トレンドに転じている様子がわかる。最近の流動資産保有比率は確かに急上昇はしているものの、これは単に長期トレンドの循環的な上昇である可能性もある。



（資料）FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

1982年第3四半期以降2010年第2四半期までの企業の流動性保有増加の長期トレンドは、1四半期毎に流動資産比率が約0.022%ずつ上昇（年間約0.1%弱上昇）するというものである。2010年第2四半期のトレンドラインは約6.1%に位置する。実際の第2四半期の流動資産比率は7.0%であって、トレンドラインよりも約0.9%高く、ややトレンドから乖離しているようにも見える。



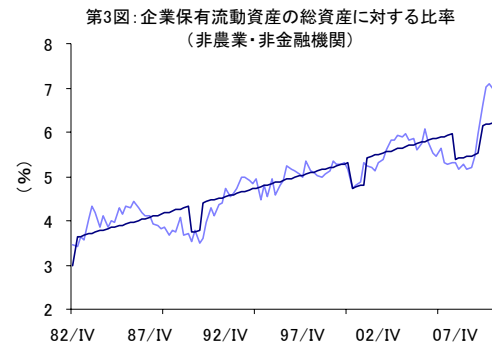
（資料）FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 現預金、MMF、CP、米国債、エージェンシー債、地方債、ミューチュアルファンドの合計。

現在のキャッシュ保有率上昇がトレンドの変化によるものかは微妙

ちなみに、リセッション期間に一時的に企業の手元流動性が急減することを考慮して、リセッション期にダミー変数を加えた推計では補正済決定係数はさらに上がり、かつ現在の推計値はほぼ同じ6.2%であった(第3図)。実績値との誤差0.8%は推計による標準誤差(0.32)の約2.5倍に相当する。

現在の流動資産比率が長期トレンドから乖離したストレス状態である可能性があることの判断は微妙である。トレンドからの乖離の比率は過去にも同様の乖離があった。数字だけからはもう少しこの傾向を観察して回帰的に判断する機会を待たざるを得ないといえよう。



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

キャッシュ保有増大の短期的将来への示唆2つ

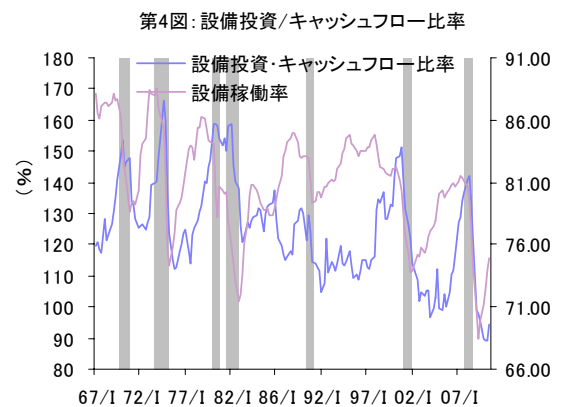
視点を変えて、手元流動性増加はどのような要因によるのかを一般的に考えてみよう。

まず短期的な要因として一般的には、企業が手元流動資産を増加させているのは景気の先行きに対する不透明感を表すとされている。典型的な流動性危機に始まった2007年からの金融危機への反省から、手元資金を厚めに保有する動機になるというわけだ。また流動資産の増加は同様に設備投資や企業買収に対して企業がまだ消極的であることを表している。現状では、企業が経済の将来に不透明感をまだ持っていることは企業景況感の頭打ち感からもわかる。

ただし、長期的には設備投資の企業収益に対する比率は低下傾向にある

逆に、こうした手元流動性の蓄積は、将来の設備投資や企業買収の原資になるから、将来の景気拡大を示唆するものとも言われる。短期的には手元流動性の増加はいずれ景気回復局面で、それまで手控えてきた設備投資にまわされる可能性が高いから、循環的にはこれらの手元流動性が吐き出される時期はくるはずだ。

ただ長期的には、企業の設備投資規模は企業収益に比して低下する傾向にある。第4図によれば、企業の設備投資のキャッシュフローに対する比率は、これもリセッション期の一時的上昇を除いて長期的に下降トレンドにある。ここでも1980年代が下降ト



(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室

レンドへの転換点といえる。1980年代のリセッションでは企業の設備稼働率が大幅低下し、過剰投資に対する警戒感が高まった時期になっている。80年代のリセッション後に米国企業は設備過剰を可能な限り回避する傾向を持ち始めたといえる。

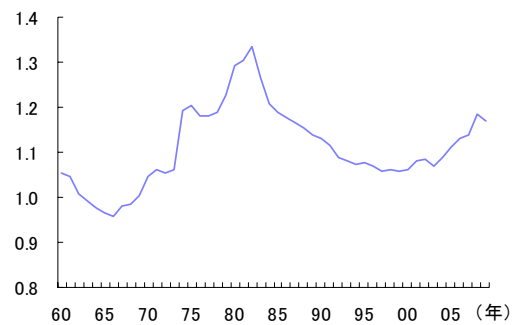
資本ストックも長期的には伸びが低下するトレンドが続いている

第5図は、民間の資本ストック（民間企業の保有する機器ソフトウェア、構造物投資のストック量）のGDPに対する比率（資本係数）の推移である。これによれば、1980年代をピークに資本蓄積の経済全体に対する規模は低下を続けた。2000年代前半にはこの数字が底入れしている。これはITブームによる設備投資拡大を反映しているものようだ。また2006年以降はこれが上昇に転じている。これは成長率の鈍化に対してしばらく設備投資が好調に伸びていたことの現れで、現在はこれが過剰設備として残っている可能性が高い。さらに今回の金融危機リセッションにより設備稼働率も大幅に低下しているから、企業が現在の手元流動資金を設備投資に回す可能性は今後何年かは低いといえるだろう。

さらに、1960年代からの資本ストック量の変化の推移をみても、長期的には伸びが低下トレンドにある（第6図）。こうした資本蓄積の伸びの低下は、米国の潜在成長率を低下させている要因でもある。

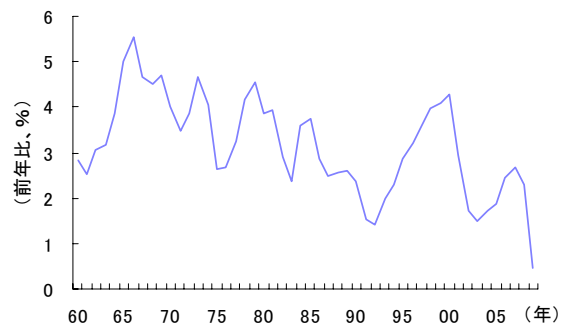
(＜FOCUS＞)

第5図：資本係数(民間非住宅資本ストック/GDP)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6図：民間非住宅資本ストックの推移(実質ベース)



(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

<トピック> 追加緩和効果に意見の開き：11月FOMC議事録

23日に公表された11月の定例FRB連邦公開市場委員会（FOMC）議事録²では、追加金融緩和が最終的に決定されたものの、成長やインフレのリスク見通し、また追加緩和の効果についてはかなりの意見の開きがあったことが読み取れる。11月FOMC後に市場ではさらにQE2の効果や是非に関する議論が高まっている。当レポートでは追加緩和6000億ドルは2011年6月までかけて執行されるとの前提で、利上げ開始は2012年との見方を維持するが、金融政策をめぐる市場の議論はまだ続きそうだ。

失業率に懸念、インフレは低いが今後のリスクバランスの見方は分かれている

経済の現状と見通しの議論では、引き続き遅い成長率と高い失業率に議論が集中している。特に失業率については前回9月FOMCに続いて、高失業率のうちのどれほどが構造要因によるものかという点で議論がされている。いずれにせよ、高い失業率が失望的なものであるという悲観的な見方を委員が持っていることで合意されている。

インフレについては、当時すでにコア消費者物価指数が前年比1%を割っていた状態を、望ましいインフレ率を下回っていることで合意した。しかし今後についてはある委員は（デフレの可能性は低いとほとんどが合意したものの）、資源利用率の低さを根拠にディスインフレの長期化を懸念する意見があった一方で、緩和政策と商品価格の上昇で今後インフレは適正水準に戻るとの意見もあった。

経済とインフレ見通しのリスクについても、意見は大きく分かれている。成長見通しのリスクは概ねバランスと見るものがほとんどだったが、多くの参加者が下方リスクを見た。インフレについても過半数はリスクがバランスしていると見たが、幾人かが下方リスクを、逆に2、3人が上方リスクを見ている。

追加金融緩和の効果についても積極・消極様々な意見があった

さらに、今回合会の決定事項である追加金融緩和の効果についてもさまざまな意見が出されている。ほとんどの参加者はその効用がコストを上回っていると見た。しかしそれに対し、追加緩和の効果が限定的なこと、不必要なドル安を誘発する可能性があること、緩和策が将来インフレを起こすおそれがあること、などを理由にそのデメリットを強調する意見が並んでいる。

追加緩和の効果については、FOMC後に多くの関係者から批判があがり、バーナンキ議長はそれらの批判に対する反論を行うなど、議論はさらに高まっている。当レポートでは、追加緩和は成長への寄与はほとんどないが、デフレ期待の予防には効果あり、と見ている³。政治的圧力を別にすれば、現状ではコアインフレ率が今後1%台に向けて急速に上昇してこない限

² 11月2日、3日に開催されたFOMCでは、6000億ドルの米国債を2011年第2四半期末までに毎月約750億ドルずつ購入する追加金融緩和政策（QE2）が決定された。

³ QE2の効果に関する議論と当レポートの見方については、11月19日付当レポート「FRBの追加緩和をめぐる論議」参照。

り、デフレーションの懸念は消えないだろう。結果成長率が加速すると当レポートで見ている2012年までは利上げはできないとの予想を維持する。

委員の成長予測は大幅下方シフトするも、2011年成長予測は依然楽観的

11月のFOMCでは、委員（6人のFRB理事と12人の地区連銀総裁）による経済予測が6月以来5ヶ月ぶりに改訂されている。予想通り成長予測は特に2010年において大幅下方改訂、2011年も下方改訂されている。失業率はいずれも小幅上方改定されている。

2010年の成長予測の大幅下方シフトは、すでに今年の成長率がほぼかたまりつつ現状では当然である。しかし、FOMC委員は依然として来年2011年以降成長率は加速するとの見方を崩していない。

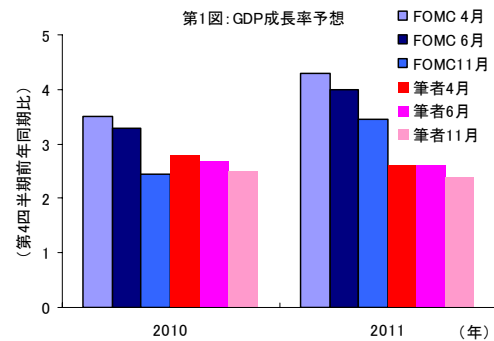
当レポートでは従前より2010年の成長率予想をFOMC委員予測よりかなり低めにみていた。さらに、2011年の成長率は2010年よりも低いと見ている。当レポートの成長見通しとの比較では、FOMCの予測は依然として楽観的である（第1図）。

インフレ予測はやや上方修正されたが、それでも2013年によく中心傾向の上方の予測が2%に達する程度である。2013年までは多くの委員がインフレ率が2%に達しないと考えていることになる。この点は当レポートの見方よりもやや悲観的である。

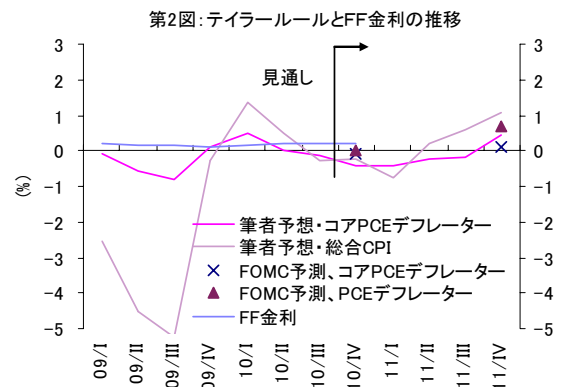
この新たな予測をテイラールールに当てはめて2011年第4四半期の適正FF金利を算出してみると、インフレ指標として個人消費支出価格指数（PCEデフレーター）を用いた場合には2011年第4四半期の0.7%のFF金利が正当化される。しかしコアPCEデフレーターを用いた場合には、2011年内にはゼロ金利が解除できないとの計算になる（第2図）。

臨時テレビ会合では議長の記者会見・期間物金利目標設定も議論されていた

また議事録によれば、10月15日にテレビ会議でFOMCが臨時召集されていたことがわかった⁴。ここでは主に、市場との対話の手段として、インフレ目標の設定の可能性が議論された。しかしこれは、現状のFOMC委員の長期インフレ予測がすでに十分なインフレ目標を提



（資料）FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、FOMC予想は委員予想の中央値。



（資料）FRB、議会予算局統計、米国労働省・商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

⁴ 10月15日はバーナンキ議長がボストンで講演し、デフレ懸念と追加緩和手段を具体的に示して、追加緩和の実施を強く示唆した日である。

供しているとされた。加えて、市場との対話の方法として FRB 議長の定例記者会見の可能性も議論されていた。

また FRB のバランスシートの規模の調整を小刻みに頻繁に行うか、あるいはまとめて大きく行うのが望ましいかが議論された。過去の経済危機の状況では大きな調整がのぞましかったが、現状の環境ではほとんどの参加者がより細かい調整が望ましいと考えた。

最後に、期間物金利に目標を設定することについても議論がされた。幾人かは経済刺激策として期間物金利目標の設定は効果的と考えたが、同時に参加者は、期間物金利目標維持のために FRB が望ましくないほどに大量の証券を購入する大きなリスクを認めた、とされている。

第 1 表：2010 年 11 月 FOMC 議事録からの抜粋

(成長と雇用)

- 会合参加者は、入手されたデータは産出と雇用が増加を続けたが増加は遅いことを示唆していることで一般に合意した。
- 参加者は、失業減少の進捗は失望させられるものだというで合意した。
- 参加者は再び、雇用の抑制と失業率の高さのどの程度までが、(雇用ミスマッチや、住宅価値がローン残高を下回っていることによる転居の制約などの) 構造的要因によるものかを議論した。多くの参加者は、現在の失業率は構造要因でのみ説明できるレベルをかなり上回っている証跡を上げた。数人の参加者は、継続的な高失業率、特に多くの労働者がかなり長期の失業にあることが、労働者のスキルの低下につながり、これらの労働者と経済の長期的な潜在産出水準に悪影響を与えうると述べた。

(インフレ)

- ほとんどの参加者は、最大雇用の促進と物価安定という委員会の法的使命に整合的と考える水準に比べ基礎的なインフレは幾分低いと示唆した。
- 会合参加者は、安定した長期インフレ期待と予想される経済回復からは、一般的にデフレのリスクは低いと見た。彼らはまた極めて高いインフレも予想しなかった。
- 多くの参加者は、大きな資源利用のりしろは安定したインフレ期待とともにしばらくの間抑制されたインフレに寄与する可能性が高いと指摘した。
- 少数の参加者は、継続的な資源のりしろは今後何年かの間にくらか更なるディスインフレーションにつながると予想した。
- しかし、他の少数の参加者は例外的に緩和的な金融政策スタンスにより、エネルギーと他の商品の価格上昇やほかの輸入物価の上昇と合わせて、1、2 年の間にインフレが委員会の 2 つの使命に整合的と判断される水準に上昇する可能性がより高いと考えた。

(成長・インフレ見通しのリスク)

- 参加者は、もっともありそうな経済帰結は成長の漸進的な加速と最大雇用への遅い前進ということで一般的に合意した。彼らはまた、インフレはしばらくの間、委員会が長期的に最大雇用と物価安定にもっとも整合的と考える水準を下回ったままだと一般的に予想した。しかしながら、これらの見通しに関するリスクについては参加者は開きのある見解をもっていた。
- ほとんどの参加者は成長のリスクは広い意味でバランスしていると見たが、多くの参加者がリスクは下方に傾いていると見た。
- 同様に、過半数の参加者はインフレのリスクはバランスしていると見た、しかしながら幾人かは下方リスクが勝っていると、2、3 人はインフレリスクは上方に傾いていると見た。

(追加緩和の効果)

- 参加者はまた、追加的な金融刺激を供給するための追加的な長期有価証券購入のプログラム効果とコストについて、ほとんどの参加者は現状の環境では効用がコストを上回っていると考えたものの、異なる評価をした。

- ほとんどの参加者は、長期有価証券購入のプログラムは長期金利に下方圧力をかけ、資産価格を上昇させると判断した、幾人かは資産購入はドルの価値の下落にもつながると見た。
- さらに何人かの参加者は、追加的有価証券購入による刺激は、更なるディスインフレと、米国経済が持続的なデフレーションにおちいるという可能性は低いとわきわめて高いコストのかかる事態とに対する防御を支援すると議論した。
- しかし、幾人かの参加者は追加的長期証券購入は回復ペースに限定的な効果しかないと予想した、彼らは経済の遅い成長は追加金融緩和に反応する可能性の低い要因を反映していると判断し、追加行動は見通しが悪化してデフレの可能性が著しく増大したときにのみ正当化されると考えた。
- 幾人かの参加者は、追加的 FRB のバランスシート拡大は、為替市場におけるドルの価値に不必要な下方圧力をもたらすという懸念を表明した。
- 何人かの参加者は FRB の資産ポートフォリオ規模の更なる拡大は、超過準備供給とマネタリーベースの拡大とあいまって、インフレの望ましくないおおきな拡大を起こすリスクを見た。

(資料) FOMC 議事録より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:FRB理事と地区連銀総裁による経済予測:2010年11月現在

	中心傾向 Central Tendency					レンジRange				
	2010	2011	2012	2013	長期	2010	2011	2012	2013	長期
GDP成長率	2.4 ~ 2.5	3.0 ~ 3.6	3.6~4.5	3.5~4.6	2.5 ~ 2.8	2.3 ~ 2.5	2.5 ~ 4.0	2.6~4.7	3.0 ~5.0	2.4 ~3.0
6月予測	3.0 ~ 3.5	3.5 ~ 4.2	3.5~4.5		2.5 ~ 2.8	2.9 ~ 3.8	2.9 ~ 4.5	2.8~5.0		2.4 ~3.0
失業率	9.5 ~ 9.7	8.9 ~ 9.1	7.7~8.2	6.9~7.4	5.0~6.0	9.4 ~ 9.8	8.2 ~ 9.3	7.0 ~ 8.7	5.9~7.9	5.0 ~ 6.3
6月予測	9.2 ~ 9.5	8.3 ~ 8.7	7.1~7.5		5.0~5.3	9.0 ~ 9.9	7.6 ~ 8.9	6.8~7.9		5.0 ~ 6.3
PCEインフレ率	1.2 ~ 1.4	1.1 ~ 1.7	1.1 ~1.8	1.2 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0	1.1 ~ 1.5	0.9 ~ 2.2	0.6 ~2.2	0.4 ~2.0	1.5 ~ 2.0
6月予測	1.0 ~ 1.1	1.1 ~ 1.6	1.0 ~1.7		1.7 ~ 2.0	0.9 ~ 1.8	0.8 ~ 2.4	0.5 ~2.2		1.5 ~ 2.0
コアPCEインフレ率	1.0 ~ 1.1	0.9 ~ 1.6	1.0~1.6	1.1~2.0		0.9 ~ 1.4	0.7 ~ 2.0	0.6~2.0	0.6~2.0	
6月予測	0.8 ~ 1.0	0.9 ~ 1.3	1.0~1.5			0.7 ~ 1.6	0.6 ~ 2.4	0.4~2.2		

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

<トピック>

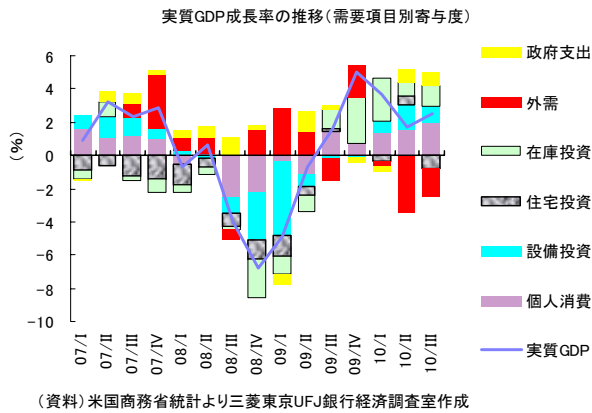
＜経済・金融の動向：11月22日～26日現在＞
朝鮮半島緊張が加わり、株価は調整続くと見る

- ▶ **株式市場**、NY ダウは反落、前週末比-112ドル安の11092ドルで26日の取引を終えた。週を通じて欧州の財政懸念が株価の頭を抑えた。22日にはアイルランドのEU支援要請で一旦欧州財政懸念は後退したが、23日には北朝鮮の韓国砲撃という新たなリスクで-142ドルの大幅安。24日は一部の米国経済指標が好感されて+150ドル高になったものの、スペインの国債利回り上昇など欧州懸念が再び高まり26日には-95ドル安となった。中国の金融引き締め、欧州財政懸念に加え、朝鮮半島の地政学リスクが世界的な株価を押し下げている。S&P500の10業種別では、金融、電気通信、ヘルスケアを下落率のトップに7業種が前週末比で下落、一般消費財、情報情報技術、資本財の3業種は上昇した。尚、ナスダック指数は前週末比でやや上昇している。
- ▶ **為替市場**はドルが円、ユーロに対してさらに上昇した。ここでも欧州財政問題、朝鮮半島の緊張がそれぞれユーロ売り、円売りにつながっている。ドル円は前週末の1ドル=83円台前半からドルがじり高となり、26日には約2ヶ月ぶりの84円台に乗せた。ユーロは23日にアイルランドの財政懸念が再発して大幅安となったのをはじめ、前週末の1ユーロ=1.36ドル台後半から、1.32ドル半ばにまで急落して週の取引を終えた。
- ▶ **向こう1週間**は、12月1日に11月ISM製造業指数、FRB地区連銀経済報告、11月新車販売台数、2日に11月大手小売業既存店売上高、3日に11月雇用統計、11月ISM非製造業指数と経済指標ラッシュになる。雇用統計では、非農業部門全体で前月比150千人レベルの雇用増を見込む。10月は150千人を越える急増となった雇用だが、すぐにこのまま加速というわけには行かないだろう。
- ▶ 株価の一時的な調整局面はまだ続いていると考えたい。欧州財政問題、中国の金融引き締めに加え朝鮮半島情勢が新たなリスクとして加わり、株価には悪材料が続いている。もっともこれらが世界的なリスクに波及しない限り、米国にとってはあくまで海外要因である。株価はその割安感からも来年には再び上昇サイクルに入ると見ている。ただ目先は地合は悪く、来週は11000ドルを割り込んで10600ドルレベルまでの調整がある可能性が高いと見る。
- ▶ 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。財政問題を抱えた欧州や、国内デフレに加え新たな地政学リスクの加わった日本に比べると米ドルの対主要通貨での相対的な優位は徐々に固まりつつある。結果、ドルは対円ではじり高推移と見たい。

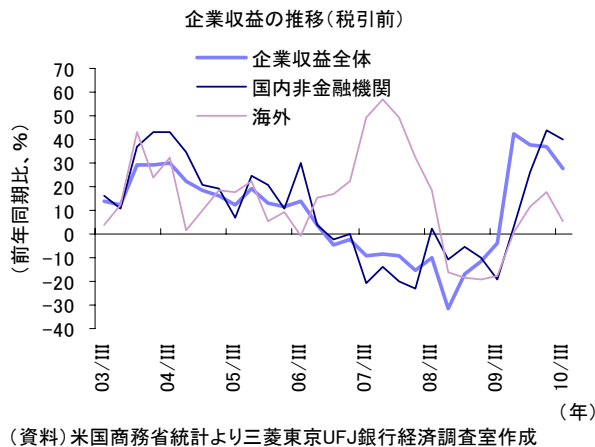
（＜経済・金融の動向＞）

<経済指標コメント>

➤ **実質 GDP 成長率（第 3 四半期、改訂値）は前期比年率+2.5%（速報値同+2.0%）**：第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.5%と速報値の+2.0%から上方改訂された。主な上方改訂要因は純輸出項目で貿易赤字が速報値時点の見積もりよりも縮小したこと。また個人消費が速報の同+2.6%から同+2.8%に上方改訂されたことである。在庫投資は基礎統計による想定以上の在庫積み増しペース加速にもかかわらずわずかに下方改訂となった。この上方改訂により、2010 年の通年の成長率予想をこれまでの予想よりわずかに(+0.1%) 上方修正し前年比+2.8%、2011 年も+0.1%上方修正して同+2.2%とする。

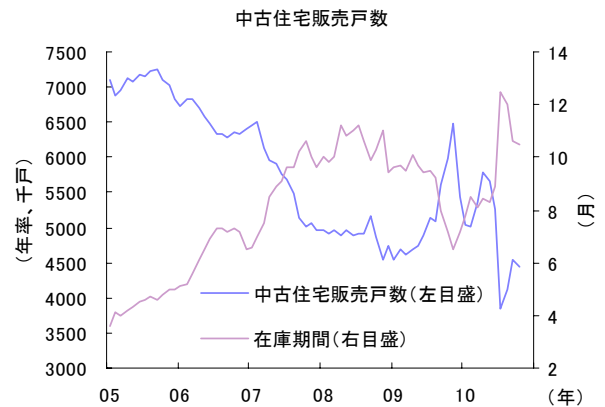


➤ **企業収益（第 3 四半期）は前期比+2.8%（前期同+3.0%）**：税引き前企業収益（在庫評価資本減耗調整後）は前期比+2.8%（前年比+27.8%）と、前期の前期比+3.0%（前年比+37.0%）からさらに減速した。内訳は、非金融機関が前期比+2.1%（前年比+40.2%）、金融機関が前期比+10.0%（前年比+28.5%）、海外が前期比-1.9%（前年比+5.4%）。前年同期比の伸びはどのセクターも一様に減速、



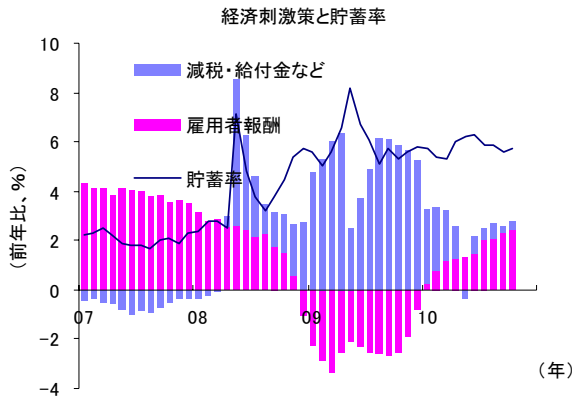
特に海外景気の減速を反映したと思われる海外収益の減少が目立つ。

➤ **中古住宅販売（10月）は年率4430千戸（前月比-2.2%）、在庫期間10.5ヶ月（前月同10.6ヶ月）**：中古住宅販売戸数は前月比-2.2%と微減したが、7月をボトムにした回復基調はまだ保っている。ただし、差し押さえ凍結などの動きが販売を抑制する傾向にあり、そのせいか販売の減少にもかかわらず在庫残高も減少している。指標公表元の全米不動産協会（NAR）は「いくつかの州における一時的な差し押さえ凍結が販売戸数を抑制するが、販売活動は明らかに底入れしていて、通常の持続的水準に回帰しようとしている」と述べている。中古住宅販売の持続的水準を当レポートでは概ね年率4500千戸から5000戸と見ている。10月の減少基調が続かず、年率4500千戸を維持できれば、中古住宅販売はひとまず潜在需要の水準にまで回復といえる。



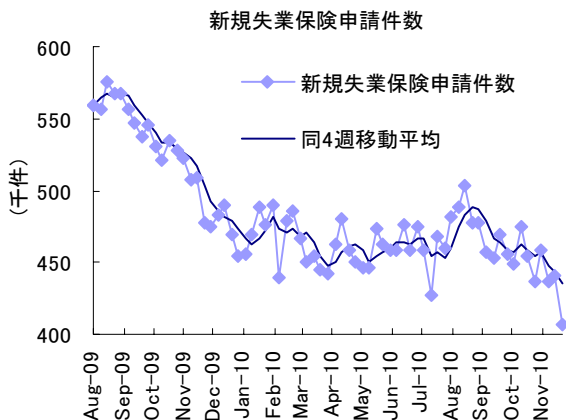
➤ **個人所得統計（10月）、名目個人所得は前月比+0.5%（前月同横ばい）、名目個人消費は前月比+0.4%（前月同+0.3%）、実質個人消費は前月比+0.3%（前月同+0.2%）、個人消費支出価格指数（PCEデフレーター）は前月比+0.2%（前年比+1.3%）、同コア指数前月比横ばい（前年比+0.9%）**：名目個人所得は前週の横ばいから転じて前週比+0.5%の堅実な伸び。内訳は雇用者報酬同+0.5%、自営所得同+0.9%、賃貸所得同+0.5%、利子配当同+0.4%、移転所得同+0.1%と、政府からの移転所得の減少基調を給与所得などが補っている。前年比の伸びは名目個人所得が+4.1%、税金支払い後の名目可処分所得が+3.8%と堅調な伸びになっている。個人所得の伸びのトレンドは、雇用者報酬が概ね前月比2%台半ばでやや加速基調にあり、一方で政府支援などの移転所得や

減税効果はほぼ剥落した。名目個人消費も前月比+0.4%と堅調な伸び。ただし貯蓄率は5.7%と引き続き5%台半ばの水準をここ1年以上維持している。実質個人消費は前月比+0.3%の伸び。自動車販売の好調で耐久財消費が同+2.2%の大きな伸び、非耐久財消費も+0.2%の伸び。サービス消費は例年比温暖な気候のため電力・ガス消費がのびなかったため横ばいになった。10月時点で、11月、12月の個人消費が横ばいで推移しても第4四半期のGDP統計上の実質個人消費は前期比年率+1.9%を確保できる計算になる。これは当レポートの予想をやや上回るペース。インフレ指標はいずれもデフレ圧力の強さを示唆している。PCEデフレーターは前年比+1.3%にまで低下、コアPCEデフレーターは2ヵ月連続前月比横ばいの伸びにとどまり、前年比では0.9%と、コアCPIについて1%を割り込んだ。



(資料)米商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。減税・給付金など、雇用者報酬は個人の可処分所得の伸びに対する寄与度。

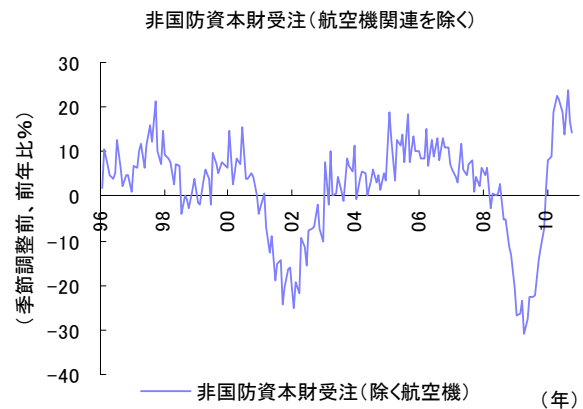
➤ **新規失業保険申請件数(11月20日週)は407千件(前週比-34千件)、継続受給者数(11月13日週)は4182千人(前週比-142千人)：**新規失業保険申請件数は大幅減少、3週連続で450千件を下回り、2008年7月以来の低水準になった。



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4週移動平均も436千件と3週連続の低下。数字の上では減少トレンドが明確になっている。ただし20日週は感謝祭の前の週で例年失業保険申請が増加する週のため、季節調整のゆがみが発生している可能性もある(季節調整係数は113.5と前週の92.9から大幅に上昇)。季節調整前の新規申請件数は462千件と前週比52.5千件の増加。雇用市場は徐々に改善しているが、失業保険申請の減少トレンドを確認するには感謝祭要因の剥落する12月初めを待つ必要がある。

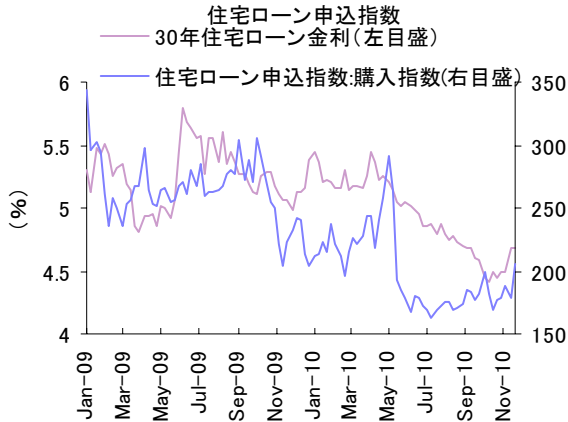
➤ **耐久財受注(10月)は前月比-3.3%、除く運輸関連同-2.7%、航空機を除く非国防資本財受注同-4.5%、同出荷同-1.5%：**耐久財受注は前月比-3.3%と前月の同+5.0%の大幅増から反落。コンピューター、電子部品(同-7.7%)、一般機械(同-3.9%)、金属製品(同-0.9%)など軒並み受注が減少している。GDP統計上の機器・ソフトウェア投資の先行指標となる、非国防資本財受注(航空機関連を除く)も前月比-4.5%の大幅減(前月同+1.9%)。受注の減少は、国内のリセッション終了後の積みあがり更新需要の終了と、海外景気の減速を反映している可能性がある。非国防資本財受注の前年比の伸びでみたトレンドは+14.1%にあり、伸び率自体は高いもののここ数ヶ月間は伸びに頭打ち感がある。GDP統計上の機器ソフトウェア投資項目の基礎統計となる非国防資本財出荷(航空機関連を除く)も前月比-1.5%の大幅減(前月同+1.0%)。第4四半期の機器ソフトウェア投資の伸びはさらに減速するという当レポートの見方に沿った動きになっている。



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **米国モーゲージ銀行協会(MBA)住宅ローン申込指数(11月19日週)は前週比+2.1%、リファイナンス指数同-1.0%、購入指数同+14.4%：**住宅ローン申込指数は前週比+2.1%と、前週の大幅減少(同-14.4%)からやや持ち直した。特に購入指数は+14.4%の大幅上昇。住宅販売は低迷しているが購入意欲は底入れがはっきりしてきている。30年物住宅ローン金利は4.68%(前週比

-0.01%) と上昇基調の兆しがある。

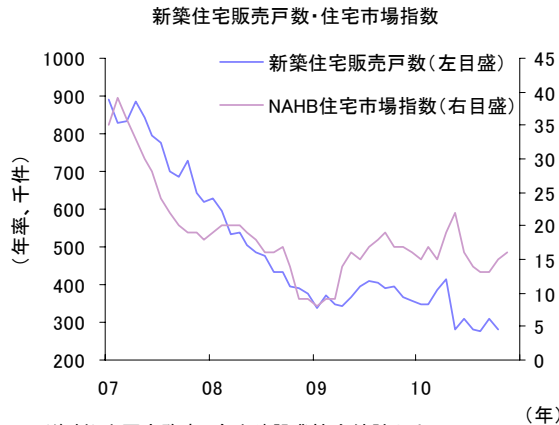


(資料) 米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

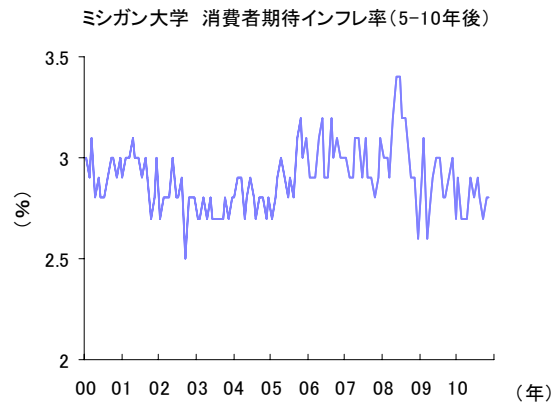
ところに再び落ち込んだ。新築住宅販売は中古住宅にくらべ低迷度がより深刻だ。ただし、全米住宅建設業協会 (NAHB) の住宅市場指数の改善状況からは、潜在的な購入意欲は回復基調にあると見たい。

➤ **ミシガン大学消費者信頼感指数 (11月、確報) は 71.6 ポイント (前月比+3.9 ポイント)** : 消費者信頼感指数は過去 2 ヶ月の低下をカバーする +3.9 ポイントの大幅上昇。ただしトレンド的にはまだ今年後半の横ばい基調をくずしていない。内訳は現況指数が 82.1 ポイント (前月比+5.5 ポイント)、期待指数が 64.8 ポイント (同+2.9 ポイント) といずれも上昇した。消費者の長期インフレ期待を表す 5-10 年の消費者期待インフレ率は 2.8% で、ほぼ中庸の水準で安定している。デフレ圧力は強いものの、消費者のインフレ期待はよく安定しているといえる。

➤ **新築住宅販売 (10月) は年率 283 千戸 (前月比 -8.1%)、在庫期間 8.6 ヶ月 (前月 7.9 ヶ月)** : 新築住宅販売は前月比-8.1%と前月の増加 (同+12.0%) から転じて減少、過去最低水準に近い



(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



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

(< 経済指標コメント >)

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	-6.8	-4.9	-0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.5	2.53
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	2.8	1.97
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	7.4	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	1.9	1.8	0.28
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	1.16
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	10.3	0.96
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	-5.7	-0.15
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	16.8	1.11
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	-27.5	-0.75
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	1,115	1.30
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	-5,067	-1.76
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	6.3	
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	33.5	16.8	
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	3.9	4.0	0.81
(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	2.6	2.18
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3四半期のGDPは11月23日発表の改訂値。「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



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.