



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

December 17, 2010

<FOCUS>

来年の成長率を0.8%押し上げる：減税法案成立へ

- 15日に上院、17日に下院で可決された減税法案 Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010は、今後1年～2年の減税や失業保険給付延長措置を中心に、総額8578億ドルの巨額な減税法になった。
- これらのうちから、当レポートの2011年の成長予想に影響を与える項目を抽出して成長の押し上げ効果を試算したものが第2表である。
- 結果、合計で2011年のGDPは1116億ドル、これまでの予想に対しおよそ+0.8%の押し上げられる計算になる。
- さらに、今年2010年についても、第4四半期の成長率は個人消費の好調などにより当レポート予想をやや上回る可能性が高くなっている。また来週公表予定の第3四半期成長率の確報値はさらに上方改訂されそう。現状の当レポートの2011年成長率予想は前年比+2.2%である。したがって、2011年の通年成長率予想は、暫定的に前年比+3%台前半とする。
- 12月になって金利上昇が急加速してからも、株式市場では米国株はむしろ堅調に推移している。為替市場でもドルは堅調である。つまりドル・債券・株のトリプル安をもたらすような市場の不安は現状では見られない。長期金利の上昇は債券市場でのポジション調整によるものと見ておきたい。ただ来年の長期金利見通しはやや上方にシフトして、上限を3.5-4%の間くらいに見ておく必要がある。

<トピック1> 現状の追加緩和と政策維持を決定：12月FOMC

14日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会(FOMC)では、現状の追加金融緩和と政策を継続することが決定された。この追加緩和政策は予定通り来年2011年6月まで継続され利上げ開始は2012年との予想を維持する。

<トピック2> 売上予想を大幅に引き上げる：年末商戦中間ラップ

年末商戦はその後引き続き予想以上に好調な売上が計上している。業界団体も予想を引き上げるなど、来年の景気回復継続に向けた消費のモメンタムは力強く積みあがっている。当レポートでも年末商戦売上予想を大幅に上方修正する。

<経済・金融の動向：12月13日～17日現在> 長期金利上昇は一服：株価は来年上昇へ

<経済指標コメント> 消費者物価指数(11月)は前月比+0.1%(前年比+1.1%)、同コア指数は前月比+0.1%(前年比+0.8%)、他。

<FOCUS> 来年の成長率を0.8%押し上げる：減税法案成立へ

ブッシュ減税2年延長を含むオバマ大統領の減税法案が17日までに米議会上下院で可決された。今後大統領署名を経てスピード成立の運びとなった。同法による減税の成長押し上げ効果を改めて試算すると、2011年の成長率を約+0.8%押し上げるとの結果になった。

8578億ドルの減税法案はスピード成立へ

15日に上院、17日に下院で可決された減税法案 Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010は、今後1年～2年の減税や失業保険給付延長措置を中心に、総額8578億ドルの巨額な減税法になった(第1表)。

ただしこれらの中には2001年、2003年の個人所得減税(いわゆるブッシュ減税)による所得税率をすべての所得階層にわたって2年間延長すること、代替ミニマム課税控除額の調整による実質増税の回避など、すでに当レポートの成長予想に織り込み済みであったもの、また低所得家計宛の支援など、実質的に2009年景気対策法の延長であるものが含まれている。

第1表:2010年減税・失業保険延長・雇用創出法の内容(12月10日現在)

	2011 財政年度	2012 財政年度	2013 財政年度	2010-2020 財政年度累計
1 2001年/2003年の所得税減税による税率を2年延長(2012年12月末まで)	-99	-187	-105	-408
2 代替ミニマム課税(AMT)控除の維持により実質増税を回避する(2011年12月末まで)	-86	-68	17	-137
3 固定資産税、贈与税減税(2012年12月末まで)	-5	-28	-29	-68
4 拡大失業保険給付を2011年末まで13ヶ月延長する(2011年12月末まで)	-35	-22	0	-57
5 給与税を2%(6.2%→4.2%)減税する(2011年12月末まで)	-55	-58	0	-22
6 企業設備投資の100%償却を認める(2011年12月末まで)	-67	-44	0	-112
7 低所得・子供宛税還付の延長等(2011年12月末まで)	-28	-16	-2	-55
合計	-374	-423	-120	-858

(資料)米議会予算局、合同税制委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。
財政年度は前年10月～同年9月まで。単位10億ドル。マイナスは政府の歳出拡大・歳入減少を表す。

成長を押し上げるのは失業保険給付、給与税、設備投資減税

これらのうちから、当レポートの2011年の成長予想に影響を与える項目を抽出して成長の押し上げ効果を試算したものが第2表である。

個人所得押し上げ効果のある項目として、拡大失業保険の延長と給与税減税とが2011年の個人所得をそれぞれ562億ドル、1117億ドル押し上げる見込みだ。これに対し、2009年景気対策法で施行されていた家計向けのMakin Work Pay 税還付は2010年末で期限を迎える。調査機関Tax Policy Centerの推計を元に筆者が試算したところではMaking Work Pay 税還付打ち切りによる所得へのマイナス効果は約596億ドルとなる。これらを合わせて2011年には1083億ドルの可処分所得増加効果が見込める。

第2表:2010年減税・失業保険延長・雇用創出法の2011年成長への効果試算

失業保険給付延長	56.2
給与税減税	111.7
(2009年景気対策法によるMaking Work Pay 税還付の終了)	-59.6
所得増加額合計	108.3
限界消費性向(=0.8)考慮後の消費増加額	86.6
企業設備投資減税による設備投資押し上げ効果	25.0
総合計	111.6

(資料)米政府、議会予算局、合同税制委員会、Tax Policy Center資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。単位10億ドル。プラスは従前成長予想に対する所得・投資等押し上げ効果、マイナスは押し下げ効果を表す。

これらの所得増加のうちどれだ

けが消費に回るかについて、ここでは限界消費性向（可処分所得の増加に対する消費の増加の割合）を 0.8 とした。リセッションのさなかだった 2009 年景気対策法の時期と違い、現在は消費者のセンチメントが好転し、減税による可処分所得増加分が消費に回される割合がかなり高まっていると考えられる。米国家計の限界消費性向（追加的可処分所得の増加のうち消費に回される金額の割合）は一般的に約 0.7 とされる。現状では長期の限界消費性向が約 0.5~0.6 レベルとやや低下しているが、短期の限界消費性向は 1.0 近くにまで上昇している（第 1 図）。

より個別には、Making Work Pay 税還付が各所得層に対しほぼ同じ金額の所得押し上げ効果があったのに対し、これに代わる減税といえる給与税減税は各所得層に同じ税率軽減が適用される。したがって金額ベースでは所得押し上げ効果は高所得層になるほど大きい。高所得層ほど追加的な所得を消費に回す割合は低いと考えられるから、直近に比べて今回の減税にともなう所得増に対する消費性向はやや低下する可能性が高い。

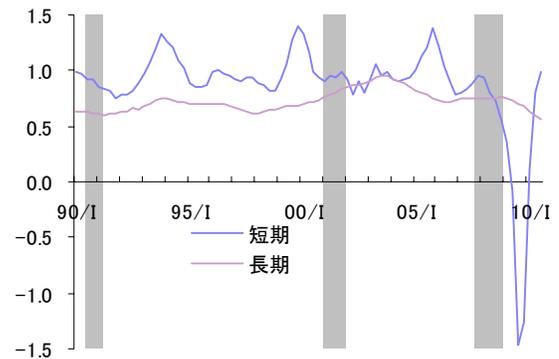
そこで、直近の短期限界消費性向よりもやや小さく、長期限界消費性向よりも大きい 0.8 を全体に適用し、消費押し上げ効果を 866 億ドルとする。

また企業設備投資減税は、設備投資を促進する効果がある。政府はこの効果を 2011 年につき 500 億ドル以上と試算している。もっとも、2011 年の設備投資計画は各企業ですでに計画済みの可能性が高く、1 年限りの企業設備投資減税ではたかだか翌年初の投資計画を前倒しする程度の効果しか見込めないだろう。設備投資減税は恒久化されない限りあまり大きな期待はできないだろう。したがってここでは設備投資押し上げ効果を政府見積もりの半分とみて 250 億ドルと見込むことにする。

2011 年の成長率予想を暫定的に 3%前半に上方修正する

結果、合計で 2011 年の GDP は 1116 億ドル、これまでの予想に対しおよそ+0.8%の押し上げられる計算になる。さらに、今年 2010 年についても、第 4 四半期の成長率は個人消費の好

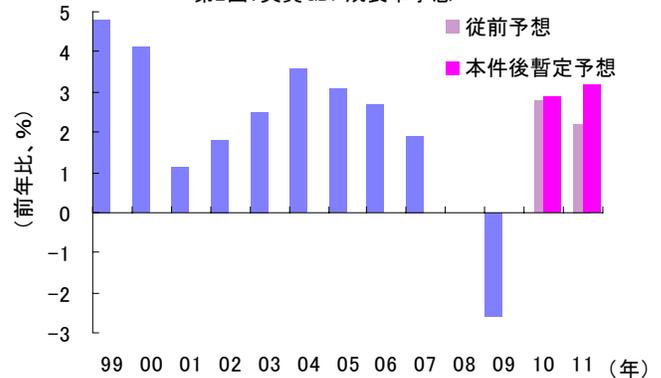
第1図: 限界消費性向



(資料)米国家計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

・短期限界消費性向=(名目個人消費支出前年同期比増減)/(名目可処分所得前年同期比増減)の4四半期移動平均。
 ・長期限界消費性向:消費関数:(実質個人消費支出)=(限界消費性向)*(実質国内総生産)+αに基づき20四半期ローリング回帰。
 シャドー部分はリセッション期。

第2図: 実質GDP成長率予想



(資料)米国家計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

調などにより当レポート予想をやや上回る可能性が高くなっている。また来週公表予定の第3四半期成長率の確報値はさらに上方改訂されそう。現状の当レポートの2011年成長率予想は前年比+2.2%である。したがって、2011年の通年成長率予想は、暫定的に前年比+3%台前半とする(第2図)。

気になるのは財政への影響だ。市場ではオバマ大統領がこの減税案を表明してから長期金利の上昇が加速している。当レポートでは11月3日のFOMCで追加金融緩和決定後は長期金利が上昇に転じると予想しており、来年にかけて10年物米国債利回りが3.5%レベルにまで上昇すると見ていた。したがって年内に3%レベルまでの長期金利上昇は想定内であった。しかし、12月初の減税案公表後に長期金利が3%を越えて3.5%にまで上昇したのは想定外であった。

減税をきっかけにした長期金利急上昇はやがて落ち着くと見る

しかし、現状では、この金利上昇が米国債の更なる暴落をもたらすようなものではないと考える。市場では追加緩和決定後にさらに金利低下を見込む向きも多かったと推測できるから、そもそも追加緩和後の金利反転が市場の想定外であった可能性がある。また、12月になって金利上昇が急加速してからも、株式市場では米国株はむしろ堅調に推移している。為替市場でもドルは堅調である。つまりドル・債券・株のトリプル安をもたらすような市場の不安は現状では見られない。長期金利の上昇は債券市場でのポジション調整によるものと見ておきたい。ただ来年の長期金利見通しはやや上方にシフトして、上限を3.5-4%の間くらいに見ておく必要がある。

現実の財政規律について、大統領令で組織された超党派の国家財政責任・改革委員会の報告書で示されたいわば容赦ない歳出削減案は、委員会内の承認すら得られずにペンディングになっている。ただ共和党多数の下院議会により、これまでのような歳出拡大には歯止めがかかる可能性が高い。財政規律はまだ維持されていると見たい。

(<FOCUS>)

<トピック 1> 現状の追加緩和政策維持を決定：12月 FOMC

14日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）では、現状の追加金融緩和政策を継続することが決定された。この追加緩和政策は予定通り来年2011年6月まで継続され、利上げ開始は2012年との予想を維持する。

第1表：FOMC 声明文の骨子

	今回(12月14日)		前回定例会合時(11月3日)
FF金利誘導目標	0.00%~0.25%(不変)	←	0.00%~0.25%
公定歩合	0.75%(不変)	←	0.75%
量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> 保有証券からの元本支払を再投資する既存の政策を維持する。 6000億ドルの長期米国債を2011年第2四半期の終わりまでに、毎月約750億ドルのペースで購入する。 		<ul style="list-style-type: none"> 保有証券からの元本支払を再投資する既存の政策を維持する。 6000億ドルの長期米国債を2011年第2四半期の終わりまでに、毎月約750億ドルのペースで購入する。
委員会判断 (主に「委員会」を主語に持つ、または含む部分)	<ul style="list-style-type: none"> 最大雇用と物価安定を促進することを追及する。 現状、委員会が長期的にその二つの使命に整合すると判断するレベルに比較して、失業率は高く、基礎的なインフレ指標は幾分低い。 物価安定を伴うより高いレベルの資源利用への緩やかな回帰を見込むものの、その目標にむけた進歩は失望的に遅い。 低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済状態が、長期間に亘るFF金利の例外的に低いレベルを正当化する算算が高いと見込みつつけている。 経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復を支援することと、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルにすることを確実にすることを支援するために、必要に応じ政策手段を採用していく。 	←	<ul style="list-style-type: none"> 最大雇用と物価安定を促進することを追及する。 現状、委員会が長期的にその二つの使命に整合すると判断するレベルに比較して、失業率は高く、基礎的なインフレ指標は幾分低い。 物価安定を伴うより高いレベルの資源利用への緩やかな回帰を見込むものの、その目標にむけた進歩は失望的に遅い。 低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済状態が、長期間に亘るFF金利の例外的に低いレベルを正当化する算算が高いと見込みつつけている。 経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復を支援することと、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルにすることを確実にすることを支援するために、必要に応じ政策手段を採用していく。

12月FOMCの結果は当レポートの予想通り、現状の金融政策の維持が決定された。声明文の文言の変更もほとんどなく、今後のQE2の調整・変更についても手がかりはなかった。

声明文では冒頭の経済基調の評価部分で「経済回復は続いているものその度合いは失業率を低下させるには不十分だった」として、FOMCの目標があくまで失業率の低下であることを強調している。また消費が「ゆるやかなペースで」増加していると、やや判断を好転させている。ただインフレ率については「低下趨勢を続けた」として依然厳しい認識をしている。

その他は声明文の内容もほぼ前回11月と変更がなく、声明文上はまったく無風のFOMCとなった。

先日の当レポートで考えたとおり、6000億ドルの追加緩和開始以降まだまもないことから、その効果の波及状況を評価するにはまだ時期が早すぎる。その間の経済・インフレ状況は大きくは変化していない。足元の成長関連の経済指標はやや強めである一方、コアインフレ

率が統計史上最低の前年比+0.6%にまで低下するなど、デフレ圧力は継続している。失業率は9%台後半で高止まりしている。追加緩和を継続してその効果を見守るとというのが最低約1年のスタンスであろう。

その他の状況変化としては、長期金利の急上昇がある。これについて FOMC 声明文は何も触れていない。この背景としては、現在 FOMC では長期金利の絶対水準に目標を設けていない（10月15日のビデオ会議による臨時 FOMC で協議されたが結論は見送られた）から、失業率とインフレ率に大きな影響を与える恐れがない限り、公式には FOMC の操作目標ではないことがあげられる。

また、6日のオバマ減税方針公表以降の長期金利の更なる急上昇は、その影響と動向を評価するにはあまりに観測期間が短いことが上げられよう。

11月3日の前回 FOMC での QE2 決定による材料出尽くし感から長期金利が徐々に上昇に向かっているのは当方の予想通りである。オバマ減税方針発表以降の長期金利急上昇は想定外で、今後來年の長期金利見通しを 0.5%ほど上方修正する可能性がある。ただこれも減税効果による成長押し上げ効果のほうが大きい（2011年の成長率を 0.5%~1%ほど上昇させる見込み）と考えられるから、ネットでは成長にプラスの要素だ。その場合、デフレ圧力も現状よりは弱まり、米国経済のデフレ懸念は後退しそうだ。ただ、失業率は、上方改訂後の成長率をもってしても 2011年末に9%前後までしか低下しないだろう。

総じて、FRB の法令上の使命の政策目標では雇用とデフレ圧力が、その調整に時間を要するものである以上、経済・金融市場に著変なき限り拙速な政策変更はないだろう。FRB 現状の QE2 を来年第2四半期末まで予定通り継続し、FRB が利上げに転換するのは 2012年になってからとのこれまでの予想を維持する。

リスクシナリオはインフレ率の動向である。当レポートでは、コアインフレ率がマイナス領域に入ることは何とか回避できると見ている。仮にコアインフレ率がマイナスに転じるようであれば、FRB のデフレ懸念はさらに高まる可能性がある。

第2表:FOMC 声明文の内容

今回全会合(12月14日)	前回定例会合(11月3日)
<p>11月に開催された委員会以降入手された情報は、<u>経済回復が続いているものの、その度合いは失業を押し下げるには不十分であったことを確認した。家計消費は緩やかなペースで増加しているが、高水準の失業、緩やかな所得の伸び、住宅価格の下落、タイトな信用により抑制されたままである。機器ソフトウェアの設備投資は、今年前半ほど速くはないが増加中である、一方非住宅構造物の設備投資は弱いままである。雇用主は雇用を追加するには消極的なままである。住宅セクターは沈滞し続けている。長期インフレ期待は安定したままだが、基礎的なインフレは低下趨勢を続けた。</u></p>	<p>9月に開催された委員会以降入手された情報は、産出と雇用の回復ペースが軟化し続けたことを確認した。家計消費は徐々に増加しているが、高水準の失業、緩やかな所得の伸び、住宅価格の下落、タイトな信用により抑制されたままである。機器ソフトウェアの設備投資は、今年前半ほど速くはないが増加中である、一方非住宅構造物の設備投資は弱いままである。雇用主は雇用を追加するには消極的なままである。住宅着工は沈滞し続けている。長期インフレ期待は安定したままだが、基礎的なインフレは最近のいく四半期かの間趨勢が低下した。</p>

<p>法令による使命に則り、委員会は最大雇用と物価安定を促進することを追及する。現状、委員会が長期的にその二つの使命に整合すると判断するレベルに比較して、失業率は高く、基礎的なインフレ指標は幾分低い。委員会は、物価安定を伴うより高いレベルの資源利用への緩やかな回帰を見込むものの、その目標にむけた進歩は失望的に遅い。</p>	<p>法令による使命に則り、委員会は最大雇用と物価安定を促進することを追及する。現状、委員会が長期的にその二つの使命に整合すると判断するレベルに比較して、失業率は高く、基礎的なインフレ指標は幾分低い。委員会は、物価安定を伴うより高いレベルの資源利用への緩やかな回帰を見込むものの、その目標にむけた進歩は失望的に遅い。</p>
<p>より強いペースの経済回復を促進しインフレが時期を経て委員会の使命に整合的なレベルにあることを確実にすることを支援するため、委員会は本日、<u>11月に公表されたとおりその証券保有をの拡大を継続</u>することを決定した。委員会は<u>その証券保有からの元本償還の再投資という既存の政策を維持する</u>。これに加え、委員会はさらに 6000 億ドルの長期米国債を 2011 年第 2 四半期の終わりまでに、月ごとに約 750 億ドルのペースで購入するつもりだ。委員会は定期的に証券購入のペースと資産購入プログラムの規模を入手される情報に照らして見直し、雇用最大化と物価安定をもっともよく促進するために必要に応じてプログラムを調整する。</p>	<p>より強いペースの経済回復を促進しインフレが時期を経て委員会の使命に整合的なレベルにあることを確実にすることを支援するため、委員会は本日その証券保有を拡大することを決定した。委員会は<u>その証券保有からの元本償還の再投資という既存の政策を維持する</u>。これに加え、委員会はさらに 6000 億ドルの長期米国債を 2011 年第 2 四半期の終わりまでに、月ごとに約 750 億ドルのペースで購入するつもりだ。委員会は定期的に証券購入のペースと資産購入プログラムの規模を入手される情報に照らして見直し、雇用最大化と物価安定をもっともよく促進するために必要に応じてプログラムを調整する。</p>
<p>委員会は、FF 金利の誘導目標レンジを 0%~0.25%に維持し、また、低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済条件が、長期間に亘る FF 金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと引き続き見込んでいる。</p>	<p>委員会は、FF 金利の誘導目標レンジを 0%~0.25%に維持し、また、低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済条件が、長期間に亘る FF 金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと引き続き見込んでいる。</p>
<p>委員会は経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復を支援することと、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルにすることを確実にすることを支援するために、必要に応じ政策手段を採用していく。</p>	<p>委員会は経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復を支援することと、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルにすることを確実にすることを支援するために、必要に応じ政策手段を採用していく。</p>
<p>FOMC による金融政策決定に賛成したのは、バーナンキ、ダッドリー、バラード、デューク、ピアナルト、ラスキン、ローゼングレン、タルーロ、ウォーシュ、イエレン。</p> <p>政策決定に反対したのはホーニグ。ホーニグは、<u>経済の改善に鑑みれば、継続的な高水準の金融緩和が将来の経済・金融の不均衡のリスクを高め、時期を経て長期的なインフレ期待を上昇させ経済を不安定にすることを懸念した。</u></p>	<p>FOMC による金融政策決定に賛成したのは、バーナンキ、ダッドリー、バラード、デューク、ピアナルト、ラスキン、ローゼングレン、タルーロ、ウォーシュ、イエレン。</p> <p>政策決定に反対したのはホーニグ。ホーニグは、<u>追加的な証券購入のリスクはその利益を上回ると考えた。ホーニグはまた、この高水準の金融緩和が将来の金融不均衡と、時期を経て長期的なインフレ期待を上昇させ経済を不安定にすることを懸念した。</u></p>

(注) 下線部は、前回定例会合時と今回の声明文で異なる表現が用いられた部分。イエレン FRB 副議長、ラスキン理事が 10 月 4 日に新規着任。12 月 FOMC 時点で 7 名の理事中 1 名が空席。1 名の理事候補は、4 月 29 日にオバマ大統領により指名済み。
 (資料) FOMC 声明文より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成。

<トピック 1>

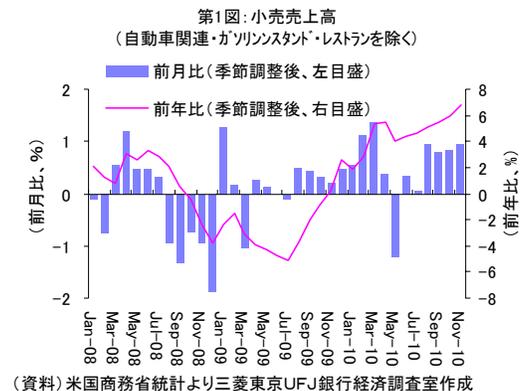
<トピック2> 売上予想を大幅に引き上げる：年末商戦中間ラップ

年末商戦はその後引き続き予想以上に好調な売上が計上している。業界団体も予想を引き上げるなど、来年の景気回復継続に向けた消費のモメンタムは力強く積みあがっている。当レポートでも年末商戦売上予想を大幅に上方修正する。

11月の自動車・ガソリン・レストランを除く小売売上は前年比+6.8%

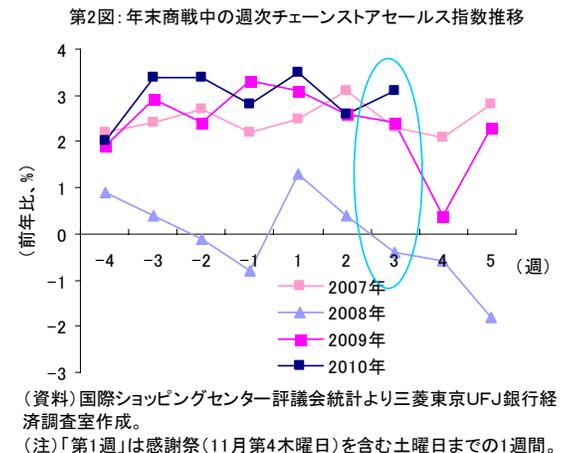
まず、政府統計による11月の年末商戦売上の結果が判明したのでそれを見てみよう。14日に公表された商務省の小売売上高統計によれば、自動車・同部品ディーラー、ガソリンスタンド、レストランを除く11月小売売上高¹は前月比+1.0%の強い伸びとなり、前年比では実に+6.8%と、2006年3月以来の大幅な伸びを記録した（第1図）。

これは、当レポートの予想である前年比+3.5%のペースを大幅に上回っている。仮に12月の年末商戦ペースの売上高が11月より減少したとしても、合計で年末商戦売上高は前年比+6%台に大幅に上ブレする計算になる。



12月に入ってから週次のチェーンストア売上は減速していない

次に、11月26日のブラックフライデー以降12月にかけての商戦の状況を追ってみる。国際ショッピングセンター評議会(ICSC)集計による週次のチェーンストア売上指数(大手小売業既存店売上高指数)は、ブラックフライデーを含む週の翌週に前年比+2%台にやや減速したものの、直近の統計である12月11日までの週には再び同+3%台に回復している(第2図)。過去2年間の年末商戦では、同指数の伸びが12月にかけて失速していく傾向があったのに対し、今年は当初の勢いをほぼそのまま維持している。



業界団体は年末商戦売上予想を次々に上方修正した

こうした状況を受けて、小売業界団体は、年末商戦売上高予想を上方改定した。全米小売業連盟(NRF)は同連盟の集計する年末商戦売上予想をこれまでの前年比+2.3%から同

¹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。

+3.3%に上方修正した²。またICSCも 14 日、チェーンストアセールス売上ベースの年末商戦売上高予想を当初の前年比+3-3.5%から、3.5-4%に上方修正した。

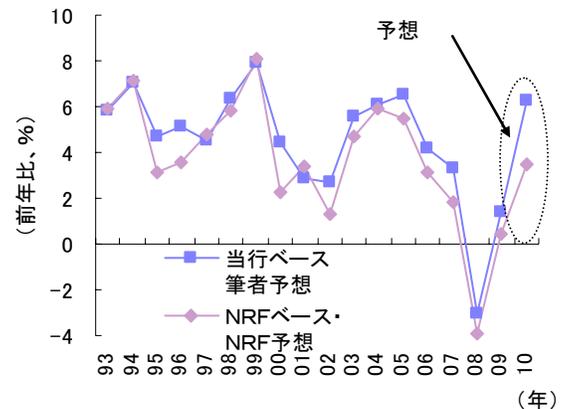
今後クリスマスにかけての期間も消費者のセンチメントの維持が期待できる。消費者信頼感指数は、カンファレンスボード、ミシガン大学調査のいずれでも直近で上昇している。さらに 12 月に入ってから決定したブッシュ減税延長やその他給与税減税など一連の減税措置は、消費者のセンチメントをさらに上昇させていると推測できる。

当レポートの売上予想も大幅に引き上げる

当レポートでも、当初の年末商戦売上予想を大幅に上方修正して、前年比+6%とする（第 3 図）。これは伸び率にして 2005 年以来の大幅な伸び、金額にして 1992 年の現行小売統計開始以来の最大の金額に相当する。

2007 年の水準への回帰をもくろんでいた年末商戦は、それをはるかにさかのぼる 2005~6 年の景気の最高潮期への回帰を実現することになりそうだ。

第3図：年末商戦売上高の推移



(資料) 米国商務省統計、全米小売業連盟資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

<トピック 2>

² 14 日付 NRF 公表による。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でる傾向がある。

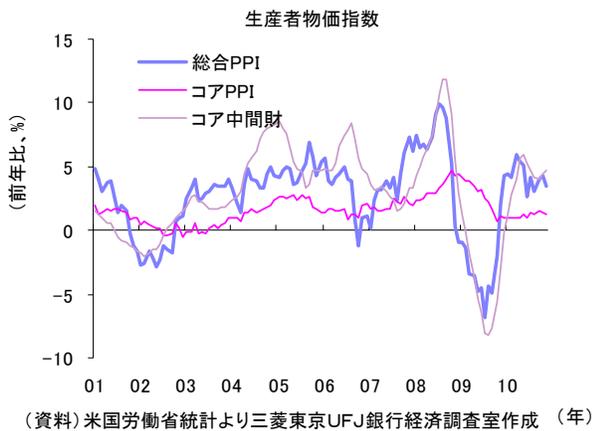
<経済・金融の動向：12月13日～17日現在>**長期金利上昇は一服：株価は来年上昇へ**

- **株式市場**、NYダウは3週続伸、前週末比+81ドル高の11491ドルで17日の取引を終えた。週を通じ引き続き動意に乏しい展開だったが、年末商戦を反映する小売売上高の好調さや、新規失業保険申請件数の減少などを材料に底堅く、16日にはこれまでの年初来高値となる11499ドルを付けた。S&P500の10業種別では、素材、生活必需品などを筆頭に8業種が前週末比で上昇、金融、情報技術は下落した。
- **為替市場**はドルが円、ユーロに対し上下ののちややドル高となった。ドル円は、先週末の83円台後半から、週央には84円台にまで上昇ののち、ややドルが弱含んで83円台後半で越週した。ユーロはドルに対して続落、前週末の1ユーロ=1.32ドル台から一時は1.33ドル台に上昇したもののその後は再び下落に転じ、1.31ドル台後半で越週した。
- **債券市場**では長期金利が上昇ののちやや軟化の様相を見せた。12月初来の金利急上昇基調を引きついで、週前半に10年物米国債利回りはさらに上昇、15日には3.5%を超えた。しかしその後やや弱含んで先週末とほぼ同じ3.3%で越週した。
- **向こう1週間**は、22日に第3四半期GDP統計（確報）、22日に11月中古住宅販売、23日に11月個人消費統計、11月新築住宅販売、11月耐久財受注が公表される予定。
- 株価は、新たに年初来高値を更新したことから、11月からの下方調整はさかのぼって12月初に終了し、新たな上昇サイクルが始まっていたと判断する。来週からはクリスマス休暇時期に入り市場参加者が減少することが見込まれることから、方向感ない展開になりそうだが、基調は強含みと見たい。今年の株価は高値引けの可能性が高くなってきた。株価は企業収益に対してまだ割安であることから来年にはNYダウは12000ドルを目指して上昇すると見る。
- 為替市場でもドルの継続上昇基調がはっきりしている。引き続き緩やかではあるものの、ドル円の上昇基調予想を維持する。次のポイントは1ドル85円のこれまでの上値抵抗線を上抜けられるかどうかである。
- 長期金利の上昇は今週の半ばで一服感がある。この金利上昇がそのまま今後も米国売りにつながるとは考えず、今後は長期金利の上昇ペースも一進一退になると見る。ドル、米国株が堅調であることから、市場の米国に対する信任が揺らいでいるわけではない。いわゆるトリプル安とは違い、米国債市場のポジション調整による一時的な金利急上昇と見たい。

（<経済・金融の動向>）

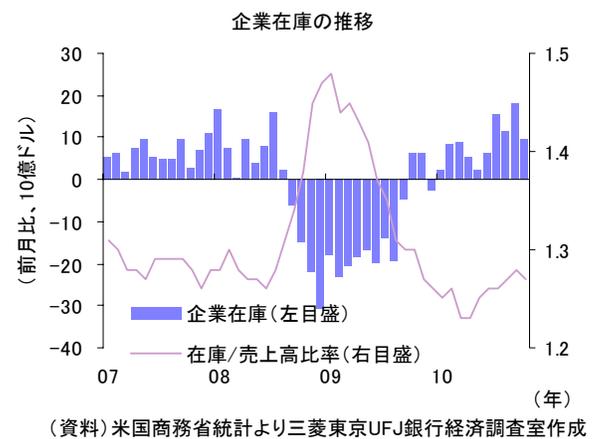
<経済指標コメント>

- **生産者物価指数（11月）は前月比+0.8%（前年比+3.5%）、同コア指数は前月比+0.3%（前年比+1.2%）、コア中間財価格指数は前月比+0.7%（前年比+4.7%）**：生産者物価指数は前月比+0.8%とやや強めの伸び。食品（前月比+1.0%）のほか、ガソリン（同+4.7%）、暖房油（同+7.0%）などが価格指数を押し上げている。エネルギー、食品を除くコア物価指数は、乗用車（同+1.7%）が新車投入による前月の価格低下の反動で上昇したことが指数を押し上げ、前月のマイナスの伸びから転じて+0.5%の強めの伸びとなった。トレンドとしては総合指数、コア指数ともに前年比の伸びが低位にとどまっている。

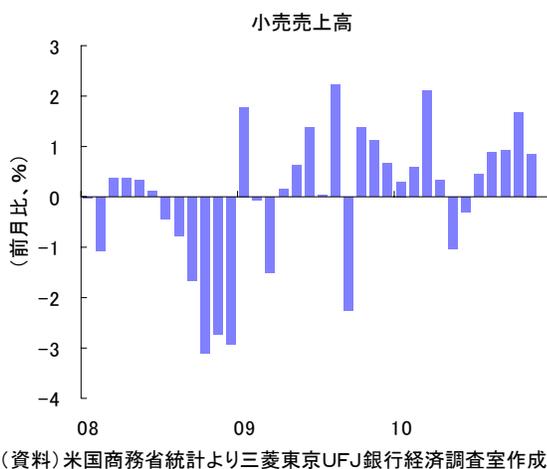


同-0.6%、建設資材・園芸品店同-0.1%、食品店同+0.8%、薬局同+0.9%、ガソリンスタンド同+4.0%、衣服店同+2.7%、スポーツ用品・書籍店等同+2.3%、百貨店同+2.8%など、業種によって大きなばらつきがあるものの、全体としては好調を続けている。年末商戦状況と見通しにつき<トピック 2>参照。

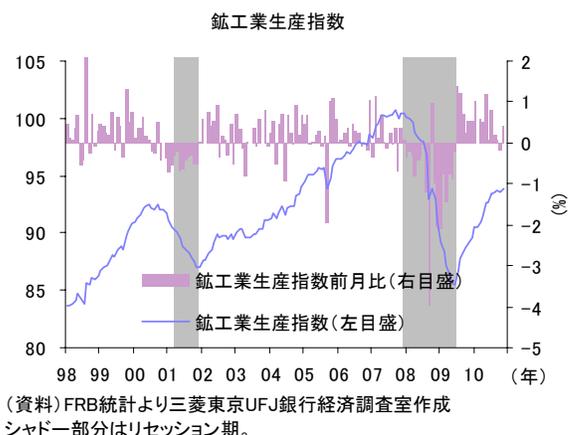
- **企業在庫（10月）は前月比+0.7%、企業売上高は前月比+1.4%、在庫売上高比率は1.27**：企業在庫は前月比+0.7%と前月の同+1.3%からやや積み上げペースを落としている。売上高が同+1.4%と前月の同+0.8%から加速していることで在庫売上高比率はやや低下した。



- **小売売上高（11月）は前月比+0.8%、除く自動車・同部品ディーラー同+1.2%**：小売売上高は6ヶ月連続前月比で増加、前年比でも+7.7%と大幅な伸びとなった。内訳は、自動車・同部品ディーラー前月比-0.8%、家具店同-0.5%、家電店



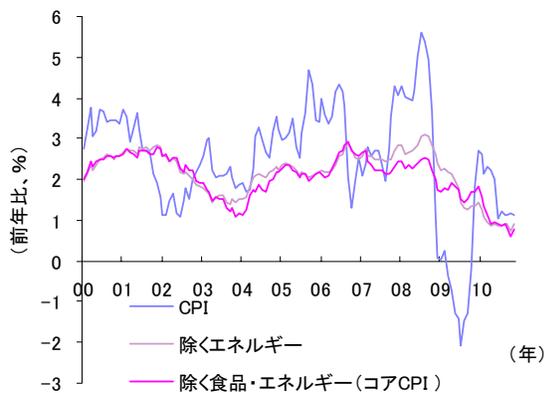
- **鉱工業生産指数（11月）は前月比+0.4%（前月同-0.2%）、設備稼働率は75.2%（前月比+0.3%）**：鉱工業生産指数は前月の低下から転じて上昇。内訳は製造業が前月比+0.3%（前月同+0.3%）、鉱業同-0.1%（前月同-0.2%）、公益事業



同+1.9%(前月同-3.7%)。ガス・電力などの公益事業の生産一時的低下が前月の指数を押し下げているが、これが解消された形。製造業は5ヶ月連続の上昇を保っている。製造業の内訳は自動車・同部品製造が前月比-6.0%と指数を低下させたが、ハイテク産業は同+0.8%と3ヶ月ぶりに上昇に転じた。鉱工業生産指数全体では年後半に前年比の伸びをやや鈍化させているが、それも一旦下げ止まった状態で、生産状況は適度な拡大を続けていると見ていいだろう。

- **消費者物価指数(11月)は前月比+0.1%(前年比+1.1%)、同コア指数は前月比+0.1%(前年比+0.8%)**：消費者物価指数は引き続き前月比+0.1%の低い伸びにとどまり、前年比の伸びは1%ぎりぎりの低空飛行が続いている。11月は宿泊費(前月比-1.2%)などが価格指数を押し下げた。コア指数は前月まで3ヶ月連続の横ばいから4ヶ月ぶりにわずかながら上昇に転じ、前年比の伸びも+0.8%と前月の同+0.6%からやや回復した。依然としてデフレ圧力は強いといえるが、当レポートではコア消費者物価指数の前年比の伸びは今後1%以上にむけて徐々に上昇すると見ている。

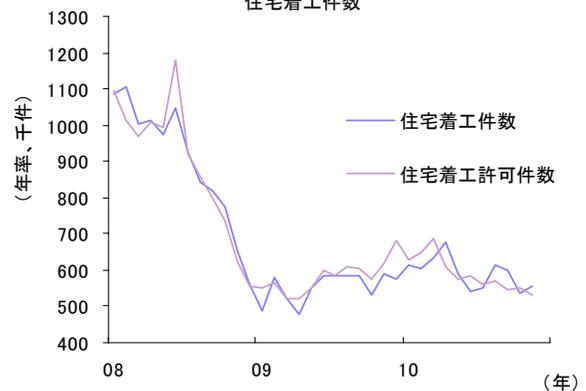
消費者物価指数



(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(11月)は年率555千件(前月比+3.9%)、住宅着工許可件数は同530千件(前月比-4.0%)**：住宅着工件数は3ヶ月ぶりに増加したが、依然としてその水準は低い。さらに住宅着工許可件数が減少していることから、この増加が今後維持できるとは考えにくい。住宅販売市場では、住宅購入インセンティブ制度の終了後の販売急減で販売在庫がだぶついていることから、この在庫が調整されるまでは住宅着工需要は回復しにくいだろう。在庫調整が終わると見ている来年前半までは少なくとも着工は低迷しそうだ。

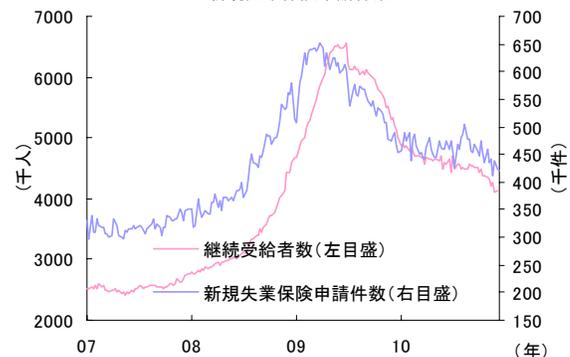
住宅着工件数



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

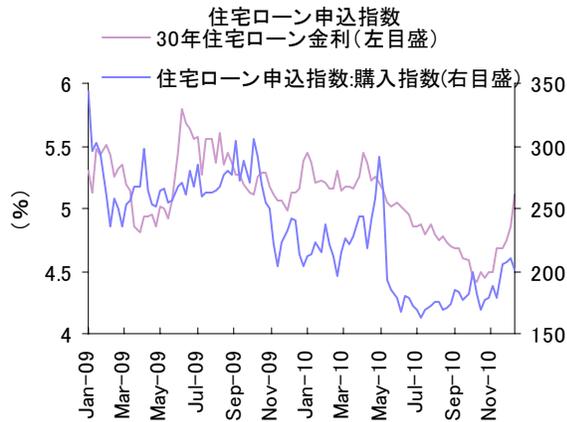
- **新規失業保険申請件数(12月11日ㄨ週)は420千件(前週比-3千件)、継続受給者数(12月4日ㄨ週)は4135千人(同+22千人)**：新規失業保険申請件数は2週連続の減少で、6週連続して450千件を下回った。4週移動平均も422.75千件(前週比-5.25千件)とこれも6週連続の低下。新規失業保険申請件数は減少基調をかなりはっきりさせてきている。雇用の継続増加・減少の経験則上の分岐点である370千件にはまだ開きがあるが、雇用市場は徐々にではあるが継続的な拡大がみこまれる。

新規失業保険申請件数



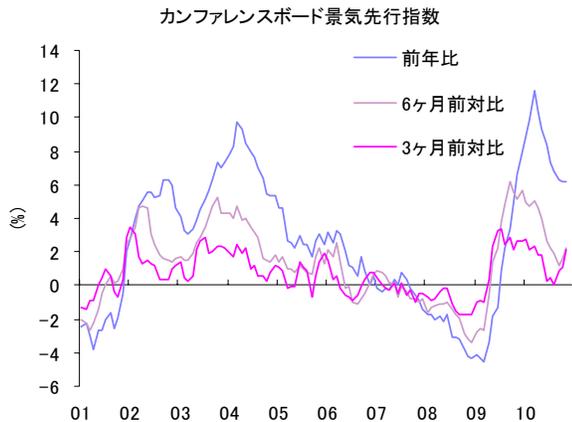
(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **米国モーゲージ銀行協会(MBA)住宅ローン申込指数(12月10日ㄨ週)は前週比-2.3%、リファイナンス指数同-0.7%、購入指数同-5.0%**：住宅ローン申込指数は3週連続の低下。住宅ローン金利の急上昇(30年物固定金利ローン金利は前週比+0.26%の5.11%)が申し込みを減少させている。リファイナンスの継続的減少に加えて、購入指数も4週ぶりに大幅な低下となった。長期金利の急上昇は一時的なものとしているが、住宅市場回復にとって悪材料であることには変わりない。



(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

- **カンファレンスボード景気先行指数(11月)は前月比+1.1%、景気一致指数は同+0.1%**：景気先行指数は5ヶ月連続となるしかも大幅な伸び。指数を構成する10の経済指標のうち、住宅着工件数を除く9指標が前月比の伸びにプラス寄与した。前年比の伸びは+6.2%と、今年前半からの低下基調からここ数ヶ月は横ばいに転じている。今後の景気回復ペースは年前半よりは減速するものの安定した拡大が期待でき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＞)



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.