



# 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)

August 20, 2010

## <FOCUS>

### 企業景況感はさらに低成長を示唆

- 企業の景況感指数が急低下している。今週公表されたNY連銀製造業指数、フィラデルフィア連銀企業景況感指数はいずれも、8月に入ってそれぞれの地区の企業活動の拡大ペースが大幅に鈍化、もしくは後退に転じているとの結果になった。この状況が全米ベースで続くと、今後の成長率は1%台にまで低下する可能性があることを示唆している。
- フィラデルフィア連銀指数をISM製造業指数ベースに換算したものと、実際のISM製造業指数の実績との相関を用いて8月分のISM製造業指数(9月1日公表予定)を推計してみる。これによれば、8月のISM製造業指数は45.6%と、景気拡大・縮小判断の分かれ目である50%を大きく割り込む計算になる。
- フィラデルフィア連銀指数の動きが全米の状況を先取りしていると仮定するならば、米国経済はマイナス成長にはならずとも、ゼロ~1%レベルの超低成長にいったん回帰する可能性がある。ISM製造業指数とGDP成長率との相関からは、同指数50%ちょうど水準はGDP成長率約2.2%に、45%の水準は成長率約0.6%に、ほぼそれぞれ相当する。当レポートでは、年後半に2%前後の成長を見込んでいる。この予想が実現するには、ISM製造業指数はせいぜい48%レベルまでの低下にとどまる必要がある計算になる。
- しかるに、8月のフィラデルフィア連銀指数から推計したISM製造業指数の水準45.6%は、成長率でほぼ+0.8%に相当する。もっとも足の早い企業景況感指数は、今後の成長率が1%以下に低下する可能性をも示唆しているわけだ。

### <トピック1> GSE改革議論ようやく始動:財務省住宅金融カンファレンス

永らく棚上げになっていた、住宅ローンに関する政府支援機関(GSE)改革の議論が本格的に再開された。

### <トピック2> デフレの行方が鍵:長期金利動向

経済成長、インフレ、金融政策の環境変化に鑑み、長期金利動向をアップデートする。当レポートでは3月に長期金利見通しをかなり強気に見ていた。しかしその後成長率や金融政策の予想を弱気方向に改訂したことを受け、長期金利についても下方に見通しを変更する。

<経済・金融の動向:8月16日~20日現在> 楽観からの調整つづく:住宅指標、FRB議長講演に注目

<経済指標コメント> 住宅着工件数(7月)は、年率546千件(前月比+1.7%)、住宅着工許可件数は年率565千件(同-3.1%)、他。

<FOCUS> 企業景況感はさらに低成長を示唆

企業の景況感指数が急低下している。今週公表されたNY連銀製造業指数、フィラデルフィア連銀企業景況感指数はいずれも、8月に入ってそれぞれの地区の企業活動の拡大ペースが大幅に鈍化、もしくは後退に転じているとの結果になった。この状況が全米ベースで続くと、今後の成長率は1%台にまで低下する可能性があることを示唆している。

フィラデルフィア地区では製造業活動が縮小に転じた

8月のNY連銀製造業景況感指数は+7.1%と2ヶ月連続で1桁台に低迷した。特に同指数では、景気の先行きをより強く示唆する新規受注、生産の2つのDIが8月にマイナスに転化（企業活動の縮小を示唆する）している。さらに、同調査における新規受注・生産・雇用・納入期間・在庫の5つのDIを用いて、これらをISM製造業指数ベースに換算すると50.3%となり、景気拡大縮小の分かれ目である50%ぎりぎりにまで低下している（第1図）。

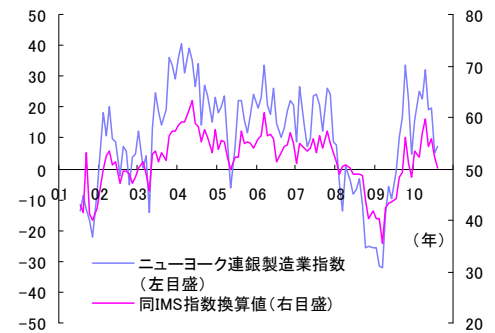
フィラデルフィア連銀企業景況感指数はさらに悪い。同調査の8月の現況総合指数は-7.7ポイントと、昨年7月以来のマイナスに転じ、同地区の企業活動が縮小に転じたことを示唆している。昨年7月は当レポートで景気拡大の始期と見ているポイントだ。つまり同地区の企業活動はリセッション期におけるそれに回帰したことになる。

フィラデルフィア連銀指数でも、新規受注DIが2ヶ月連続でマイナスを記録、また出荷、入荷遅延、雇用、在庫といったDIが軒並みマイナスになっている。同様にこれらの5つのDIをISM製造業指数ベースに換算すると、7月が49.6%、8月が44.4%と、2ヶ月連続で50%を割り込んでいる（第2図）。

ISM製造業指数の50%割れも視野に

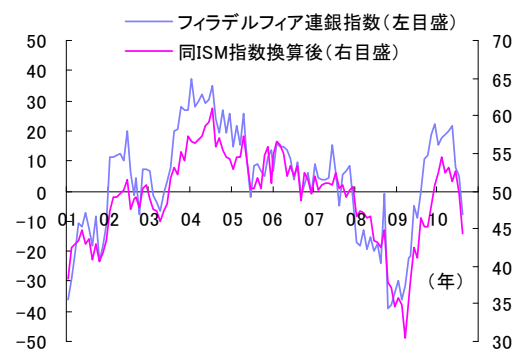
これら2つの企業景況感指数はそれぞれの地区連銀の管轄地域内の企業を対象とした調査であるが、全米を対象としたISM（全米供給管理協会）の景況感調査とかなり連動性が強く、翌月初旬に公表されるISM製造業指数の動きをあらかじめ占う重要な要素になる。

第1図：ニューヨーク連銀製造業指数



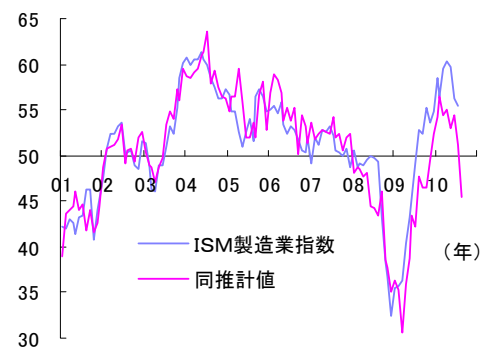
(資料) ニューヨーク連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：フィラデルフィア連銀企業景況感指数



(資料) フィラデルフィア連銀、全米供給管理協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ISM製造業指数の推計



(資料) フィラデルフィア連銀、全米供給管理協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

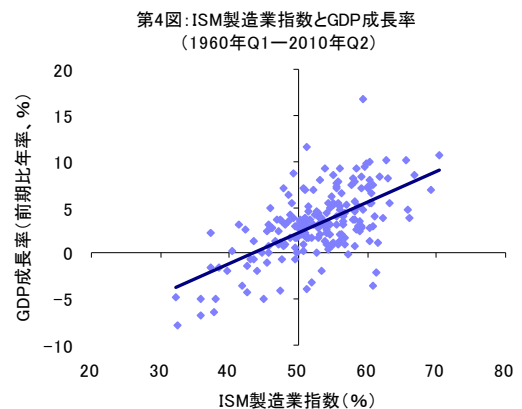
フィラデルフィア連銀指数を ISM 製造業指数ベースに換算したものと、実際の ISM 製造業指数の実績との相関を用いて 8 月分の ISM 製造業指数 (9 月 1 日公表予定) を推計してみる。これによれば、8 月の ISM 製造業指数は 45.6% と、景気拡大・縮小判断の分かれ目である 50% を大きく割り込む計算になる (第 3 図)。

もっとも、2009 年以降のフィラデルフィア連銀指数による推計値は、実際の ISM 製造業指数よりも 2~3% ほど弱めに出る傾向がある。したがってこれだけでは ISM 指数が 8 月時点で 50% を割り込むとは完全には言い切れない。実際には ISM 指数の予想のためには事実上の全米企業対象の景況感調査であるシカゴ購買部協会指数 (30 日公表予定) もあわせてみる必要があるだろう。

ただし、過去のデータによれば、フィラデルフィア連銀指数による ISM 製造業指数推計値が 2 ヶ月以上連続して 50% を割り込んだときには、ほとんどの場合 ISM 指数も 50% を割り込んでいる。したがって、仮に 8 月 ISM 指数が 50% 以上を維持したとしても、9 月以降にフィラデルフィア連銀指数が改善しなかった場合、ISM 指数も 50% を割り込んでくる可能性が高まってきていると断言していいだろう。

### 成長のマイナス転化のめどは ISM 指数 42% 割れ

ISM 製造業指数は、50% が製造業の企業活動の拡大・縮小の分かれ目であるが、同指数が 50% を割り込むことが直ちに成長率のマイナス転化や景気後退入りを示唆するものではない。ISM よれば、同指数が 42% を継続的に越えているときは GDP が全体的にプラス成長をしていることを示唆し、42% を継続的に割り込むと GDP がマイナス成長していることを示唆しているとされている (第 4 図)。

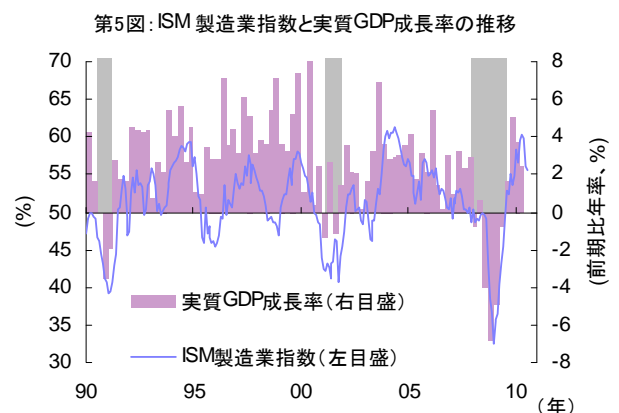


(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 2002 年以降の雇用なき回復の時代に似た状況

最近の例では、2002 年の後半から 2003 年前半にかけて ISM 製造業指数が 50% を割り込んだ時期があった。2001 年のリセッションはすでに終了していたが、2002 年の 9.11 同時多発テロにより経済回復が停滞、GDP 成長率がほぼゼロに近いところにまで悪化 (2002 年第 4 四半期の GDP 成長率は前期比年率+0.1%) した時期である。

2002 年以降、米国経済は結果的には再リセッション入りを免れることはできたが、成長は大幅に悪化、また FRB は 2002 年 11 月、1.75% に据え置いていた FF 金利誘導目標の再引き下げに踏み切り、結果 2003 年には 1% までの利下げを実施している。



(資料) 全米供給管理協会、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。シャドー部分はリセッション期

最近の企業景況感の悪化の直接の契機が何であるかははっきりしない。これが短期的な循環要因と一時的要因である可能性はある。7月以降の製造業の受注の減少は、廃車インセンティブ制度による販売急増で在庫不足になっていた自動車増産が終了したこと、また住宅着工の減少による影響が大きいといえる。7月の鉱工業生産指数では、窯業、化学製品、一般機械など、素材やその製造にかかわるとされる業種の生産指数が低下している。

だから、ISM 製造業指数が 50%を継続的に割り込んだ場合でも、短期間に 2 度目のリセッションに陥るという意味での二番底をただちに意味するものではない。だが、雇用の低迷、成長の鈍化やインフレ抑制の進行にかんがみ、現在 FRB が追加緩和を考慮する段階になっている状況は、2001 年のリセッション終了後の動きにかなり似てきている。

### 計算上は成長率が 1%割れまで悪化する可能性はある

フィラデルフィア連銀指数の動きが全米の状況を先取りしていると仮定するならば、米国経済はマイナス成長にはならずとも、ゼロ～1%レベルの超低成長にいったん回帰する可能性がある。ISM 製造業指数と GDP 成長率との相関からは、同指数 50%ちょうどの水準は GDP 成長率約+2.2%に、45%の水準は成長率約+0.6%に、ほぼそれぞれ相当する。当レポートでは、年後半に 2%前後の成長を見込んでいる。この予想が実現するには、ISM 製造業指数はせいぜい 48%レベルまでの低下にとどまる必要がある計算になる。

しかるに、8月のフィラデルフィア連銀指数から推計した ISM 製造業指数の水準 45.6%は、成長率でほぼ+0.8%に相当する。もっとも足の早い企業景況感指数は、今後の成長率が 1%以下に低下する可能性をも示唆しているわけだ。

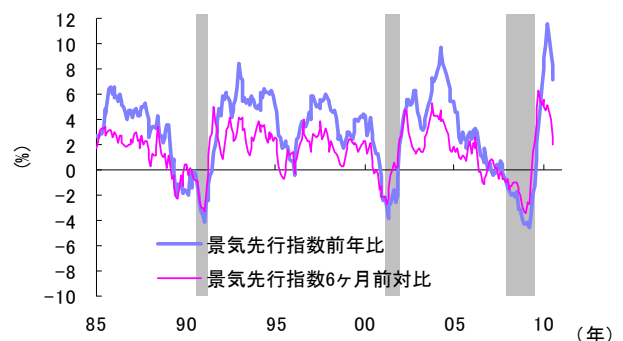
さらに、先週の当レポートで述べたように、第 2 四半期の成長率は公表済み速報値の+2.4%からおそらく 1%台に下方改訂になるだろう。そうすると年後半の成長率の発射台はさらに下がることになる。成長率予想の観点からも、年後半にかけ成長率が 1%割れに低迷する方向に下ぶれる可能性は十分にあるといえる。

### 景気先行指数も景気減速を示唆しているが、リセッションシグナルはまだでていない

しかし現状では、まだ米国経済が近い将来に再びリセッション入りする、つまり二番底になるシナリオをメインとはしない。二番底のリスクは数ヶ月前にくらべ相対的には上昇しているものの、まだ絶対水準としては高くはないからだ。

リセッションを予想する有用な指標としてしばしば用いられるカンファレンスボードの景気先行指数は、7月時点で前年比+7.1%の伸びで

第6図: カンファレンスボード景気先行指数



(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。シャド一部分はリセッション期。

ある（第6図）。これは4ヶ月連続の伸び低下であるが、水準自体は決して低いものではない<sup>1</sup>。ちなみに、ゼロ金利政策であることを考慮して、景気先行指数構成指標から10年物米国債利回り－FF金利スプレッドを除いた指数を作成してみる<sup>2</sup>と、7月時点で前年比の伸びは低下に転じている。しかしこれも、上記2002年の景気回復停滞期よりは高い伸びだ（第7図）。

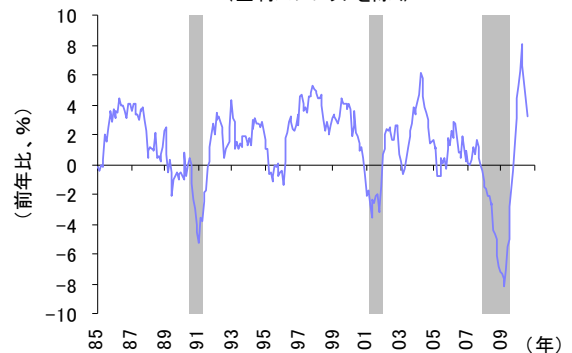
### 超低空飛行の遅い回復が下ぶれシナリオ

当レポートの成長予想が下ぶれる可能性は高くなっている。ただその場合でも景気は二番底に陥る条件はまだ整っていない。二番底になるには米国のファンダメンタルズの弱さだけでなく、外的ショックやバブルの破裂がおきる必要があるというのが経験則である。外的ショックとして可能性があるのは、欧州や中国の景気急悪化、米国の財政の急激な緊縮など政策の失敗、が考えられる。しかし、現状では政策の失敗の可能性は低いだろう。現在の米国にはまだバブル要因はない。あるとすれば、住宅販売在庫が差し押さえ物件の流入などにより再び過剰に拡大することくらいである。

経済成長はきわめて低く、実感なき回復状態が来年半ばころまで続く、という状態がもっともありそうな下ぶれシナリオということになる。

(＜FOCUS＞)

第7図：カンファレンスボード景気先行指数  
(金利スプレッドを除く)



(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。

<sup>1</sup> 調査機関カンファレンスボードが公表する景気先行指数は、新規失業保険申請件数など10種類の景気先行経済指標を用いたインデックス。もっともシンプルな経験則として同指数の前年比の伸びがマイナスになるとその後リセッションが起きていることが多い。その他より統計的にリセッション確率などの計算に用いられている。

<sup>2</sup> サンフランシスコ連銀は9日付のレポートで、ゼロ金利政策のもとではFF金利が人為的にゼロに固定され長期金利との逆イールド状態が起これないこと、また欧州財政問題などによる質への逃避が長期金利をゆがめている可能性があることから、リセッション予測の際には景気先行指数を構成する10指標のうち、金利スプレッドを除くのが妥当である可能性を述べている。金利スプレッドを除いたインデックスで今後2年間のリセッション確率を計算すると、金利スプレッドを含む場合よりかなり高い確率になったとしている。"Future Recession Risks" FRBSF Economic Letter, August 9, 2010.

## <トピック 1> GSE 改革議論ようやく始動:財務省住宅金融カンファレンス

永らく棚上げになっていた、住宅ローンに関する政府支援機関（GSE）改革の議論が本格的に再開された。

### 2年後にようやく再開した住宅金融改革議論

GSE 改革は、2008年にファニーメイ、フレディマックの2社が政府管理に移行して以降、およそ2年にわたる懸案事項である。もともとは、2009年6月17日に財務省が公表した金融規制改革案の中で、今年2月の大統領予算教書で改革の政府案を公表するとされていた。しかし今年2月の大統領予算教書にはGSE改革についての記載はなかった。ガイトナー財務長官は2月24日の大統領予算教書に関する議会証言で「全部をいっぺんにやることはできない」とのべ<sup>3</sup>、当面金融監督改革や雇用創出に注力することを表明した。同時にGSE改革については2011年に議会宛に提案を提出することを表明した。

折りしも議会では金融監督改革法案の審議の真っ只中だった。同法案に2年以内のGSEの解体を盛り込む修正案も上院共和党議員より提出されたが否決された。結果7月に成立した同法では、2011年1月末までに、財務長官がGSE改革に関する調査結果を報告するべきことが盛り込まれた。

また財務省と住宅都市開発省（HUD）は4月14日に、住宅金融に関する7つの質問事項をパブリックコメントに付し、住宅金融、政府の役割、今後の住宅金融のあり方などきわめて一般的な内容の質問につき、国民の意見を募っている。

### 住宅金融への政府関与「何を残し、何をやめるか」

17日に開催された財務長官とHUD長官主催の住宅金融改革カンファレンス Conference on the Future of Housing Finance では、金融機関、学界、シンクタンク、投資家からの有識者による議論が一部公開で行われた。これはGSE改革についての、2009年6月以来の公式な政府主導の議論である。

カンファレンス冒頭の演説でガイトナー財務長官が提起した議題は主に住宅ローンの政府保証など住宅金融への政府の関与のあり方、現在の政府関与の何を残し、何を廃止するかを問うものであった。具体的には、①住宅金融の安定のために政府はどんな役割を果たすべきか、②持ち家促進のために政府はどのような金融支援の役割を果たすべきか、③証券化市場をどうすべきか、④新たな住宅金融システムのどう移行するか、の4点である。

一般的に、GSEを含めた住宅金融のあり方については、GSEを解体もしくは完全民営化して住宅金融への政府関与をなくそうとする考え方と、引き続き住宅金融に政府が関与するべきとの考え方に大きく分かれる。その中間に多くの案がある。

今回のカンファレンスでは、参加者ごとにさまざまな意見が出され、あくまでキックオフと公開で自由討論の提供という透明性の強調という要素が強かったといえる。

<sup>3</sup> 2月24日付 Associated Press 報道

ガイドナー長官自身は、冒頭の演説で、政府による住宅ローン保証の継続は必要だとの考えを述べた。参加者の多くも住宅金融への政府保証はある程度必要だがそれをより限定すべき戸の意見がでた。また、「貸し倒れリスクは一義的には民間の貸し手が追うべきで、政府は民間の対応できない部分にのみ出てくるべき（ニューヨーク大学教授エレン氏）」として一義的な民間主導の住宅金融する意見があった。逆に最大の債券投資家である PIMCO のビル・グロス氏は「GSE の完全国有化」を主張した。

### 極端な即時解体論はあまり見られない

その他の論調でも、GSEを一気に解体して政府保証を廃止するという極端な議論は少ない。GSE救済を批判して解体を主張する議会共和党議員も十分な対案を出しているとはいえない。

少なくとも GSE の既存発行債券に対する政府保証がなくなれば大きな混乱が生じる。また、現状新規住宅ローンのほとんどを GSE が保証している環境からは、今後民間のみで住宅ローン市場を支えていくことは困難との見方もある。

住宅金融に対する政府保証を廃止するのであれば、今後発生する住宅ローンについては政府は関与せず、ただ既存の保証についてその順次の期限到来による残高逡減に任せるという方法がある<sup>4</sup>。

今後も政府保証をなんらかの形で継続するのであれば、上記のエレン教授のように、保証対象のローンをより限定的にして明示的なものにすることが考えられる。問題は政府保証の範囲である。通常であれば、民間金融機関がリスクをとりにくいハイリスク（低所得者向け住宅ローンなど）ローンに対して政府が保証をつけるというのが政府関与のひとつの方法である。

しかし一方でローン延滞の多発による国民の税金負担を最小にするためにはある程度の審査基準の厳格化が必要になる。今回のカンファレンスでも提案されたのは、政府といえども保証を行う場合はそのリスクに見合った保証料を徴収すべきとの議論である。これはこれまでの「暗黙の保証」に対する反省から「明示的で透明な保証」への移行を促すものである。

しかし、審査基準を厳格化することや保証料の明示的徴収は、ローンのアベイラビリティ低下や金利上昇につながるから、本来の目的である低所得者への住宅購入支援という目的が達成できなくなる。

### 救済の論理からはどう説明するか

このように、GSE への政府関与の問題を複雑にしているのは、その本質の問題もさることながら、2つの状況的背景がある。ひとつは、GSE が政府救済を受けるに至った経緯が、必ずしも景気悪化のみによる不可避な損失増加だけでないといえることだ。GSE および議会・政府が自ら GSE が買い取る住宅ローンの基準を緩和し、さらにハイリスク商品への投資を能動

<sup>4</sup> 前セントルイス連銀総裁のプール氏の NYT 紙への寄稿 "Say Goodbye to Fannie and Freddie", William Poole, 12 August 2010.

的に拡大してきた経緯があると見られている<sup>5</sup>。GSE に対する公的資金支援はいわば政府・議会・GSE 自らの失敗の負担を国民がかぶるという印象はぬぐえない。

もうひとつは、オバマ政権の「税金による救済」のロジックの一貫性の欠如である。過去の当レポート<sup>6</sup>でも指摘したように、オバマ大統領は公的救済を受けた大手金融機関についてはこれを厳しく攻撃し「国民が金融機関に貸したお金は最後の1ダイム（1ダイム=10セント）まで取り返す」<sup>7</sup>、「税金による救済は一回で終わり」<sup>8</sup>と述べて、銀行の金融危機責任課税の提案や、銀行の自らの破たん処理計画事前策定要請にまでいたった。

一方で、同様の背景をもつといえる GSE 救済のため米政府はこれまでに約 1500 億ドル以上の税金を投入している<sup>9</sup>にもかかわらず、大統領はこれについてはほぼ一貫して沈黙を保っている。さらには、大手米系自動車メーカーの公的救済については「救済により 55 万人の雇用が創出された」<sup>10</sup>としてその成果を強調している。そこには「国民の税金を何に使うべきか」ということについての一貫した視座が欠けている。

<トピック 1>

---

<sup>5</sup> “The Future of Housing Finance”, Edward Pinto, 17 August 2010, Wall Street Journal.

<sup>6</sup> 2月12日付当レポート「住宅金融救済の将来は不明：救済のロジック破綻をきたす米政府」参照。

<sup>7</sup> 1月14日オバマ大統領演説「金融危機責任課税について」

<sup>8</sup> 7月21日金融監督改革法署名におけるオバマ大統領演説

<sup>9</sup> 8月18日付NYT紙

<sup>10</sup> 7月31日オバマ大統領のデトロイトでの演説



## <トピック 2> デフレの行方が鍵：長期金利動向

経済成長、インフレ、金融政策の環境変化に鑑み、長期金利動向をアップデートする。当レポートでは3月に長期金利見通しをかなり強気に見ていた。しかしその後成長率や金融政策の予想を弱気方向に改訂したことを受け、長期金利についても下方に見通しを変更する。

### 長期金利見通し：適正値は3%台後半

今年3月時点の当レポート<sup>11</sup>では、今年の10年物米国債利回りを4%台での推移と予想していた。しかし、現実には金融緩和の長期化や、世界的景気減速観によるリスク回避で、10年物米国債利回りは2%台半ばまで急低下している（第1図）。その間、当レポートではFRBの利上げ予想時期を来年に後倒しし、また成長率予想も若干ながら下方改訂している。

当レポートの、成長率・FF金利誘導目標・期待インフレ率を用いた長期金利のモデルに基づく長期金利の推計を、最新の経済実績と予想に基づいて更新したのが第2図である。3月時点の試算では、適正な長期金利水準が2010年を通じて4%台前半となっていた。しかし、最新の試算では、現状の適正水準は3%台半ば、また長期金利が4%台にまで上昇するのは2011年の後半を待たねばならないとの結果になった。したがって、長期金利は今年から来年にかけては上昇しても高々4%レベルまでということに予想を変更する。

### 2%台までの低下の背景にはリスク回避とFRBの国債購入再開期待がある

この予想にも依然いくつかの課題がある。まず、現実には現状の長期金利は2%台半ばまで低下していて、推計値との乖離は1%近くにも及んでいる。この乖離をどう考えるかである。

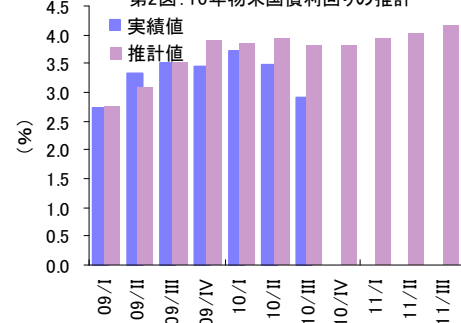
この乖離は主として、リスク回避による米国債への資金流入と、FRBによるMBS償還金の米国債への再投資開始という2つの外部要因によってもたらされていると考える。今後、米国の成長率が当レポート予想とおりに約2%で推移したとしても、市場がなんらかの要因でリスク回避を継続すれば、長期金利は4%を大きく下回る水準で推移する可能性はある。

第1図：10年物米国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：10年物米国債利回りの推計



(資料) FRB、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。

前提：期待インフレ率は10/I以降2.8%、FF金利は11/IIに0.5%まで、11/IVまでに1.75%まで利上げ実施。GDP成長率は筆者予想。

<sup>11</sup> 3月26日付当レポート「長期金利急伸」参照。

また、今後 FRB が米国債購入残高を拡大するという形での追加緩和をおこなった場合は、いわば政策的に長期金利が適正水準よりも抑制された形で推移することになる。

ただ、現在のリスク回避が景気二番底つまり、再びの景気後退入りがささやかれる懸念を想定したものとすれば、今後來年前半まで2%成長が持続すればその懸念は大きく後退するはずだ。成長が当レポート予想とおりであればリスク回避は巻き戻されると見ておきたい。

また、FRB の長期国債購入拡大もその影響は一時的と見る。FRB が量的緩和策の一貫として米国債購入開始を決めたのは2009年3月である。一方で10年物米国債利回りは、これに先立つ2008年12月に一時2.1%にまで急低下ののちそこで底打ちしていた。FRB が国債購入を開始してからは、直後の短期間を除いて長期金利はおおむね上昇傾向を保った。

つまり、現在の長期金利は一時的にリスク回避やFRBによる購入期待で大幅に低位に押し下げられているから、成長に対する悲観論が後退したり、現実にはFRBが追加緩和で米国債を購入再開したときには、長期金利は上昇に転じる可能性が高いと考える。

### 期待インフレ率が90年代以降の最低水準で推移すれば、適正水準は3%台に下がる

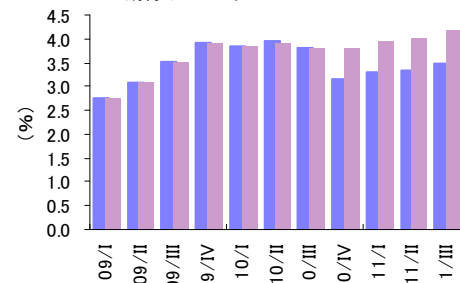
次に、インフレ率の問題がある。この推計では消費者の期待インフレ率として、ミシガン大学消費者信頼感調査における5-10年の長期期待インフレ率を用いている。上記の推計では今後の期待インフレ率は2.8%（直近の7、8月の値の平均）で推移すると仮定している。

2.8%の期待インフレ率は、現状の消費者物価指数の伸びが1%に近づいている現状ではかなり高いようにも見える。しかし、ミシガン大学調査による消費者の期待インフレ率は長期のものでかなり安定的な推移をするのが通常である。同調査が月次ベースになった1990年からの長期期待インフレ率の中央値は3%、また過去の最低値は2.5%である。

そこで、今後消費者の期待インフレ率が2.5%で推移とした場合の長期金利の推移を、期待インフレ率が2.8%で推移した場合と比較したのが第3図である。これによれば、今後來年にかけて消費者の期待インフレ率が過去最低水準で推移した場合、長期金利は高々3.5%にまでしか上昇しないとの結果になった。これは期待インフレ率2.8%の場合と比較しておよそ0.5%の下ぶれになる。

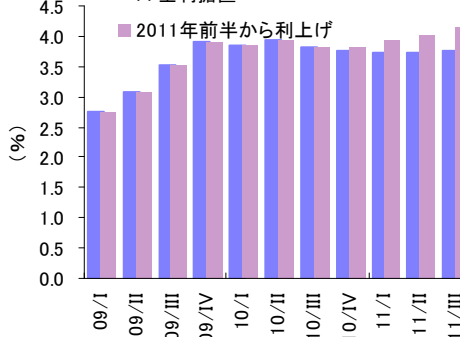
ちなみに、FF金利誘導目標の影響はこれほどには大きくない。上記推計では当レポートの予想にの

第3図：10年物米国債利回りの推計(2)  
 ■ 期待インフレ率=2.5%  
 ■ 期待インフレ率=2.8%



(資料)FRB、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。前提：FFは11/IIに0.5%据置、11/IVまでに1.75%まで利上げ実施。

第4図：10年物米国債利回りの推計(3)  
 ■ FF金利据置  
 ■ 2011年前半から利上げ



(資料)FRB、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。前提：期待インフレ率は10/1以降2.8%、GDP成長率は筆者予想。

つとり来年第1四半期にFRBの利上げが開始されると仮定している。これを、来年いっぱい実質ゼロ金利で据え置きと仮定した場合でも、長期金利は0.25%程度下ぶれるだけである。

## 2%台の低金利が定着する条件は、インフレ、リスク回避、ゼロ金利がすべて長期化すること

今後の長期金利動向は、主に期待インフレ率の推移に左右される。今後もしも長期金利が1年以上にわたって2%台の低水準にとどまることがあるとすれば、以下の場合である。現在よりもさらに進行したインフレ率低下が今後1年継続し、さらに今後1年以上利上げがなかった場合、適正長期金利は合わせて0.75%ほど下ぶれる。さらにリスク回避が1%金利を抑制した場合、長期金利は2%台前半で推移することになる。

第1表：10年物米国債利回りの決定要因と係数

定数項	-2.8456 (-4.9077)
期待インフレ率(ミシガン大学消費者信頼感調査、5-10年後、%)	2.1862 (11.4375)
GDP成長率(1四半期先行)(前年同期比、%)	0.1776 (4.4497)
FF金利誘導目標(1四半期先行)(%)	0.2731 (6.2932)
補正R <sup>2</sup>	0.8146

(資料)各種統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。  
1991Q1～2009Q4までのデータに基づく。( )内はt値。

<トピック 2>

＜経済・金融の動向：8月16日～20日現在＞  
楽観からの調整つづく：住宅指標、FRB議長講演に注目

- ▶ **株式市場**、NY ダウは2週続落、前週末比90ドル安の10213ドルで20日の取引を終えた。17日には小売企業決算や企業買収を好感して103ドル高となったが、19日にはフィラデルフィア連銀企業景況感指数の悪化をみて144ドルの大幅安、20日も57ドル安の続落となった。引き続き方向感には欠ける一方で、経済指標や決算に神経質に反応する相場が続いている。市場参加者はまだ少なく、決め手がない中で全体的な景気減速感が支配している。S&P500の10業種別では、エネルギー、金融、ヘルスケアなど7業種が前週末比で下落、情報技術、素材、一般消費財は上昇と、まちまちな動きだった。
- ▶ **為替市場**ではドル円はこう着状態、ほぼ1ドル=85円台での推移に終始した。日銀の追加緩和や臨時政策決定会合の噂まで流れるなど、日銀、日本政府の円高対策の次の一手を見守る緊迫した状況のようだ。
- ▶ **向こう1週間**は、24日に7月中古住宅販売、25日に7月新築住宅販売、7月耐久財受注、27日に第2四半期GDP統計（改定値）、またバーナンキFRB議長の講演が予定されている。住宅販売は中古、新築とも先行指標の悪化からは前月比減少していると見る。また第2四半期のGDP成長率は速報の前期比年率+2.4%から下方改訂されて1%台になると予想する。バーナンキ議長の「経済見通し」に関する講演は市場にとっては注目になる。7月の議会証言で「経済の見通しは異常なほど不確実」と述べたことが市場の不安を誘った可能性があり、今回はどのように語るかが市場にとっては重要になる。また、追加緩和策についての言及があるかも重要になる。
- ▶ 株式市場は、引き続き方向感に欠けながら弱含み推移と見る。いったんは節目となる1万ドルの下値を試しそうだ。市場の景況感と金融政策見通しについての大きな方向感がでるきっかけになりうるのは27日のGDP統計とバーナンキ議長講演である。株・為替金利ともにその翌週から大きな動きになる可能性がある。米国の景況感が悪化方向になりFRBの追加緩和観測が高まるとドル安の流れでドル円が85円をさらに割り込んで円高が進む可能性が出てくる。

（＜経済・金融の動向＞）

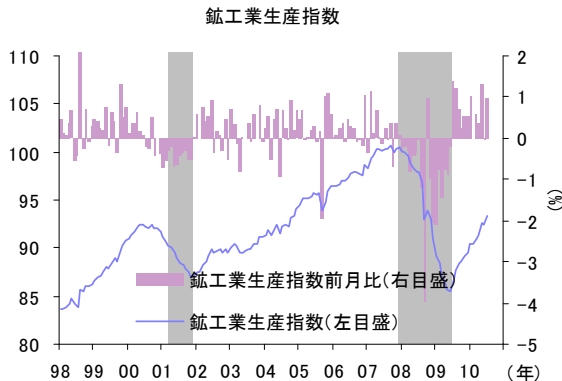
<経済指標コメント>

➤ **全米住宅建設業協会 (NAHB) 住宅市場指数 (8月) は13ポイント (前月比-1ポイント)** : 新築住宅販売の先行指標となる住宅市場指数は、3ヶ月連続の低下となる13ポイント。13ポイントは2009年3月以来の低水準となる。同指数は、住宅購入インセンティブ制度終了の翌月に当たる5月をピークに低下を続けている。指標公表元のNAHBは、経済全体と雇用が好転しないことが消費者の懸念をもたらしていること、また抵当物件の流入が新築市場に悪影響を与えていることを指摘している。新築住宅販売は6月には増加したが、7月には再び減少している可能性が高い。



(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

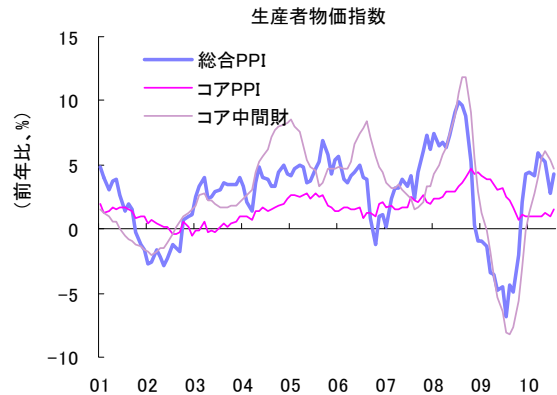
➤ **鉱工業生産指数 (7月) は前月比+1.0% (前月同-0.1%)、設備稼働率は74.8% (前月74.1%)** : 鉱工業生産指数先月微減の後7月には大幅上昇。大手自動車メーカーが夏季休業を延期して生産を継続したことが全体の指数を押し上げている。鉱工業生産指数の内訳は製造業が前月比+1.1%と大幅な伸び、鉱業同+0.9%、公益事業同+0.1%。製造業の内訳は、大手メーカーが夏季工場閉鎖を返上して増産した自動車・同部品が前月比+9.9%



(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(09年6月の終期は筆者個人の見込み)

と大幅な伸び。これに応じて金属製品(同+1.5%)なども生産が増加した。ハイテク産業は前月比+0.8%と引き続き堅調な伸びを示している。ちなみに自動車・同部品を除くベースでも鉱工業生産指数は前月比+0.5%と上昇している(前月は同-0.4%)。同指数を見る限りでは生産活動はまだ大きく減速はしていない。しかし、自動車増産の一時要因が剥落する8月からは生産が低下する可能性がある。NY連銀、フィラデルフィア連銀の8月の企業景況感指数はいずれも、企業の生産活動の減速または低下を示唆している。

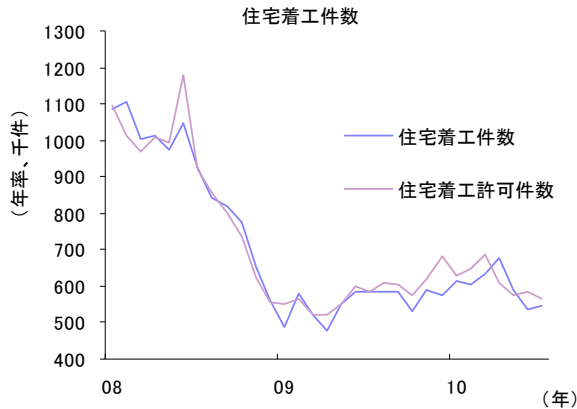
➤ **生産者物価指数 (7月) は前月比+0.2% (前年比+4.2%)、同コア指数前月比+0.3% (前年比+1.5%)、コア中間財価格指数は前月比-0.4% (前年比+4.8%)** : 生産者物価指数は4ヶ月ぶりの前月比上昇、前年比の伸びもやや拡大した。指数を押し上げたのは食品関連消費財と、小型トラックなどの資本財。ガソリン価格は低下している。生産者物価の先行指標となりうるコア中間財価格は2ヶ月連続の低下、非鉄金属製品、化学製品などの価格が低下している。全体として、生産者物価指数の伸びはまだ底堅く推移しているといえるが、素材中心にコア中間財価格の伸びが鈍化しているのは、今後のデフレ圧力を連想させるものである。



(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 (年)

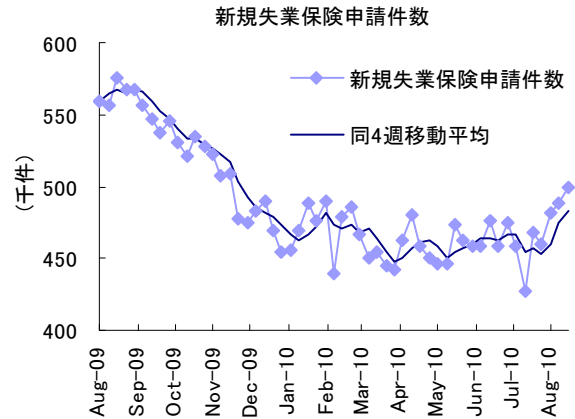
➤ **住宅着工件数 (7月) は、年率546千件 (前月比+1.7%)、住宅着工許可件数は年率565千件 (同-3.1%)** : 住宅着工件数はインセンティブ制度終了後の販売低迷にかかわらず3ヶ月ぶりに増加したが、件数を押し上げているのは集合住宅であって、住宅市場の基調を表す一帯住宅は447千件(前月比-4.2%)と3ヶ月連続の着工減少となっている。また着工の先行指標となる着工許可件数も前月比-3.1%の減少。住宅着工は、住宅購入インセンティブ制度終了後の反落からはまだ持ち

直せていないといえる。中期的なトレンドとしては、2009 年前半の 500 千件ペースをボトムに横ばいからジリ高基調を保っているといえ、今後着工が 500 千件ペースを上回っていれば大きな景気悪化は回避できているといえそうだ。



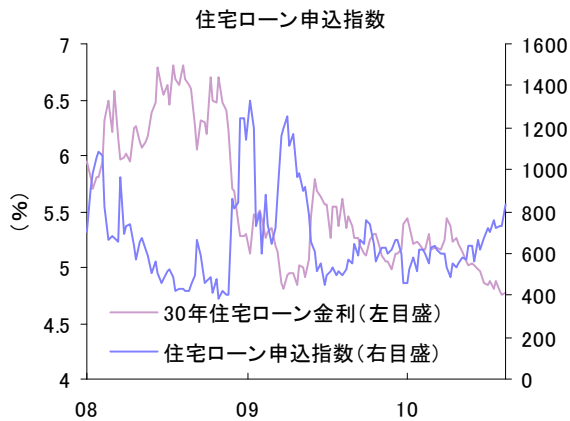
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

482.5 千件 (前週比 8 千件) と 3 週連続の上昇。連邦政府による国勢調査員の一時雇用終了に伴う失職が失業保険申請の増加に影響を与えていると考えられる (国政調査員は 8 月 7 日現在で 73 千人が依然雇用されているが、これは 7 月末の 117 千人からは -44 千人の減少)。



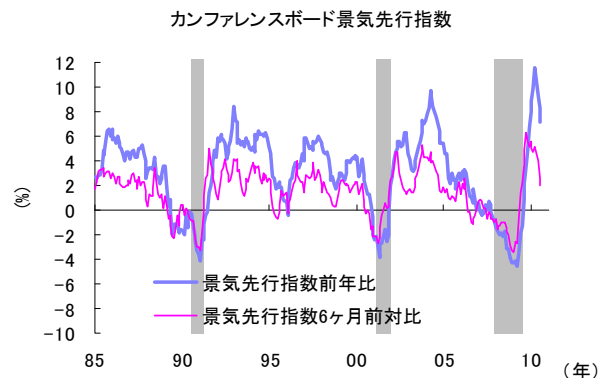
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申し込み指数 (8 月 13 日 ㊦週) は前週比+13.0%、リファイナンス指数同+17.1%、購入指数同-3.4%** : 住宅ローン申し込み指数は、歴史的に低い住宅ローン金利 (30 年物固定住宅ローン金利は前週比+0.03%の 4.78%) を反映してリファイナンスが急増した。しかし、購入のためのローン申し込みは 6 週ぶりに低下、購入申し込みの増加ペースはまだ鈍いままだ。



(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 (7 月) は前月比+0.1% (前月同-0.3%)、景気一致指数は前月比+0.2% (前月同-0.1%)** : 景気先行指数は 2 ヶ月ぶりの上昇。前月 6 月は週平均労働時間の短縮や株価下落により 14 ヶ月ぶりに低下していたが、7 月は上昇に転じた。しかし、前月比の指数上昇に寄与したのは 10 年物米国債利回り -FF 金利スプレッド、製造業週平均労働時間、ISM 製造業入荷遅延指数、新規失業保険申請件数、資本財受注の 5 指標にとどまった。指数上昇への寄与の指標の割合を表す DI は前月の 70 から 50 に低下している。前年比の伸びは+7.1%と 4 ヶ月連続して伸びを低下させていて、今後の景気減速を示唆している。景気一致指数は前月の低下から転じて再び上昇している。雇用の減少を、鉱工業生産指数、個人所得、企業売り上げの伸びがカバーした。



(資料) カンファレンスボード資料、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。シャドウ部分はリセッション期。

- **新規失業保険申請件数 (8 月 14 日 ㊦週) は 500 千件 (前週比+12 千件)、継続受給比率 (8 月 7 日 ㊦週) は 3.5% (前週比横ばい)、継続受給者数 (8 月 7 日 ㊦週) は 4478 千人 (前週比-13 千人)** : 新規失業保険申請件数は 3 週連続の増加で、昨年 11 月以来の 500 千人台になった。4 週移動平均も

( < 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.