



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

May 28, 2010

<FOCUS>

ファンド課税強化の功罪

- 米議会では、雇用創出法案の追加第2弾 The American Jobs and Closing Tax Loopholes Act of 2010 (H.R.4213) が 28 日下院で可決された。上院では 6 月以降審議開始の予定だ。今回の雇用創出法案は、家計や企業に対する減税（期限到来する減税の延長も含む）、税法の抜け穴をふさぐこと、失業保険給付期間の延長、政府運営の健康保険制度であるメディケイドの範囲拡大、およびメキシコ湾原油流出の被害を受けた地域などの救済などからなっている。
- だがむしろ今回の法案で注目されているのは、税制の抜け穴をふさぐという項目で導入が見込まれている、ファンドマネージャーへの課税強化である。これは、現在 15% のキャピタルゲイン課税に服することとなっているファンドマネージャーのいわゆる Carried Interest 収入の一部を通常の所得税（最高税率 35%）とみなすことにより、ファンドマネージャーの収入に対する課税を事実上引き上げようとするものである。
- こうしたファンド課税強化案に対してはすでに賛否両論が巻き起こっている。1 つの批判は主として課税の法的合理性の観点からのもの、もうひとつは主にファンドへの課税強化がもたらす経済への悪影響である。
- 課税強化を批判する論調のなかで注目に値するのは、金融危機の源泉と擁護派がみなしている投機的なファンドマネージャーをファンド課税強化では抑制できないとするものだ。むしろ景気回復のために必要なファンドの成長を抑制することから、擁護派の目指す結果をもたらす効果がないとするものである。

<トピック 1> インセンティブ効果は実現した：住宅販売

4 月分の住宅販売統計によれば、当方の予想通りインセンティブ制度の効果で住宅販売は急増した。今後も低金利や割安な住宅価格を追い風に、住宅市場は底堅い回復を見込む。

<トピック 2> 夏にかけての流動性リスクには留意：市場アップデート

市場に関する限りは、欧州財政危機のショックは徐々に消化されつつある。財政危機の問題の抜本的解決は今後長期間を要するが、市場の悪化には一旦野歯止めがかかっている。短期的には欧州財政問題のリスクは市場に織込まれたと見たい。

<経済・金融の動向：5月24日～28日現在> 株・ドル円はサポートされた：200日移動が鍵

<経済指標コメント> 第1四半期実質 GDP 成長率（改訂値）は前期比年率+3.0%（速報値同+3.2%）、他。

<FOCUS> ファンド課税強化の功罪

米議会では、雇用創出法案の追加第2弾 The American Jobs and Closing Tax Loopholes Act of 2010 (H.R.4213) が28日下院で可決された。上院では6月以降審議開始の予定だ。

昨年2月に成立した7872億ドルの景気対策法では3.5百万人の雇用創出が謳われた。しかしそれ以降の雇用回復ペースが思わしくないことから民主党政権は追加的雇用創出政策の実施を迫られることになっていた。2月の一般教書演説でオバマ大統領は種々の雇用対策を実施する立法を議会に要請していた。同3月にはその一部がHiring Incentives to Restore Employment Actとして成立していた¹。今回の追加雇用創出第2弾では、2月に採り上げられたなかったいくつかの政策が盛り込まれている。

雇用創出効果は未知数

今回の雇用創出法案は、家計や企業に対する減税（期限到来する減税の延長も含む）、税法の抜け穴をふさぐこと、失業保険給付期間の延長、政府運営の健康保険制度であるメディケイドの範囲拡大、およびメキシコ湾原油流出の被害を受けた地域などの救済などからなっている。

雇用創出法といいながら、その内容は上記の通り必ずしも雇用に直結するものではない。むしろ内需や外需の回復により経済は既に自律的な回復に向っていて、雇用も既に1月から着実に拡大に向っている。

また、議会予算局（CBO）のコスト見積もり（21日時点）によればこの雇用創出法案の実施により2011年にかけて財政赤字が1230億ドル拡大すると試算されている（その後下院での修正により可決時点でのコスト見積もりでは赤字拡大幅はやや縮小している）。

3月の追加雇用創出法第1弾と同様、本法案も雇用創出効果は限定的で、むしろ財政支出拡大による社会政策としての家計・失業者救済の色彩が強いといえる。

ファンドマネージャーへの課税強化は目玉だが、経済・雇用への効果は疑問

むしろ今回の法案で注目されているのは、税制の抜け穴をふさぐという項目で導入が見込まれている、ファンドマネージャーへの課税強化である。これは、現在15%のキャピタルゲイン課税に服することとなっているファンドマネージャーのいわゆる Carried Interest 収入の一部を通常の所得税（最高税率35%）とみなすことにより、ファンドマネージャーの収入に対する課税を事実上引き上げようとするものである。

プライベート・エクイティファンド、不動産投資パートナーシップなどでは、そのファンドマネージャー（General Partner）に対して通常2種類の報酬が支払われる²。ひとつは運用残高に対する一定比率（通常2%程度）の管理報酬、もうひとつは収益に対する一定比率

¹ 3月の雇用創出法では、採用拡大企業に対する社会保障税免除などが実施された。

² Carried Interestに関する以下の整理には、2007年7月11日のオルザグ議会予算局長による米議会上院金融委員会での証言テキストを主に参考にしてている。

(20%程度)の成功報酬である。このうち成功報酬はCarried Interestともよばれ、現在最高15%のキャピタルゲイン課税に服する。この背景には、ファンドによる資産運用益の一部とみなされ、ファンドにおいて発生した収入と同じ課税体系に服するというパススルーの考え方がある。

今回の雇用創出法では、この Carried Interest のうち 75%を「収益」とみなして最高 35%の所得税率を適用するというものである（尚、オバマ政権は税制改正により今後最高所得税率を 39.5%に引き上げることを政策に掲げている）。

ファンドマネージャーの成功報酬が所得税ではなく、通常税率の低いキャピタルゲイン課税に服するという税制は、高収入を得ているファンドマネージャーへの儲け過ぎ批判から、過去にも今回同様の課税強化が議会で提案されたことがあった（2007年、2009年に課税強化法案が提案されたが成立せず）。今回の法案はその一部を再び提案するものである。

ファンド課税強化案への賛否両論：法的構成からは課税強化論に分があるように見える

こうしたファンド課税強化案に対してはすでに賛否両論が巻き起こっている。1つの批判は主として課税の法的合理性の観点からのもの、もうひとつは主にファンドへの課税強化がもたらす経済への悪影響である。

課税の法的合理性からの議論の一つのポイントは、収入の90%以上が有価証券の利子・配当・キャピタルゲインであるファンドからその運営者へ支払われる報酬の性格を通常の賃金と同じ所得とみるべきか、あるいはパートナーシップで認められたパススルーの原則（ファンドの構成員の収入はそのファンドの収入が服すべき課税と同じ課税に服する）を優先するかの問題である。

これは課税所得の法律的構成にかかわる問題であって、当レポートの守備範囲を越える。ただ、自らファンドに出資していないファンドマネージャーが受け取る収益の一部を、他の出資者が受け取るキャピタルゲインと同等に見るのはやや無理がある。少なくとも Carried Interest の少なくとも一部は役務収益の性格をもつと見るべきだから、キャピタルゲイン税率ではなく所得税の率に服するべきとの考えかたには首肯できるものがある³。法的構成の観点からは、課税強化論に分があるように筆者には見える。

限界的な経済効果の観点からは、投機抑止効果は限定的ではないか

もうひとつのポイントは、課税強化による限界的な経済への効果である。ファンドへの課税強化によりファンドの数が減少し、景気回復や信用拡大を阻害するというのが経済効果からの課税強化批判がある。これに対して課税強化擁護側としては、これまで不当に低税率でもうけすぎてきたファンドマネージャーは、過去の儲け過ぎ分を高い税率で借りを返すのが当然だ、という論法になる。

³ 上記CBOの2007年7月議会証言テキスト参照。

課税強化を批判する論調のなかで注目に値するのは、金融危機の源泉と擁護派がみなしている投機的なファンドマネージャーをファンド課税強化では抑制できないとするものだ。むしろ景気回復のために必要なファンドの成長を抑制することから、擁護派の目指す結果をもたらす効果がないとするものである⁴。

キャピタルゲイン課税には短期の売買益と長期の売買益で異なる税率が定められている。1年以内の短期売買益のキャピタルゲイン税率は所得税率とほぼ同じ最高 35%である。1年を超える長期の売買益は最大 15%という低い税率になる。ヘッジファンドなどのうち、短期的な売買による収益を目的としたファンドのマネージャーの成功報酬はすでに現状でも所得税と同等の税率に服していることになる。

金融危機をもたらした 1 つの大きな要因がヘッジファンドによる短期的利益追求のための投機的取引であったと政権は考えている。ファンド課税強化によりこうした投機取引を抑制しようという意図が背景にあるだろう。しかし、既に短期売買が所得税率に服しているのである以上、この課税強化による短期的な利益追求のための投機取引を抑制する効果はあまりないということになる。

不動産市場にとっては更に悪影響を拡大する可能性がある

一方で、不動産投資ファンドなどは長期的な投資である。商業用不動産市況が低迷する現状では商業用不動産にかかわる資金調達を確保することは、経済全体の 2 番底リスクを回避するために重要な鍵になる。しかるに、長期売買益の税率が 15%から 35%に上昇することは主としてこうした経済にとって必要な資金フローを抑制する結果になるというものである。

こうした主張は主に不動産の業界団体によりなされている。不動産業者や投資ファンドで構成する業界団体の Real Estate Roundtable によれば、現在米国には 250 万件以上、13.6 兆ドル（資産額）のパートナーシップがあり、うち不動産投資パートナーシップが件数で 46%を占めている。

ちなみに、ファンドへの課税強化による税収増効果は極めて小さい。21 日時点の CBO 見積もりによれば、この課税強化による税収増は 2010 年から 2020 年にかけての 10 年間でわずかに 190 億ドルに過ぎない。毎年 1 兆ドルの財政赤字の規模に比較すれば赤字削減効果は無きに近い。ちなみにこの雇用創出法案全体のの実施により 2011 年にかけて財政赤字が 1230 億ドル拡大すると試算されている。主な要因は、減税による歳入減、失業保険給付期間の延長やメディケイド拡大による歳出増である。

懲罰的側面ばかりが目立つと本来の趣旨が損なわれるおそれもある

経済浮揚効果も財政赤字削減効果もあまりないとすれば、このファンド課税強化は懲罰的な趣旨のものと解釈される可能性が高くなる。実際に同法案を提出した民主党は「（これまで事実上優遇税制のもとで儲けて来た）ファンドマネージャーはいまやこれを償う時が来ている」との趣旨の説明をしていると WSJ 紙は報じている。これに対し WSJ 紙は、議会自身が

⁴ 5月24日付WSJ紙社説など。

立法した税法通りに納税をしてきた者を議会が脱税者のごとく非難するのは的外れとの趣旨の批判をしている（5月27日付WSJ紙）。

別の報道では、ファンド課税強化の従来からの主導者である下院歳入委員会レヴィン委員長（民主党）は、これを「公平性」の問題で「自分の資金での投資はキャピタルゲイン、他人の資金の管理の報酬は通常の所得だ」と述べているとされている（Bloomberg社5月22日報道）。

課税強化擁護派が、これまでの税制に則って合法的にキャピタルゲイン税率で納税して来た者を脱税であるかのごとく非難するとすれば理不尽だし、一方課税強化反対派が、Status Quoを正当化できないからといって擁護派のそうした理不尽だけを攻撃して税法改正を阻むとすればこれもまた理不尽である。上記の通り、Carried Interestの法的構成からの議論をベースにすれば、あるべき公平な税制という観点からこの課税強化を議論できるのだが、現実には党派色の強い議論が前面に出ざるを得ないようだ。

本法で財政赤字は更に拡大の見通し：VAT導入などの新たな財源を考える必要がある

欧州の財政危機問題が表面化しても米国は相対的優位にあって、5月からの市場混乱の中で米国債は寧ろ質への逃避による資金逃避先として選好されている。とはいえ、現状考えられる財政赤字削減策を全て執行しても尚10年後に1兆ドルの財政赤字が残るという状況（大統領予算教書）をそのまま放置はできないだろう。

当レポートでは従前より、米国でも連邦税としての付加価値税（VAT）の導入が今後真剣に議論されるだろうとの見方を持っている。州売上税に加えて例えば10%の連邦付加価値税を徴収すれば年間1兆ドルの財政赤字の補填は容易である。小さな政府を志向する立場からは、公的保険制度等の抜本的な縮小が妥当ということになるが、医療保険制度改革法が成立した直後にその縮小を行うことは容易ではない。現実的には当面の税収対策が必要であろう。それに加えて、オバマ政権はこの雇用創出法案にも盛り込まれた歳出の拡大をどこかで止めるべく路線転換を迫られる可能性が高い。ギリシャ危機はその1つの警告である。

（<FOCUS>）

<トピック1> インセンティブ効果は実現した：住宅販売

4月分の住宅販売統計によれば、当方の予想通りインセンティブ制度の効果で住宅販売は急増した。今後も低金利や割安な住宅価格を追い風に、住宅市場は底堅い回復を見込む。当レポートで見ている第2のチェックポイントが近づいている。

3、4月に住宅販売は急増した：5月に反落ののち増加基調再開と予想する

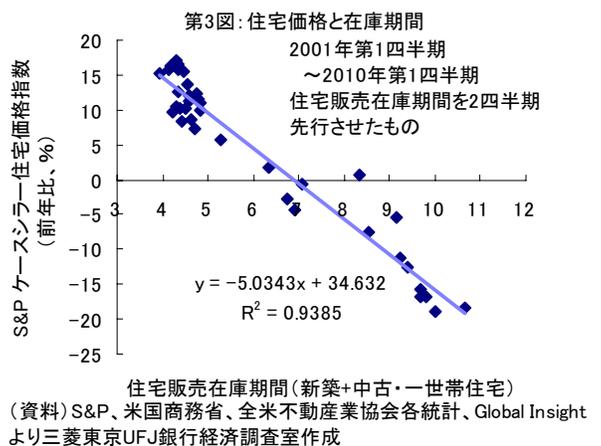
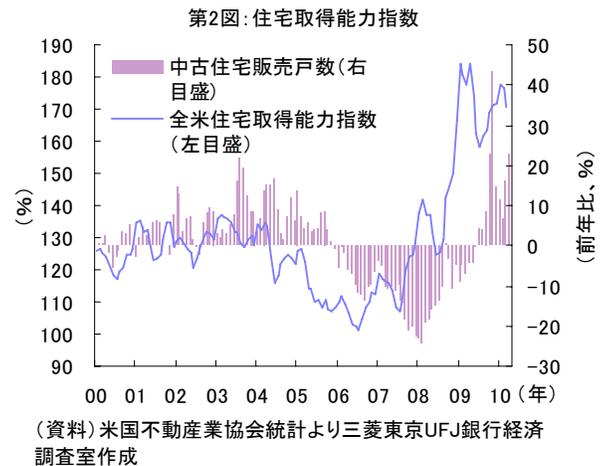
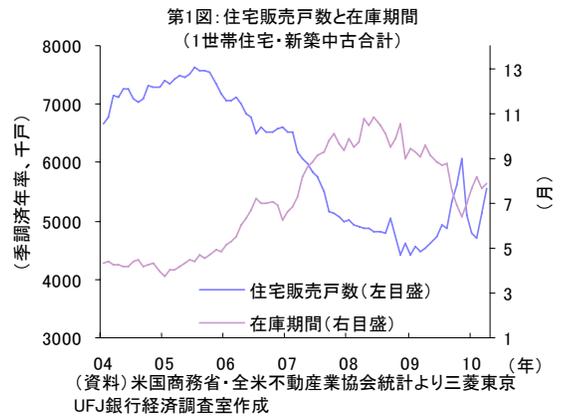
4月までの新築・中古住宅販売と在庫率の状況（一世帯住宅）を示したのが第1図である。住宅販売は昨年12月以後、当初期限前の駆け込み購入からの反落や、降雪による悪天候などにより予想外に低迷していたが、3月、4月に販売は連続して急増した。インセンティブ制度の当初期限だった昨年11月にかけての急増には及ばないが、概ねトレンドと思われる年率5百万戸の販売水準に対して10%程度の販売増加効果が認められる。

今後は、5月に一旦販売は反落するものの、その後は再び住宅販売は増加基調に戻ると考える。

住宅販売を巡る環境は良い。住宅価格は底入れの兆しが見えるとはいえまだ低価格である。現在の住宅価格による住宅ローン借入返済負担に対する所得の割合を示す住宅取得能力指数は依然高水準にある（第2図）。また、欧州財政危機の影響で米国債に資金が流入していることで予想外に住宅ローン金利は低下し、30年物固定住宅ローン金利は5%レベルの歴史的な低水準にある。

価格上昇は予想よりペースが速い：一時的か、もしくは個人所得の増加が要因

住宅価格は、2011年から本格的に前年比プラスに転じるという当レポートの予想よりやや早いペースで上昇している。S&P ケースシラー住宅価格指数（20都市）は3月時点で2ヵ月連続前年比プラスの伸びに回復している。住宅価格と在庫期間の関係だけからは、在庫期間が7ヶ月にまで短縮してから2四半期経つまでは住宅価格は前年比で



プラスの伸びに転化しない計算になる。在庫期間は今年の第 1 四半期になってようやく 8 ヶ月を割りこんだばかりだから、すでに第 1 四半期に住宅価格が前年比でプラスになっているのはやや傾向から外れた早い回復ペースだ（第 3 図）。

この理由はひとつには、住宅インセンティブ制度による販売増が一時的に価格を上昇させていることが考えられる。その場合、インセンティブ制度終了後販売が一旦反落する時期に住宅価格は一旦緩むはずだ。

もう 1 つ考えられる理由は、個人所得の伸びが好調なことだ。在庫期間に加えて個人所得（移転所得を除く）を変数に加えたモデルでは、既に第 1 四半期時点で住宅価格は前年比 20% 超の伸びに回復している計算になる。実際の住宅価格はむしろ理論値よりも上昇が遅い（第 4 図、第 5 図）。

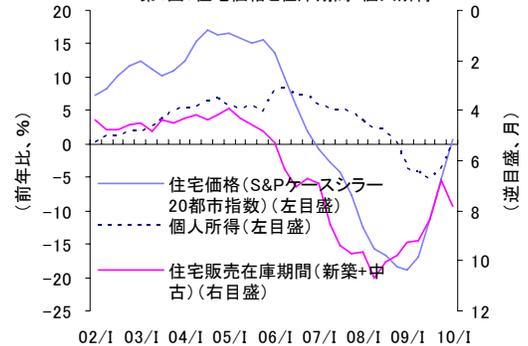
今後 6 月以降販売がもとの減少基調に戻らない限り、住宅価格は前年比で大きなマイナスには転落しないと見るのが住宅価格指数の動きからも自然である。また雇用の拡大を前提するかぎり、個人所得も今後減少することはないだろう。ただインセンティブ制度の終了後の在庫の一時的だぶつきの可能性からは、住宅価格はやや保守的に見ておくのが良いと見る。

今後は在庫のだぶつきの動向に留意が必要

特に気になるのは、4 月から 5 月にかけて中古住宅販売在庫増加ペースがやや速まっていることである。先週の当レポートでは、差し押さえ物件の販売状況は好調で円滑に消化できていることを見たばかりであるが、その後公表された 4 月の中古住宅販売統計によれば、販売在庫残高が 4 月にかけて増加、中古住宅の販売在庫期間が長期化した。銀行等の抵当権者が、住宅市場の好転を見て抱え込んでいた差し押さえ物件を市場に放出し始めている可能性もある。

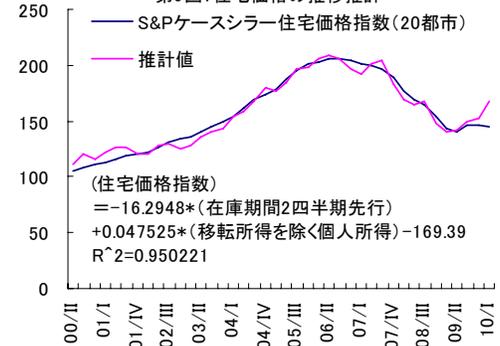
ただ、住宅販売が増加基調にあるときは、在庫の伸びもほぼ同じくらいの伸びで増加していくのが寧ろ自然である。中古住宅販売および在庫の前年比の伸びを比較してみると、在庫増加ペースが大きく販売ペースを上回っている様子は見られない。販売が今後おおむね前年比 10% 挟みの伸びを示すとすると、在庫も同様のペースで増加していく必要がある（第 6 図）。

第4図: 住宅価格と在庫期間・個人所得



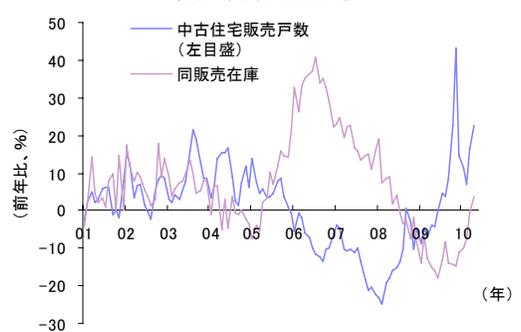
(資料) S&P、米国商務省、全米不動産業協会各統計、Global Insight より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 住宅価格の推移推計



Global Insight より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 中古住宅販売戸数



(資料) 米不動産業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<トピック1>

<トピック 2> 夏にかけての流動性リスクには留意：市場アップデート

市場に関する限りは、欧州財政危機のショックは徐々に消化されつつある。財政危機の問題の抜本的解決は今後長期間を要するが、市場の悪化には一旦野歯止めがかかっている。短期的には欧州財政問題のリスクは市場に織込まれたと見たい。ただし夏場にかけての流動性リスク、またグローバルな地理的波及には依然要注意である。

予想通り NY ダウは1万ドルレベルでサポートされた

株式市場では、NY ダウが 26 日に終値ベースで 1 万ドルを割り込んだがその後は何とか 1 万ドル台に回復している（第 1 図）。今週の NY ダウは 2 週続落となったが、S&P500 指数とナスダック指数はいずれもわずかながら前週末比で反発している。S&P500 の株価収益率は依然 15.7 倍（Bloomberg 社調べ）と低水準にある。

また S&P500 の 10 業種別の一週間の騰落率を見ると、上昇したのが一般消費財、素材、情報技術、資本財という景気敏感株で、下落したのは生活必需品、電気通信、ヘルスケアなどのディフェンシブ業種であった。これは投資家の関心が再び景気に向い始めている可能性を示唆している。

欧州問題の悪材料への反応は鈍っている

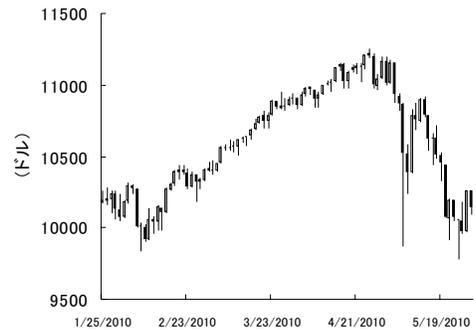
そもそも、今週何度がおきた株価下落局面のきっかけは必ずしも欧州問題によるものではなかった。

25 日に一時日中 NY ダウは前日比 300 ドル近く下落したが、これは北朝鮮を巡る軍事的緊張の高まりがきっかけで、かつその日は終値では 22 ドル安にまで下げ幅を縮めた。

終値で 1 万ドルを割り込んだ 26 日も、引けにかけて急落したのは、中国がユーロ建外貨準備の削減を計画しているとの報道がきっかけであった。翌日 27 日に中国政府はこれを否定し、NY ダウは 284 ドルの大幅反発となった。

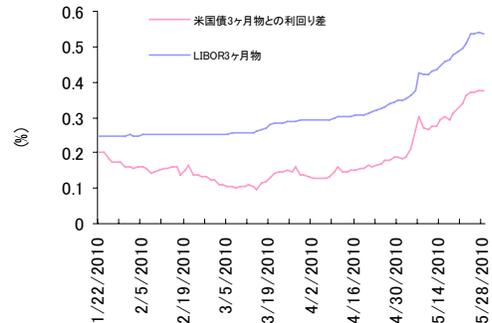
28 日には格付会社フィッチがスペインの格下げを発表したが、株価への影響はギリシャの時ほどには大きくなかった。VIX 指数も 20 日の 45 ポイント台をピークに徐々に低下、28 日には 32 ポイントレベルにある。

第1図：NYダウの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：LIBOR3ヶ月物と米国債との利回り差



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ドル/円の推移(日次)



Source: Bloomberg

ドル円も 90 円レベルはまだサポートと見たい

こうした傾向は他の市場でも見られる。短期金融市場では週中にかけて 3 ヶ月物 LIBOR が上昇を続け、27 日には 0.538% 台にまで上昇したが、28 日にはほぼ 2 週間ぶりにわずかながら低下した（第 2 図）。為替市場でもドル円は 1 ドル=90 円台を大きく割り込むことなく 28 日時点では 90 円台を維持した（第 3 図）。原油先物価格も一時 75 ドル台にまで反発している。

ソブリン格下げによるカウンターパーティリスクの波及はまだ注意：特に夏場の流動性

欧州経済危機の問題はまだ解決したわけではなく、今後も市場の不安材料にはなるだろうが、少なくともテクニカルには NY ダウは何とか当レポートの予想する今年のレンジの下限 1 万ドルを維持できそうだと考えておきたい。市場としては欧州に関するリスクをかなり織込んできたといえる。今後は経済ファンダメンタルズや企業収益を主な材料として動くのではないか。先週の当レポートで見た通り、NY ダウ 1 万ドル、ドル円 90 円レベルは引続きサポートと見ておく。

中期的な不安要因は依然としてある。特に 7 月以降の夏休みシーズンにかけては波乱含みになる可能性がある。特に注視しておきたいのは依然として金融システムを通じた資金流動性リスクの波及である。ファンダメンタル的なリスクは市場に織込まれたとしても、カウンターパーティリスクはこれから更に顕現する可能性がある。今のところフィッチー社とはいえ格下げがギリシャからスペインに拡大したことは、銀行間市場においてカウンターパーティリスクがさらに示現し、更に今後その対象が拡大するリスクがある。

またグローバルには、すでに過去に論じたような米銀の欧州向けのエクスポージャーの大きさによる波及に加えて、欧州ソブリン格付けの引下げが広がると、スペイン系銀行が大きなエクスポージャーを持つとされるブラジルなどの南米への波及も視野に入ってくる。

<トピック 2>

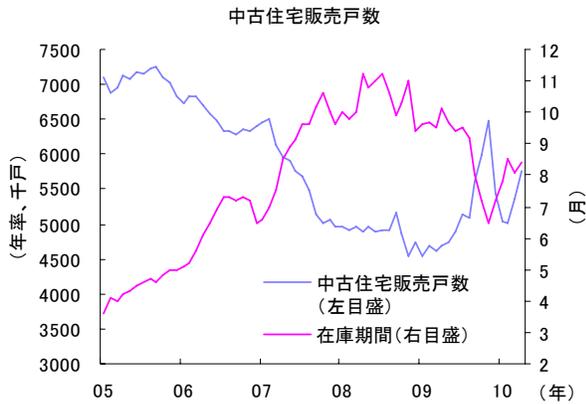
＜経済・金融の動向：5月24日～28日現在＞
株・ドル円はサポートされた：200日移動が鍵

- ▶ **株価市場**、NYダウは続落、前週末比 57 ドル安の 10136 ドルで 28 日の取引を終えた。ただし週間の下落幅は前週の 427 ドル安から大きく縮まり、かつ週足では長い下ヒゲを残す結果となった。25 日には北朝鮮を巡る緊張から一時日中 300 ドル近く下落したものの終値では 22 ドル安、26 日は中国のユーロ建外貨準備調整の報道に終値で 10000 ドルを割りこんだが、翌 27 日に中国政府がこれを否定すると 284 ドルの急反発となった。28 日には消費統計が市場予想を下回ったことやスペイン格下げで 122 ドル安となったが、前日の急伸の反動もあり、意外に底堅かったといえる。結果当レポート予想通り NYダウ 10000 ドルレベルはサポートされた。S&P500 の 10 業種別の 1 週間の騰落率は、上昇したのが一般消費財、素材、情報技術、資本財という景気敏感業種 4 業種と公益事業、下落したのは生活必需品、電気通信、ヘルスケアなどのディフェンシブ業種と、金融、エネルギーであった。尚、S&P500、ナスダックは前週末比小幅反発している。
- ▶ **為替市場**では、ユーロがドルに対しさらに下落、26 日には中国のユーロ建外貨準備調整の噂に 1.21 台の安値をつけた。翌日は中国政府がこれを否定してやや反発したが、1.22 台の安値圏での越週となった。円は対ドルでやや円安に戻った。27 日に株価急伸をみて 91 円台に持ち直してそのまま 91 円レベルで越週した。**債券市場**では 10 年物米国債利回りは前週末の 3.24%からやや強含んで 3.3%レベルで越週した。銀行間市場では流動性に関する懸念が高まっていることを反映して銀行間金利が引続き上昇、3 ヶ月物 LIBOR は 27 日に 0.538%台にまで上昇したが、28 日にはほぼ 2 週間ぶりに低下し 0.53625%となった。
- ▶ **向こう 1 週間**は、月初の経済指標のラッシュとなる。31 日はメモリアルデー休日、6 月 1 日に 5 月 ISM 製造業指数、2 日に 5 月新車販売台数、3 日に 5 月 ISM 非製造業指数、5 月チェーンストアセールス指数、4 日には 5 月雇用統計が公表になる。雇用統計では前月を上回る前月比 400 千人台の非農業部門雇用者数増加を見込む。株価は NYダウ 1 万ドルをがサポートされたと見て経済指標の好調さを材料に 10000 ドル～10400 ドルのレンジを中心とした取引を予想する。為替も 1 ドル 91 円を挟んだみ合いになりそうだ。株、ドル円ともにテクニカルには 200 日移動平均線まで上昇してそこで頭を抑えられる形で今週の取引を終えていて、ここがレジスタンスになる可能性はある。しかしナスダックはすでに 200 日移動平均線を上抜けている。欧州関連リスクはかなり織込まれたとみる。株・ドル円いずれもこの 200 日移動平均線を中心にしたレンジでの、依然値幅の大きい取引を予想する。尚、市場環境につきトピック 2>参照。

(＜経済・金融の動向＞)

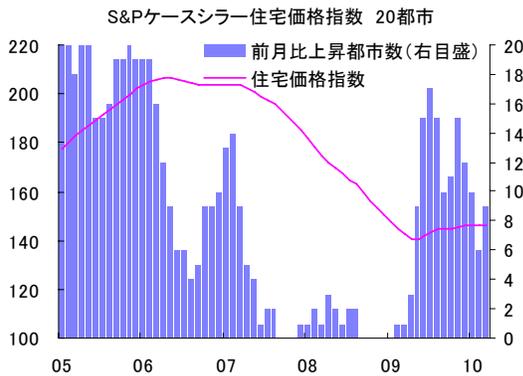
<経済指標コメント>

- **中古住宅販売（4月）は年率 5770 千戸（前月比 +7.6%）、中央販売価格前年比+4.0%、在庫期間 8.4 ヶ月**：中古住宅販売は 2 ヶ月連続前月比増加となる+7.6%の大幅増加。年率 5770 千戸は 2007 年 6 月以来の水準。初回住宅購入インセンティブ制度期限の 4 月末を前に駆け込み購入が増加した効果が出たといえる。ただ、販売在庫は 4 ヶ月連続で増加していて、販売戸数の増加にも拘らず販売在庫期間が 8.4 ヶ月と長い水準にあるのはやや気になる。5 月には一旦販売が減少するであろうから、やはりインセンティブ制度終了直後には住宅在庫が再び一時的にだぶつく期間が存在することになりそうだ。



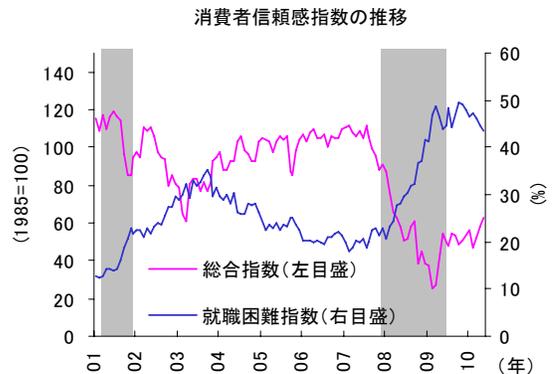
(資料)米不動産業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **S&P ケースシラー住宅価格指数（20 都市、3 月）は前年比+2.3%（季節調整前）、季節調整前月比は横ばい**：住宅価格指数は前年比で +2.3%と、前月の同+0.7%に続き 2 ヶ月連続で前年比プラスの伸びを回復した。ただし、季節調整後の前月比の伸びは前月が-0.1%、3 月が横ばいとやや停滞している。



(資料) Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

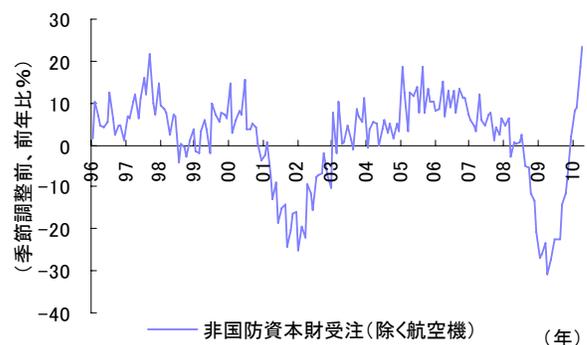
- **カンファレンスボード消費者信頼感指数（5月）は 63.3 ポイント（前月比+5.5 ポイント）、就職困難指数 43.6 ポイント（前月比-1.2 ポイント）**：消費者信頼感指数は 3 ヶ月連続の上昇で 2008 年 3 月以来の水準に回帰した。内訳では現況指数が 30.2 ポイント（前月比+2.0 ポイント）、将来指数が 85.3 ポイント（同+7.9）といずれも上昇している。消費者信頼感指数は過去約 1 年間 60 ポイントを上抜けられずに、回復がやや停滞状況だったが、今回 60 ポイントを超えたところで頭 1 つ抜け出した形だ。また失業率との連動性の強い就職困難指数は 3 ヶ月連続の低下となる 43.6 ポイント。労働環境も確実に好転している。5 月調査は 5 月 18 日が回答期限であり、5 月初の株価急落および反転を含んではいるが、24 日以降の下落は反映していない。6 月以降の消費者信頼感に株価下落がどう反映されるかは要注目である。



(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。シャドー部分はリセッション期(09年6月の終期は筆者見込み)。

- **耐久財受注（4月）は前月比+2.9%、同除く運輸関連同-1.0%、航空機を除く非国防資本財受**

非国防資本財受注(航空機関連を除く)



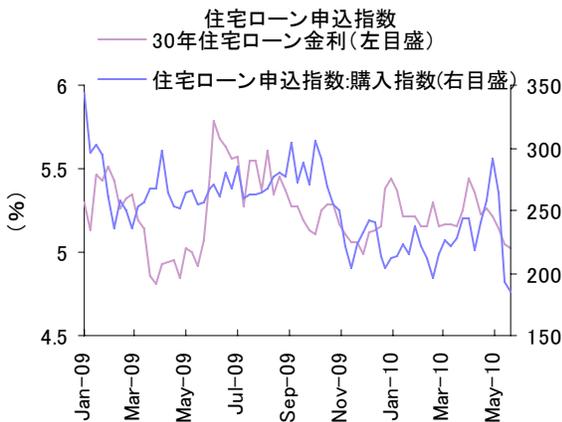
(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

注同-2.4%、同出荷同+0.2%：耐久財受注は過去6ヶ月4ヶ月で前月比増加となる前月比+2.9%の強めの伸びだったが、振れの大きい民間航空機の受注大幅増が全体を押し上げており、運輸関連を除くベースでは-1.0%の減少。また民間機器ソフトウェア投資の先行指標となる航空機を除く非国防資本財受注も前月の+6.5%増から-2.4%に反落した。前年比の伸びは+21.4%と引続き強い伸びになっており、資本財受注の増加モメンタムは強いといえる。同じく機器ソフトウェア投資の基礎統計となる航空機を除く非国防資本財出荷は前月比+0.2%と3ヶ月連続の増加となったものの、先月の同+2.3%からはややペースを落とした。

- **新築住宅販売（4月）は年率504千戸（前月比+14.8%）、在庫期間5.0ヶ月**：新築住宅販売も中古につづき4月は前月比+14.8の大幅な伸び。3月に続き4月末の初回住宅購入インセンティブ制度期限を前に急増した。年率504千戸は2008年5月以来の水準となる。初回住宅販売インセンティブ制度期限前の販売増加は、当初の昨年11月末の期限前ほどではないが中古・新築ともに販売増加に大きく寄与したといえる。5月には



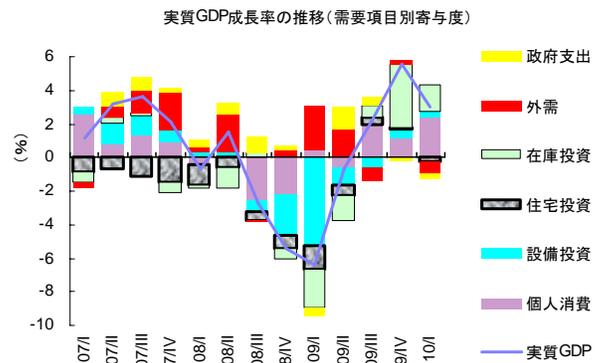
(資料)米商務省、全米建設業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(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

一旦販売は反落するであろうから、その後6月以降にかけて再び販売が増加基調を保つかどうかは住宅市場の回復を確認するポイントになる。

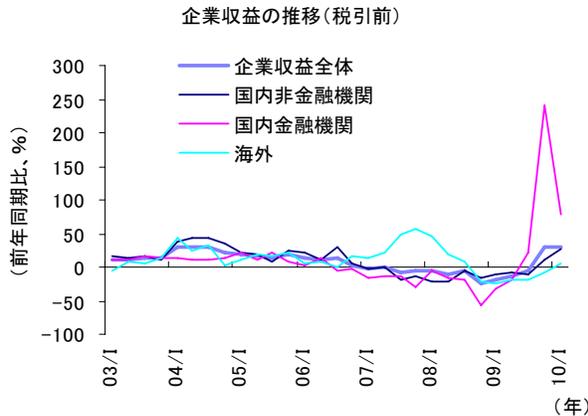
- **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（5月21日週）は前週比+11.3%、リファイナンス指数同+17.0%、購入指数同-3.3%**：住宅ローン申込指数はリファイナンス申込の3週連続の大幅増を反映して上昇した。30年物固定住宅ローン金利は5.02%と極めて低位にあり、これが借換を促している。しかし購入指数はインセンティブ制度終了後5月に入り3週連続の減少。5月の住宅販売は制度期限切れによる反落となりそうだ。
- **第1四半期実質GDP成長率（改訂値）は前期比年率+3.0%（速報値同+3.2%）**：第1四半期の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%と、速報値から-0.2%の下方改訂となった。内訳は個人消費同+3.5%（速報+3.6%）、設備投資+3.1%（速報+4.1%）、住宅投資同-10.7%（同-10.9%）、在庫投資寄与度+1.65%（速報同+1.57%）、純輸出寄与度-0.66%（速報同-0.61%）、政府支出前期比年率-1.9%（速報同-1.8%）。主に個人消費と設備投資の下方改訂が全体を下方に押し下げた。設備投資のうちの機器ソフトウェア投資は前期比年率+12.7%（速報同+13.4%）、構造物投資は同-15.3%（速報同-14.0%）といずれも下方改訂となっている。ただし全体的に改訂幅は小幅で、今後の経済見通しに影響を与えるものではない。



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

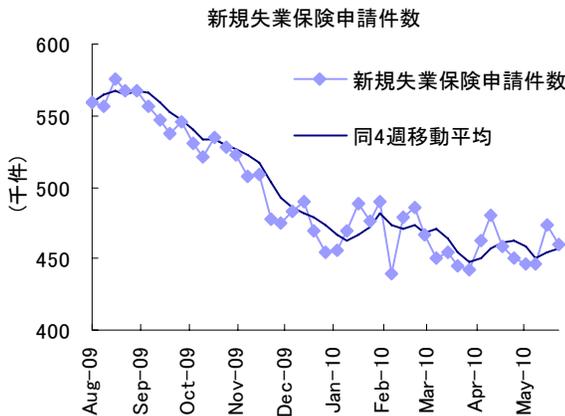
- **企業収益（第1四半期、税引前在庫評価資本減耗調整後）は前期比+5.5%（前年同期比+31.0%）**：企業収益は前期の前期比+8.0%の伸びからやや減速したが5期連続の前期比増益となる同+5.5%。うち国内金融機関は前期比+1.8%（前年比+77.2%）と、前期の前期比+18.6という急激な回復ペースはやや鈍った。一方国内非金融機関は前期比+6.0%と前期の同+8.7%からはやや減速したものの、前年比では+25.7%と2四半期連続のプラス、金融機関にやや遅れて業績

が回復してきている。海外収益は前期比+9.6%と前期の同-5.0%から増益に転じ、前年比の伸びも6四半期ぶりにプラスとなる+6.6%に回復した。



(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(5月22日[※]週)は460千件(前週比-14千件)、継続受給比率(5月15日[※]週)は3.6%(前週比横ばい)、継続受給者数は4607千人(前週比-49千人)**：新規失業保険申請件数は3週ぶりに減少した。前週は474千件の高水準に増加したが、22日[※]週は反落、前週の増加が季節調整のゆがみであった可能性をも示唆している。依然450千件を上回っている上、4週移動平均も456.5千件(前週比+2.25千件)と上を向いたままだが、今後再び450千件割れにむけて減少を続ければ、雇用市場の好転が継続していることが確認できよう。

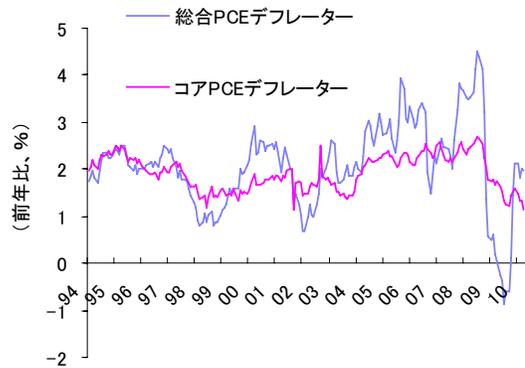


(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **個人消費統計(4月)、名目個人所得前月比+0.4%(前月同+0.4%)、実質個人消費支出前月比横ばい(前月同+0.5%)、個人消費支出価格指数前月比横ばい(前年比+2.0%)、同コア指数前月比+0.1%(前年比+1.2%)**：名目個人

所得は6ヶ月連続の前月比増加となる前月比+0.4%。雇用者報酬(前月比+0.4%)、自営所得(同+1.3%)、賃貸所得(同+0.1%)、利子。配当(同+1.1%)いずれも増加した。一方政府からの移転所得は同-0.2%と6ヶ月ぶりに減少した。雇用・景気の回復により賃金収入や自営収入が増加基調に転じ、政府支援の剥落を補っている自律的な所得増加に移行しつつあるといえる。名目個人消費支出は前月比横ばい。また実質ベースの個人消費支出も前月比横ばい、内訳は耐久財消費前月比+0.1%、非耐久財消費同-0.1%、サービス消費同+0.1%。イースター休暇が4月上旬にシフトしたことでイースター関連の消費が3月に前倒しになったため、4月の実質個人消費は前月比横ばいにとどまったが、前月比マイナスもありえたことを考えれば消費は堅調といえる。第2四半期のGDP統計上の実質個人消費は、5、6月が前月比横ばいだった場合前期比年率+2.0%となる計算になる。個人消費支出物価指数(PCEデフレーター)は前月比横ばい、前年比では+2.0%と、ここ数ヶ月間は2%挟みで安定してきている。同コア指数は前月比+0.1%の上昇だがコア指数は個々数ヶ月間前月比の伸びが横ばいから+0.1%レベルにとどまっていた、前年比の伸びは+1.2%と前月比低下した。

個人消費支出価格指数(PCEデフレーター)の推移



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **ミシガン大学消費者信頼感指数(5月確報)は73.6ポイント(前月比+1.4ポイント)**：消費者信頼感指数は株価の下落にもかかわらず前月比+1.4ポイント上昇したが、73.6ポイントの水準は今年1月の水準を下回り、消費者信頼感の回復は遅いことを示唆している。現況指数は81.0ポイント(前月比横ばい)、期待指数は68.8ポイント(同+2.3ポイント)。また、5年-10年後の長期期待インフレ率は4ヶ月ぶりに上昇して2.9%(前月比+0.2%)となった。

ミシガン大学消費者信頼感指数



(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

米国経済成長率の推移

	2007	2008	2009	2008				2009				2010	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	寄与度
(前期比年率、%)													
実質GDP	2.1	0.4	-2.4	-0.7	1.5	-2.7	-5.4	-6.4	-0.7	2.2	5.6	3.0	3.02
個人消費支出	2.6	-0.2	-0.6	-0.6	0.1	-3.5	-3.1	0.6	-0.9	2.8	1.6	3.5	2.42
耐久消費財	4.3	-4.5	-3.9	-8.9	-5.7	-11.7	-20.3	3.9	-5.6	20.4	0.4	12.2	0.85
非耐久消費財	2.5	-0.8	-1.0	-3.0	2.2	-5.6	-4.9	1.9	-1.9	1.5	4.0	4.0	0.62
サービス	2.4	0.7	0.1	1.8	0.4	-1.3	0.5	-0.3	0.2	0.8	1.0	2.0	0.96
民間固定資本形成													
民間設備投資	6.2	1.6	-17.8	1.9	1.4	-6.1	-19.5	-39.2	-9.6	-5.9	5.3	3.1	0.29
構造物投資	14.9	10.3	-19.8	6.8	14.5	-0.1	-7.2	-43.6	-17.3	-18.4	-18.0	-15.3	-0.49
機器ソフトウェア投資	2.6	-2.6	-16.6	-0.5	-5.0	-9.4	-25.9	-36.4	-4.9	1.5	19.0	12.7	0.78
民間住宅投資	-18.5	-22.9	-20.5	-28.2	-15.8	-15.9	-23.2	-38.2	-23.3	18.9	3.8	-10.7	-0.28
民間在庫投資(億ドル)	195	-259	-1,082	6	-371	-297	-374	-1,139	-1,602	-1,392	-197	339	1.65
純輸出(億ドル)	-6,477	-4,943	-3,556	-5,509	-4,760	-4,792	-4,709	-3,865	-3,304	-3,574	-3,480	-3,683	-0.66
輸出等	8.7	5.4	-9.6	-0.1	12.1	-3.6	-19.5	-29.9	-4.1	17.8	22.8	7.2	
輸入等	2.0	-3.2	-13.9	-2.5	-5.0	-2.2	-16.7	-36.4	-14.7	21.3	15.8	10.4	
政府支出・投資	1.7	3.1	1.8	2.6	3.6	4.8	1.2	-2.6	6.7	2.6	-1.3	-1.9	-0.40
(国内民間最終需要)	1.8	0.1	0.0	-1.7	-0.5	-4.4	-6.4	-7.3	-2.8	2.2	2.1	2.9	2.43
GDP価格指数	2.9	2.1	1.2	1.9	1.8	4.0	0.1	1.9	0.0	0.4	0.5	1.0	-

(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1四半期のGDPは5月27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

(＜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.