



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

July 2, 2010

<FOCUS>

リスク回避はレッドゾーン：投資家心理と消費

- ▶ 株価収益率と米国債利回りからみた投資家のリスク回避度合いはすでに 2007 年のパリバショック後の水準に達している。雇用が横ばいとした場合、個人消費はマイナスもしくはかなり失速するという計算になり、すでに危険水域に近づいている。
- ▶ 株価指数益回りと国債利回りのスプレッド（以下“リスク回避スプレッド”）の推移を見たのが第 2 図である。これによれば、現在の投資家のリスク回避度は 2009 年の金融危機最悪期には及ばないものの、それ以前の 2008 年初のリスク回避ピーク期を既に上回っている。2008 年初のピークは、2007 年 8 月に発生した短期資金市場の流動性危機（いわゆるパリバショック）から発生したものだ。
- ▶ 2000 年から今年 5 月までの月次データによれば、実質個人消費の前年比の伸びがゼロになるのに相当するリスク回避スプレッドは約 2.8% である（第 4 図）。6 月末現在の同スプレッドはすでに 3.8% にまで拡大している。リスク回避と個人消費の関係だけからは、既に実質個人消費の伸びは前年比でマイナスにまで悪化していてもおかしくないことになる。投資家のリスク回避は既に実体経済にとって危険水域にまで拡大していることになる。
- ▶ 今後については、仮に雇用の伸びが極めて緩やか、つまり前年比ゼロ程度の伸びだったとした場合、リスク回避といった市場心理要因が消費の方向性に影響する可能性があり、その影響は無視できないものである可能性があることになる。

<トピック 1> 頭を垂る。。：雇用先行指標

6 月分の雇用統計では、民間雇用の増加ペースが前月よりやや強まったことが判明した。しかし、雇用増加ペースは依然して弱く、また一部先行指標にかげりが見られる。

<トピック 2> 増税カードのタイミング：G20 赤字半減宣言

6 月 27 日に公表されたトロント G20 サミットの首脳宣言では「先進国は 2013 年までに財政赤字を少なくとも半減する財政計画をコミットした」ことが明記された。

<経済・金融の動向：6 月 28 日～7 月 2 日現在> 下値抵抗線ブレイクし更に下値リスク

<経済指標コメント>カンファレンスボード消費者信頼感指数（6 月）は 52.9 ポイント（前月比-9.7 ポイント）、他。

<FOCUS> リスク回避はレッドゾーン：投資家心理と消費

株価収益率と米国債利回りからみた投資家のリスク回避度合いはすでに 2007 年のパリバショック後の水準に達している。雇用が横ばいとした場合、個人消費はマイナスもしくはかなり失速するという計算になり、すでに危険水域に近づいている。

各市場でリスク回避が顕著になっている：銀行間市場は意外に平静

欧州危機問題が米国の金融市場に顕在化したのは 5 月初の株価急落の頃からだった。以来市場ではリスク回避方向に資金が流れていると思われる動きがかなりはっきりしている。

株価下落のほか、商品市場では金価格が上昇、原油価格が下落している。安全資産とされる米国債には資金が流入し、2 年物米国債利回りは 1%を大きく割り込む 0.6%台にまで低下、10 年物も 3%を割り込む水準にまで低下している。為替市場では、円キャリーポジションの巻戻しと思われる円買いが進み、ドル円は今週 1ドル=87円台にまで下落した。

当レポートでは金融システムを通じた欧州財政危機リスクの波及が、景気 2 番底というリスクシナリオの 1 つの要因だと考えている。金融システムを通じたリスクの波及は、カウンターパーティリスク拡大を通じた信用収縮と流動性リスクの拡大により起こる。

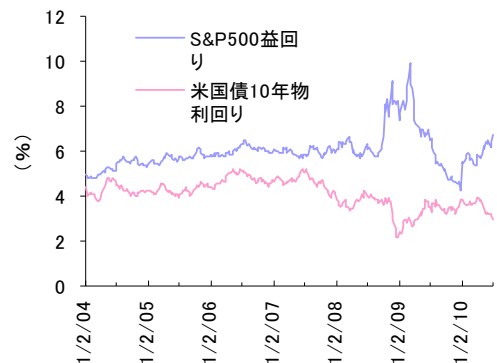
現在銀行間市場の流動性リスクはさほど顕現していない。米ドルの 3 ヶ月物 LIBOR は 0.53%台の高値圏にあるとはいえここ 1 ヶ月ほどは横ばい推移で安定している。3 ヶ月物米国債利回りとのスプレッドも拡大はしているが、2008 年のリーマンショックや、2007 年の流動性悪化時に比べてもまだ小さい。

株式・米国債市場のリスク回避度はパリバショック後をすでに上回っている

銀行市場が比較的安定しているのに対し、投資家のリスク回避傾向はより顕著に悪化している。銀行間市場に中銀の流動性対策がセーフティネットとして働いていることが当面の安定をもたらしているが、株式市場・消費市場ではより安全志向が顕著にでやすい。

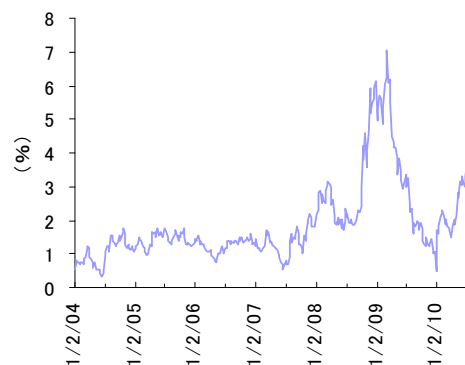
第 1 図は、S&P500 指数の益回り（1/株価収益率×100）と、米国債 10 年物利回りの推移の比較である。投資家のリスク回避が株式からの資金流出と安全資産である米国債への資金流入を呼び起こすとした場合、この両者の利回り較差（株価指数益回り-国債利回り）は、投資家のリスク回避度合いを示すひとつ

第1図：S&P500益回りと米国債10年物利回り



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：S&P500益回りと米国債10年物利回りのスプレッド



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

の指標になりうる。

株価指数益回りと国債利回りのスプレッド（以下“リスク回避スプレッド”）の推移を見たのが第2図である。これによれば、現在の投資家のリスク回避度は2009年の金融危機最悪期には及ばないものの、それ以前の2008年初のリスク回避ピーク期を既に上回っている。2008年初のピークは、2007年8月に発生した短期資金市場の流動性危機（いわゆるパリバショック）から発生したものだ。パリバショック以後各国中銀は大量の流動性供給と政策金利引下げでこれに対応、2008年の半ばにかけて一旦はリスク回避は沈静化した。しかしその後2008年9月のリーマンショックで金融危機は最悪期に突入した。

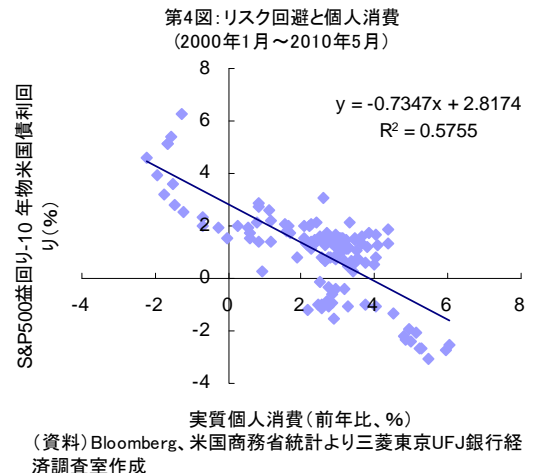
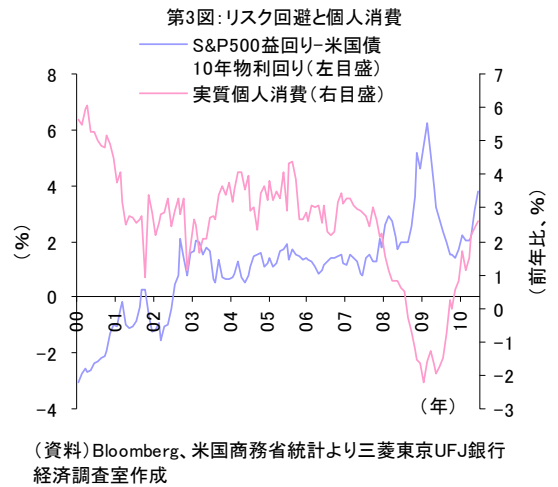
リスク回避は個人消費にリアルタイムに連動する

リーマンショックのいわば前触れであったパリバショックによるリスク回避を越えるリスク回避が市場で起こっているとすれば、今後の金融市場や実体経済の見通しはやや暗くなってくる。

リスク回避が実体経済に及ぼす影響を見るひとつの試みとして、2000年以降の月次データをもとに、上記リスク回避スプレッドと、米国の実質個人消費の伸びの推移を比較したのが第3図である。これによれば、両者の間には相関係数=約-0.75の逆相関関係（ $R^2 = 0.57$ ）が見られる。投資家のリスク回避と個人消費の悪化はほぼ同時に進行する可能性が高いことになる。

同じことを、鉱工業生産指数など企業部門の需要を含む指標で試しても、あまり強い逆相関は見られない。金融危機の際もそうであったように、企業部門の生産は景気の悪化に対する反応がやや遅れる傾向がある。個人消費を中心とする家計部門のほうがよりセンチメントに対して迅速に反応する。

2000年から今年5月までの月次データによれば、実質個人消費の前年比の伸びがゼロになるのに相当するリスク回避スプレッドは約2.8%である（第4図）。6月末現在の同スプレッドはすでに3.8%にまで拡大している。リスク回避と個人消費の関係だけからは、既に実質個人消費の伸びは前年比でマイナスにまで悪化していてもおかしくないことになる。投資家のリスク回避は既に実体経済にとって危険水域にまで拡大していることになる。



実体経済指標を変数に加えると、何とかプラスの消費は正当化できる

上記の試算は投資家リスク回避と実質個人消費を直接的に比較しただけで、両者の連関をつなぐ要素や、他の実体経済要因を捨象している。

そこで、実質個人消費を決定する変数に実体経済の動向を現す非農業部門雇用者数の前年比の伸びを加えてみると、補正 R^2 は 0.78 にまで上昇、かつリスク回避スプレッドも統計的に有意な変数となった。

その場合、リスク回避スプレッドの1%の拡大は実質個人消費を約0.53%押し下げるとの結果になった(第1表)。

6月現在で非農業部門雇用者数の前年比の伸びは概ねゼロにまで回復した。その場合、3.8%のスプレッドに対応する実質個人消費の前年比の伸びは約+0.9%となる。雇用悪化に歯止めがかかった現在では、雇用による購買力の維持で消費のマイナスへの悪化は避けられることになる。しかしそれでも、現在の実質個人消費の伸びのレベルよりもかなり低い水準に低下してしまう計算になる。

また、上記モデルによる個人消費の推計値と実績値を比較してみると(第5図)、今年に入ってからの実質個人消費の伸びは、概ね推計値を上回るペースになっている。今年に入ってから個人消費の伸びが所得などの家計購買力の伸びに対してあまりに急速であったことは既に何度か観察してきた。ここでも同様に、今年に入ってから消費の急激な伸びは、景気後退期にやや過度消費を切り詰めたことにより潜在需要の積み上がりが主な加速要因であったことが推測できる。

株価下落、雇用先行指標の悪化は、持続的成長シナリオのリスクを増している

今後については、仮に雇用の伸びが極めて緩やか、つまり前年比ゼロ程度の伸びだったとした場合、リスク回避といった市場心理要因が消費の方向性に影響する可能性があり、その影響は無視できないものである可能性があることになる。

当レポートでは主に雇用の持続的拡大(そのペースは遅いものの)による所得の伸びの回復をベースに、個人消費を中心とした米国経済は低成長ながら持続的回復になると予想している。しかし、欧州財政危機の米国金融市場への顕在化以後、特に今週に入ってその前提にやや揺らぎがでてきている。

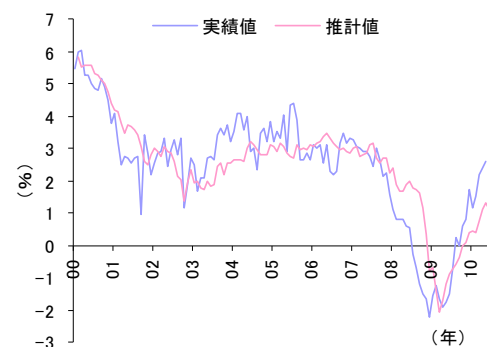
第1表: 実質個人消費の決定要因と係数(2000年1月~2010年5月)

定数項	3.2507 (27.3699)	2.3963 (23.2315)	2.9601 (32.4971)
S&P500益回りと 米国債10年物利回りのスプレッド(%)	-0.7833 (-12.9134)		-0.5375 (-10.7126)
非農業部門雇用者数(前年比、%)		0.6855 (12.6240)	0.4623 (10.4269)
補正 R^2	0.5721	0.5609	0.7719

(資料)各種統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

()内はt値

第5図: 実質個人消費の伸び



(資料) Bloomberg、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



ひとつの大きな問題は、今週 NY ダウが更に大幅続落して、これまでの下値抵抗線だった 9800 ドルレベルを割り込んできたことである。当レポートでは、主に資産効果による消費拡大の源泉としての株価は年間を通じて概ね NY ダウ 1 万ドル以上を維持できることを、持続的成長シナリオの前提としてきた。今後の株価についてその方向を拙速に判断することは困難だが、メインシナリオ維持にやや揺らぎが出ていることは間違いない。

また持続的な雇用の拡大も、先行指標の悪化によりやや下方リスクが増している（＜トピック 1＞参照）。

そこにリスク回避要因である。上記の通り、リスク回避要因の悪化を補ってあまるだけの雇用拡大ペースが継続するのであれば問題はない。しかし欧州危機からの連想でこのまま市場のリスク回避が拡大して、雇用増による所得効果を相殺するようになった場合、欧州危機はまたも金融市場を通じて米国にも伝染した、という結果になりかねない。

(＜FOCUS＞)

<トピック1> 頭を垂る。。：雇用先行指標

6月分の雇用統計では、民間雇用の増加ペースが前月よりやや強まったことが判明した。しかし、雇用増加ペースは依然して弱く、また一部先行指標にかげりが見られる。雇用回復は緩やかなペースにとどまるという当レポートの見通しに沿った実績ではあるが、この先はやや下方リスクが勝ってきている。

民間雇用の伸びはまだ遅い

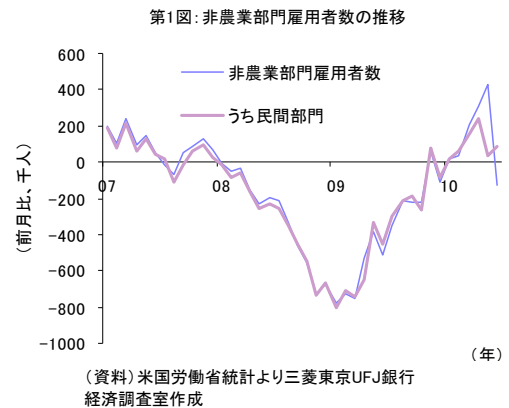
2日に公表された6月分雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比-125千人の減少、うち連邦政府による国勢調査要員の一時雇用終了に伴う雇用減-225千人を差し引くと同+100千人の増加となった。

民間部門の雇用は同+83千人と、1月以来6ヶ月連続の増加、かつ前月の同+33千人からやや増加ペースが加速した。しかし、100千人を下回る雇用増加ペースは決して順調とはいえない。また民間部門の雇用者増加ペースは、4月の241千人増から大きく減速している(第1図)。

業種別の増減を見ると、大きく好転したのは娯楽・宿泊業(5月の天候要因の反動か)、専門ビジネスサービス業など一部にとどまり、多くの業種で低迷が続いている。製造業は先月の前月比+32千人から+9千人に大きく雇用の伸びを縮め、うち自動車・同部品製造業は4ヶ月ぶりの減少となっている(章末第1表参照)。

過去2ヶ月間で連続して雇用を減少させたのが建設業、小売業、金融業の3業態である。建設業は非住宅建設雇用が6月に大幅に減少したのが効いている。小売は5月の小売不振につづき、6月も小売売上が低迷したことを示唆している。5月の統計時点では建設、小売の2業種の雇用減少は住宅インセンティブ制度終了や、悪天候による小売売上不振という一時的な要因による可能性が高いと見ていたが、6月にも同じ業種の雇用が減少していることはこれらの雇用市場の悪化がもうすこし趨勢的なものである可能性を示唆している。

失業率は数字上は先月の9.7%から9.5%に低下した(第2図)が、これはあまりよい内容ではない。家計調査によれば、就業者数、労働力人口のいずれもが減少している。つまり職を失った労働者が増加して労働市場から退出したことによる見かけの失業率低下である。この傾向は5月、6月の2ヵ月連続して続いている。これは今後、労働市場が好転した際に再び失業率が上昇する可能性を示唆している。



週労働時間の減少、在庫など他の統計でも先行指標が伸び悩んでいる

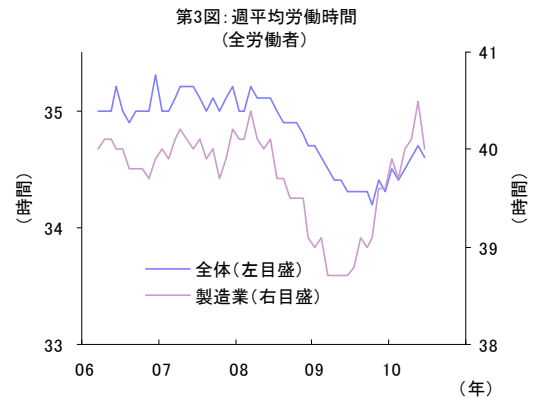
さらに今後にとっての不安要素は、先行的な指標にかげりが見え始めていることである。労働市場の先行指標とされる製造業の週平均労働時間（全労働者）は、4ヶ月ぶりにしかも大幅に減少した（第3図）。5月までは小売を始めとする企業の売上が好調な一方、在庫がやや不足気味であったこともあり、企業は早いペースの在庫積み増しに迫られていた。5月ころには在庫水準がほぼ適正なレベルになった上、売上ペースが減速したことでその後の在庫積み増しペースは需要拡大に応じたものにとどめることが出来るようになったと考えられる。こうした背景が、労働時間の短縮を生み、労働力のタイト化が緩和されてきたといえる。

同様の状況は、製造業在庫統計で在庫残高が5月に減少していることや、ISM 製造業景況感調査において、サプライヤーの入荷遅延指数が低下に転じたことから推測できる。

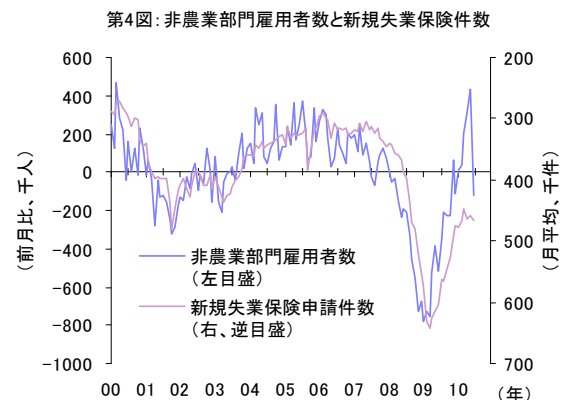
また他の統計でも労働市場の先行的な指標にかげりが見えている。新規失業保険申請件数が450千件を上回る水準のまま減少しないことはその第一である。特に、新規失業保険申請件数と非農業部門雇用者数増減の相関からは、5月までの雇用増加ペースは明らかに過大であった（第4図）。2000年から2009年までのデータからの当レポート試算によれば、非農業部門雇用者数の増加が安定的に見られるには、新規失業保険申請件数は週あたり378千件レベルにまで減少しなければならない計算になる。現状の450千件を越える失業保険申請の水準は、毎月-250千人を越える雇用減少局面に相当する。これは、国勢調査員の一時雇用終了による雇用減-250千人の他の雇用がゼロである状況にほぼ等しい。

当面は景気後退期に積みあがった潜在需要の実現分の残りや、緩やかとはいえ増加している民間雇用による購買力拡大でそこその需要増加は見込める。また設備投資関連の出荷が堅調なことで、資本財関連の需要は当面もつだろう。欧州財政危機のリスクが米国金融市場に顕在化した5月以降は消費者センチメントもやや低下しているものの、企業が人員削減を再開するにはいたっていない。現状では今後も雇用は緩やかな増加を続けるという予想は維持する。

しかし、先行指標の悪化の兆しは、労働市場回復見通しにやや下方リスクが生じてきていることを示唆している。



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表:非農業部門雇用者数の推移

	09/7	8	9	10	11	12	10/1	2	3	4	5	6
非農業部門雇用者数 (前月比、千人)	-346	-212	-225	-224	64	-109	14	39	208	313	433	-125
民間部門	-297	-215	-186	-262	75	-83	16	62	158	241	33	83
製造業	-43	-57	-48	-57	-25	-18	22	16	19	38	32	9
自動車及び同部品	37	-8	-1	4	-5	-1	27	-9	4	4	6	-3
建設業	-80	-64	-71	-67	-15	-36	-60	-51	27	22	-30	-22
サービス業	-169	-85	-65	-131	108	-29	46	90	101	174	20	91
小売業	-54	-15	-48	-63	9	-15	49	7	23	14	-11	-7
金融業	-23	-24	-12	-19	2	-9	-22	-7	-19	2	-12	-15
専門ビジネスサービス業	-48	-34	-22	11	106	22	23	56	1	70	25	46
人材派遣業	-9	-16	-9	42	95	50	49	36	32	23	31	21
教育・医療サービス業	21	35	26	35	31	37	20	30	49	28	20	22
娯楽・宿泊業	-4	-18	16	-54	-21	-33	12	23	23	36	-8	37
政府部門	-49	3	-39	38	-11	-26	-2	-23	50	72	400	-208
失業率(%)	9.4	9.7	9.8	10.1	10.0	10.0	9.7	9.7	9.7	9.9	9.7	9.5
製造業週平均労働時間(注)	38.8	39.1	39.0	39.1	39.6	39.6	39.9	39.7	40.0	40.1	40.5	40.0
時間当たり賃金(注)	22.20	22.28	22.30	22.35	22.39	22.38	22.45	22.48	22.48	22.50	22.55	22.53

(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。

(注)民間全雇用者

<トピック1>

<トピック 2> 増税カードのタイミング：G20 赤字半減宣言

G20 サミット首脳宣言で 2013 年までの財政赤字半減をコミット

6月27日に公表されたトロント G20 サミットの首脳宣言では「先進国は 2013 年までに財政赤字を少なくとも半減する財政計画をコミットした」ことが明記された。

今回のトロント G20 では、ギリシャなどの財政危機を抱え財政緊縮に舵をきる欧州と、景気刺激策の継続を主張する米国の対立がひとつの焦点だった。オバマ大統領はサミットに先立つ 6月16日に G20 参加国首脳に書簡を送付、「景気刺激策の早すぎる終了が新たな経済悪化と景気後退を招いた過去の過ち」に鑑み、拙速な財政緊縮に反対する立場を鮮明にしていた。

結果的に公表された首脳宣言は、成長の重視と財政規律を併記した総じて玉虫色のものだった。しかし、その中で上記の財政赤字削減について、2013 年までに半減という数値目標が明記されたことは、予想以上に強い内容だ。財政支出継続による景気刺激維持を唱える米国の譲歩のようにも見える。

大統領予算教書ではすでに 2013 年までの半減を提案済み

だが、実際にはそうではない。2013 年までに財政赤字を半減する財政「計画」はすでに今年の初めにオバマ大統領が公約した計画を焼きなおしたにすぎない。

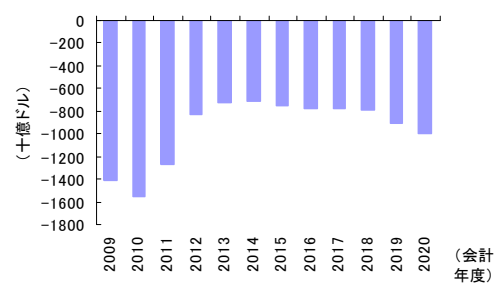
2月に公表されたオバマ大統領の予算教書ではすでに、2010 年度に 1.5 兆ドルを越える財政赤字が、2013 年度には 7270 億ドルに半減する計画が提案されている。つまり、2013 年までの財政赤字半減「計画」は G20 サミットの何ヶ月も前に大統領が「コミット」した出来あいのものを追認したのに過ぎない。さらに巧妙なのは、

大統領予算教書では 2014 年度（暦年では 2013 年末を含む）に財政赤字が最小になる計算になっていることだ。その後再び財政赤字は拡大し、2020 年には再び 1 兆ドルを越えることになっている。「2013 年までに財政赤字半減」はあたかも大統領予算教書の数字に合わせたかのようなコミット内容だ。

むしろ予算教書の赤字削減計画も全てが現実的なわけではなく、イラク戦費の削減や、銀行課税、ヘッジファンドなどへのキャピタルゲイン課税増税など、まだ実現が不確実なものもある。しかし、景気対策法による 8000 億ドル近い支出が自然に剥落するだけでも概ね現在の財政赤字の半分に相当する。実現性の如何はともかく「財政計画へのコミット」としては予算教書公表で十分すぎるほどだ。

この点は大統領自身も認めていて、米国はあらたな財政支出削減をするわけでもなく、むしろ他国に先駆けて財政規律の強化をしたのだと述べている。G20 サミット後の記者会見で大統領は「我々はかなり前にすでに、2013 年までに財政赤字を半減することを提案してい

第1図：2011年度大統領予算教書による財政赤字見通し



(資料) 大統領予算教書より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

る」「したがって今回採用された時間軸と政策は我々の見方に一致するものである」とのべている。

その後 2020 年に 1 兆ドルまで赤字再拡大の予想：これが本来の課題

かように、形式上の G20 宣言のコミットは、既に米国については既決事項ということになる。現実的な問題はその後だ。上記の通り予算教書においても、2014 年度以降財政赤字は再び拡大することになっている。そこでは医療費、社会保障の膨張が大きな財政支出拡大要因になっている。オバマ大統領にとっての本来の課題は 2013 年までの財政赤字半減ではなく、10 年後を見据えた財政赤字の縮小である。予算教書段階ではそうした本質的な財政赤字対応策の答えは見出されていなかった。大統領自身も述べるとおり、現在の米国の財政は維持不可能である。

長期的な財政赤字削減のため、オバマ大統領は予算教書公表と同じ 2 月に大統領令を発し、超党派の財政委員会を設置して 2015 年までに財政赤字を解消する政策の策定を指示している。委員会は 12 月 1 日までにその報告書を提出するように指示されている。

2015 年までの財政赤字解消は一見かなり非現実的な高いハードルである。予算教書にはすでに、ブッシュ減税の一部廃止、大企業を中心とした補助金や税優遇の廃止など、ブッシュ政権の負の遺産とオバマ大統領がみならず税制優遇の見直しはすでに予算教書に盛り込まれている。さらに歳出凍結についてもかなり厳しい内容を盛り込み済みである。

中間選挙後にいよいよ VAT 導入提案を公表か

個々から更に維持可能な財政規律を在任中に打ちたてようとするれば「年収 250 千ドル以下の家計には増税しない」というオバマ大統領の公約を見直すような新たな財源が必要になるだろう。過去にも述べたように（2 月 5 日付当レポート<トピック 1>「いずれ増税は不可避と見る」、5 月 28 日付当レポート「ファンド課税の功罪」参照）、財政赤字の持続的解消のためには、広い増税とくに米国では現在導入されていない、連邦付加価値税（VAT）の導入が必要だと当レポートでは見ている。

最近の状況証拠はさらにその方向を指している。超党派財政委員会の報告書提出期限は 12 月 1 日だが、オバマ大統領は G20 後の記者会見で、その報告書の発表を「11 月に開始」と述べた。つまり、11 月の中間選挙前の時期を避け、選挙終了後に財政赤字削減策の公表を行うとの意図が読み取れる。

さらに同じ会見で大統領は「来年に私は、わが国にとって極めて難しいいくらかの選択肢を提案し始める」と述べている。「極めて難しい選択肢」には歳出削減、増税、双方あろうが、片方だけではもはや赤字解消は困難であろう。どこかの段階でオバマ大統領は VAT などの増税提案に踏み切らねばならないと見る¹。

<トピック 2>

¹G20 記者会見をうけた、米メディアにおける VAT 導入の可能性を見る論調に 6 月 28 日付 USA Today “Obama on deficit and debt crisis”, 7 月 2 日付 WSJ 紙 “The Obama Tax Trap”がある。

＜経済・金融の動向：6月28日～7月2日現在＞
下値抵抗線ブレイクし更に下値リスク

- ▶ **株価市場**、NYダウは2週続落、前週末比457ドル安の9686ドルで2日の取引を終えた。NYダウは2日まで7営業日続落、また過去2週間の下落幅は764ドルに及んでいる。1週間でもっとも下落の大きかった6月29日は、中国の景気指標の下方改訂や、カンファレンスボード消費者信頼感指数の低下が要因とされているが、いずれも景気動向を大きく転換する材料とは言いがたい。市場全体のリスク回避が更に進行している結果と見たい。S&P500の10業種別騰落率は、金融、素材、資本財、情報技術など景気敏感株を中心に10業種全てが前週末比で下落した。
- ▶ **為替市場**ではドルが対円、対ユーロで下落した。ドル円は先週末の1ドル=89円から、今週は87円台にまで下げた。ユーロは、先週の1ユーロ1.23ドル台後半から、今週は1.25ドル台までユーロが上昇した。債券市場では米国債利回りが更に低下、10年物米国債利回りはほぼ1年ぶりに3%を割り込んだ。
- ▶ **向こう1週間**は、6日に6月ISM非製造業指数、8日に大手小売業既存店売上高の発表があるほかは経済指標、イベントともに薄め。
- ▶ 株式市場は、これまでの下値抵抗線だったNYダウ9800ドルを割り込んだ。テクニカルには更に下値を追う形だ。中期的にも4月下旬の11200ドル台を頂点とするヘッドアンドショルダーを形成していて、弱気シグナルとなっている。次の下値は9000ドルレベルまで目処がない。しばらくは弱気基調が継続すると見ざるを得ない。ISM非製造業指数が企業景況感の鈍化を示す結果になれば、さらにリスク回避がすすんで下落の可能性がある。ただし来週は営業日も少なく、材料難かつ7月後半からの企業決算待ちとなるため、一時的にショートカバーの買いにより持ち直す動きがあってもおかしくない。ともあれ、NYダウ10000ドル以上を概ね維持という当レポートの成長シナリオの前提にはやや黄信号が灯りつつある。

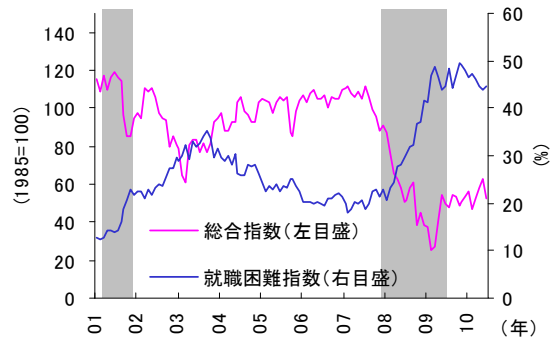
(＜経済・金融の動向＞)

<経済指標コメント>

➤ **個人消費統計(5月)：名目個人所得前月比+0.4% (前月同+0.5%)、名目個人消費前月比+0.2% (前月同横ばい)、実質個人消費前月比+0.3% (前月同横ばい)、貯蓄率 4.0% (前月比+0.2%)、個人消費支出価格指数前月比横ばい (前年比+1.9%)、同コア指数前月比+0.2% (前年比+1.3%)**：個人所得は7ヵ月連続の増加ないし横ばいとなる前月比+0.4%、前年比の伸びは+1.6%と前月の同+2.6%から大きく減速したが、これは昨年5月の一時的な給付金の増加によるもの。内訳では、雇用者報酬が前月比+0.4%と堅調な伸びであるものの、前年比の伸びは+1.0%にとどまっています、まだ雇用回復による賃金収入の伸び回復が遅いことを表している。一方で2009年の景気対策法施行後1年を経過して、減税・給付金の前年の伸びが急激に縮小している。移転所得の前年比の伸びは前年比+0.6%にまで縮小、逆に租税は前年比の伸びが+0.2%にプラス転化している。家計の所得の伸びは政府支援にはもはや頼れず、給与所得等で自律的に増加していくより他はなくなっている。そのため今後の所得の伸び維持には雇用の安定的増加が必要条件になる。名目個人消費は前月比+0.2%と堅調、前年比の伸びも+4.5%にまで拡大した。ただしこの消費の伸びは、名目可処分所得の前年比の伸び(+1.7%)に対していかにも大きく、これまでの景気回復局面における消費の回復ペースがやや早すぎたことを示唆している。実質個人消費は前月比+0.3%。6月が5月比横ばいと仮定した場合の第2四半期のGDP統計上の実質個人消費は前期比年率+2.5%になる計算だ。個人消費支出価格指数(PCEデフレーター)は、2ヶ月連続の横ばいにとどまり、前年比の伸びは再び2%を割り込んだ。コア指数の前年比の伸びも依然低下基調にあり、デフレ圧力はまだ強いといえる。

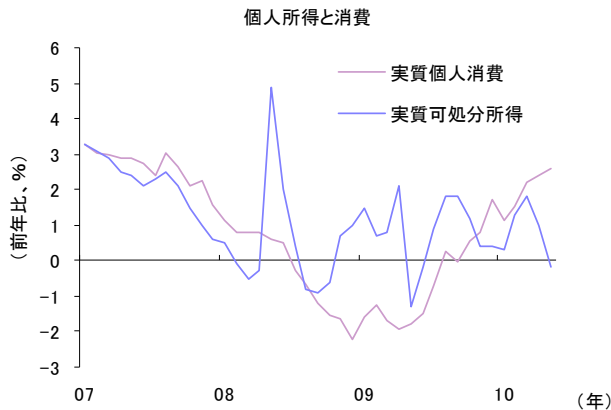
➤ **カンファレンスボード消費者信頼感指数(6月)は52.9ポイント(前月比-9.7ポイント)**：消費者信頼感指数(1985=100)は3ヶ月連続上昇ののち6月は-9.7ポイントの大幅な低下となる52.9ポイント。現況指数25.5ポイント(前月比-4.3ポイント)、将来指数71.2ポイント(同-13.4)といずれも低下、特に将来指数の低下が著しい。総合指数の低下幅は、大幅な株価下落や悪天候のあった2月の低下幅に匹敵する。指標公表元のカンファレンスボードは「最近の雇用増の鈍化の結果、経済と労働市場の不確実性を増したことが指数急低下の原因」としている。6月29日の株式市場はこの指標公表後に大きく下落した。ただし水準的にはまだ昨年後半からのレンジの範囲内であって、消費者信頼感の大きな下離れというわけではない。失業率の連関性の高い就職困難指数は44.8とこちらも4ヶ月ぶりの悪化。

消費者信頼感指数の推移

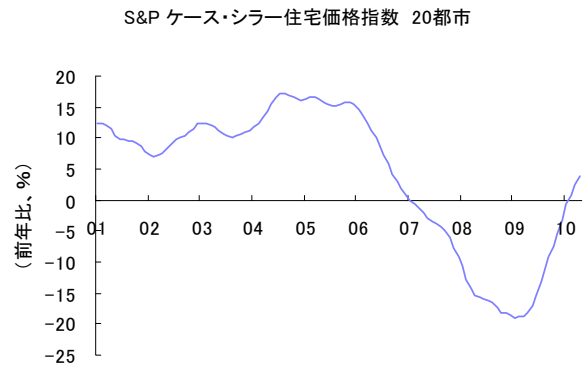


(資料)カンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。シャドー部分はリセッション期(09年6月の終期は筆者見込み)。

➤ **S&P ケースシラー住宅価格指数(20都市、4月)は前年比+3.8%、季節調整済前月比**



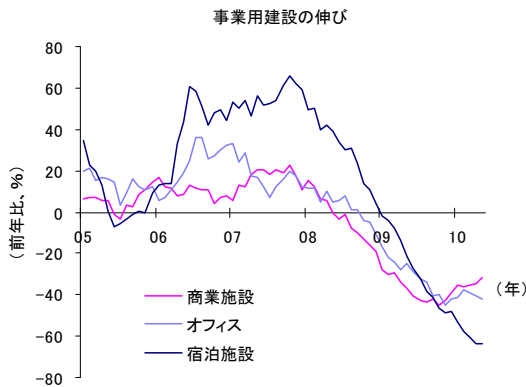
(資料)米商務省、ミシガン大学統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料)Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

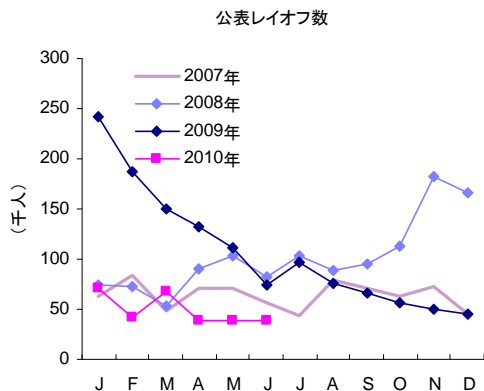
+0.4%：住宅価格指数は前年比で3ヶ月連続の上昇、また季節調整済前月比でも3ヶ月ぶりに上昇した。前月比で住宅価格が上昇した都市数は3月の10都市から4月には17都市に急増した。ただし、4月は住宅購入インセンティブ制度の期限となる月で、駆け込み購入により価格上昇ペースが加速した可能性がある。その後住宅販売はやや軟化していることから、5月以降はやや住宅価格も緩むと見る。

- **建設支出（5月）は前月比-0.2%（前月同+2.3%）、うち民間非住宅建設支出同-0.6%、民間住宅建設支出同-0.4%**：建設支出は3ヶ月ぶりの前月比減少。うち民間部門の住宅建設支出はインセンティブ制度終了の影響で3ヶ月ぶりに減少に転じた。民間部門の非住宅建設支出は先月一時的に増加したが、再び減少に転じ、過去12ヶ月中11ヶ月で減少する低迷が続いている。6月が5月比横ばいだった場合、第2四半期の非住宅建設支出は前期比年率-1.5%と、前期よりマイナス幅が大きく縮小する計算になる。トレンドではオフィスや商業施設にやや減少ペースの低下が見られる。



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

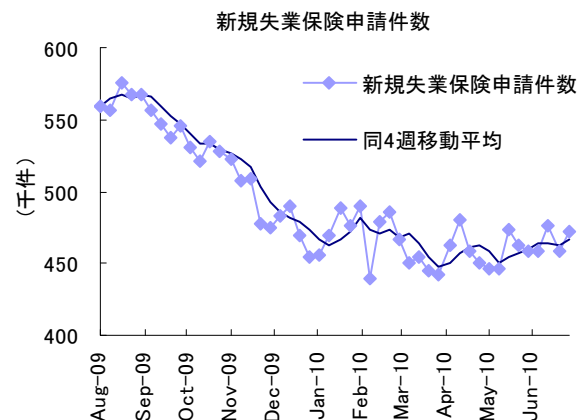
- **チャレンジャー社公表レイオフ数（6月）は前年比-47.1%（前月同-65.1%）**：チャレンジャー



(資料) Challenger, Gray & Christmas社調査、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

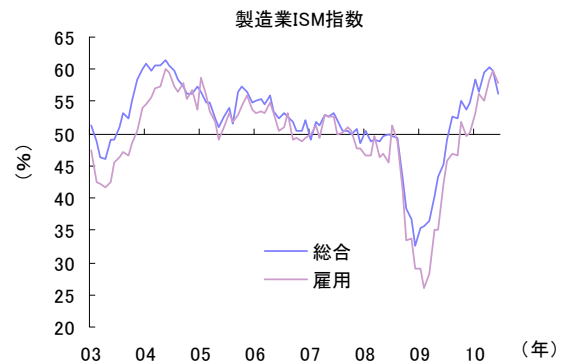
一社集計の公表レイオフ数は昨年同月に比べ大幅な減少を続けている。件数ベースでも39.4千件と3ヶ月連続で40千件をやや下回る低水準にとどまっている。企業の採用意欲はまだ強くはないが、人員削減は概ね平時の状況である。

- **新規失業保険申請件数（6月26日週）は472千件（前週比+13千件）、継続受給比率（6月19日週）は3.6%（前週比横ばい）、継続受給者数は4616千人（前週比+43千人）**：新規失業保険申請件数は前週の減少から反発して増加、4週移動平均も466.5千件（前週比+3.25件）と上昇に転じた。5月中旬以降新規申請件数は450件台~470件台のレンジで推移していて、450件レベルを下抜けられずにいる。6月より連邦政府の国勢調査要員の一時雇用終了がはじまっていて、これが申請件数の増加につながっている可能性はある。しかし、継続的な新規失業保険申請の450千件を越える高止まりは、まだ雇用環境が完全に回復していないことを示唆している。



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **ISM製造業指数（6月）は56.2%（前月比-3.5%ポイント）**：ISM製造業指数は2ヶ月連続の低下となる56.2%。11ヶ月連続で景気判断の分か



(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

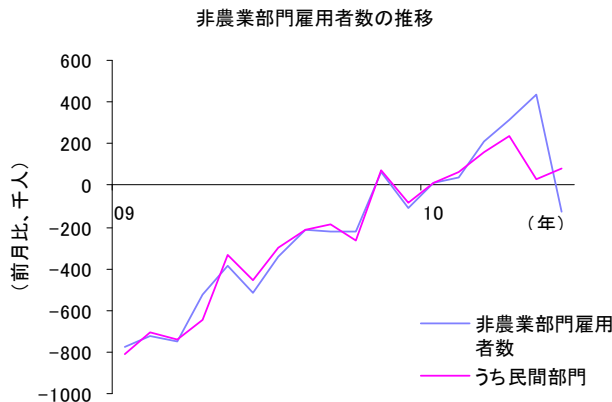
れ目となる 50%を上回っているが、上昇にはかげりが見られる。総合指数を構成する 5 つの DI は、新規受注 DI が 58.5%（前月比-7.2%ポイント）、生産 58.5%（同-7.2）、雇用 57.8%（同-2.0）、入荷遅延 57.3%（同-3.7）、在庫 45.8%（同+0.2）と、在庫を除く 4 つの DI が前月比で低下している。前月 5 月の総合指数低下は主に在庫 DI の低下が大きく寄与していたが、6 月は広い生産・雇用関連 DI が低下していて、内容的にも悪くなっているといえる。

- **新車販売台数（6 月）は年率 11.8 百万台（前月同 11.6 百万台）**：新車販売台数は 2 ヶ月連続の増加、昨年秋をボトムに緩やかながら増加傾向をたどっている。



(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

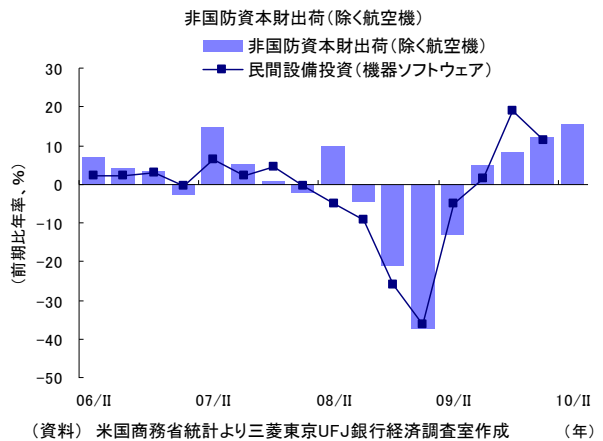
- **雇用統計（6 月）、非農業部門雇用者数は前月比-125 千人（前月同+433 千人）、うち民間部門+83 千人（前月同+33 千人）、失業率 9.5%（前月比-0.2%）**：非農業部門雇用者数は前月の増加から転じて-125 千人の減少。このうち連邦政府による国勢調査要員の一時雇用終了にともなう雇用減が-225 千人含まれており、これを除くと非農業部門全体では+100 千人の増加となった。民間部門は+83 千人と、1 月以来 6 ヶ月連続の雇



(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

用増、かつ前月一旦減速した増加ペースやや加速した。しかし 241 千人の増加を見せた 4 月のペースに比べればペースは減速している。業種別では、住宅インセンティブ制度終了の影響を受けた建設業が 2 ヶ月連続の減少となる-22 千人、また小売業、金融業も 2 ヶ月連続の減少となっているのが目立つ。また製造業も雇用を増加させたもののそのペースはやや落ちている。雇用を増加させたのは専門ビジネスサービス、教育・医療、娯楽・宿泊の各業種。製造業の週平均労働時間も 4 ヶ月ぶりに減少していて、労働力の若干の緩みを示唆している。失業率は前月比-0.2%の低下となる 9.5%だった。しかし、内容を見ると家計調査の就業者数、労働力人口いずれも減少した結果の失業率低下であって、求職を停止して労働力人口から流出が起きていることを表している。全体として雇用の回復は継続しているがそのペースは遅いといえる。また、週労働時間の減少、新規失業保険申請件数の増加など、一部先行指標にも翳りが見える。

- **製造業受注（5 月）は前月比-1.4%、製造業在庫同-0.4%、航空機を除く非国防資本財受注同+3.9%、同出荷同+1.4%**：製造業受注は 9 ヶ月ぶりの前月比減少、ただし振れの大きい民間航空機の受注減が全体を押し下げていて、設備投資の先行指標となる航空機を除く非国防資本財受注は前月比+3.9%の大幅増、過去 6 ヶ月中 4 ヶ月で前月比増加と依然好調。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航空機を除く非国防資本財出荷は 4 ヶ月連続の前月比増加となる前月比+1.4%。6 月の出荷が 5 月比横ばいだった場合、第 2 四半期の出荷は前期比年率+15.4%と、前期の+12.1%を上回るペースになる。尚、製造業在庫は前月比-0.4%と 8 ヶ月ぶりに減少に転じた。



(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

(＜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.