



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

April 2, 2010

<FOCUS>

雇用は大幅増で安全圏に入った：3月雇用統計

- 3月分雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+162千人の大幅増加となった。米国雇用市場は今年初めに既に調整を終了していて、現在はほぼ安全圏に入ったと考える。雇用は今後も緩やかながら拡大を続けると予想する。
- 3月の非農業部門雇用者数は、2月の悪天候要因の反動や国勢要員雇用などの一時的要因で押し上げられてはいるが、そうした一時的要因を除いても雇用は増加している。事実上雇用拡大は1月に開始し、今も増加基調を保っているといっている。
- 雇用市場に関する先行指標も好転している。天候要因で2月に一時的に増加した新規失業保険申請件数は3月に再び減少に転じ、450千件を割るレベルまでにいたった。中期的に雇用の本格増加に対応する新規失業保険申請件数は約380千件レベルだから、経験則上は失業保険申請はもうすこし減少してしかるべきである。しかし、現在のトレンドからはまもなく失業保険申請のレベルも安全圏に落ち着くだろう。企業のレイオフも順調に減少していて、企業の人員削減が終了したことを表している。
- 今回の雇用統計は、今後の金融政策引締め転換への支持材料である。3月時点で失業率はピークアウト後すでに5ヶ月が経過したことになる。このまま失業率が低下を続ければ、当レポート予想で利上げ開始を予想する8月には10ヶ月が経過することになる。2004年6月にFRBがそれまでのFF金利誘導目標1%の低金利政策から最初に利上げを開始したのは、失業率が2003年6月に6.3%でピークアウトしてから12ヶ月後に相当する。失業率低下の観察期間の観点からは年後半の利上げを想定するのは十分な根拠がある。

<トピック1> 消費は予想以上に強い：成長率予想改訂

当レポートの成長率予想を改訂した。個人消費は従前予想以上の好調なペースで走っており、年前半を中心に個人消費を上方改訂する。一方で事業用建設の悪化ペースはやや加速気味であることから、設備投資項目を下方に改訂する。結果2010年通年の成長率は前年比+3.0%と、従前の2.9%から若干の上方修正とした。

<トピック2> 住宅市場は最初のチェックポイント通過

FOMCによる決定通り、NY連銀は3月までのオペレーションをもって、MBSの購入を終了した。現時点ではMBS市場に混乱は見られず、米住宅市場は重要なチェックポイントの一つを無事通過した模様だ。

<経済・金融の動向：3月29日～4月2日現在>ドル高基調が定着：NYダウは上昇ののち様子見へ

<経済指標コメント>新車販売台数(3月)は年率11.7百万台(前月同10.3百万台)、他。

<FOCUS> 雇用は大幅増で安全圏に入った：3月雇用統計

2日に公表された3月分雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+162千人の大幅増加となった（第1図）。米国雇用市場は今年初めに既に調整を終了して、現在はほぼ安全圏に入ったと考える。雇用は今後も緩やかながら拡大を続けると予想する。

非農業部門雇用者数は3ヶ月連続増加となる162千人の大幅増

3月の非農業部門雇用者数は、2月の悪天候要因の反動や国勢要員雇用などの一時的要因で押し上げられてはいるが、そうした一時的要因を除いても雇用は増加している。事実上雇用拡大は1月に開始し、今も増加基調を保っているといっている。

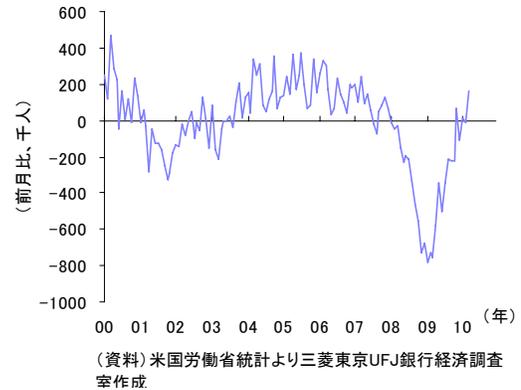
労働省によれば、3月の国勢調査要員採用は48千人だった（1月は9千人、2月は15千人）。これを差し引くと3月の非農業部門雇用者数の増加は前月比+114千人となる。また当方では2月の悪天候による雇用減少を約90千人と見積もっていたから、結果これらを調整すると3月の雇用増加は約+24千人となる。こうした調整を加えてもなお、雇用は1月から3月まで3ヶ月連続で増加している計算になる。

業種別にも、3月は金融を除くほぼすべての業種で雇用が増加している。また雇用増加業種数の割合を表すディフュージョンインデックスは2月の50から3月には60に急上昇した。これは広範囲な業種で雇用の増加が始まったことを表している。

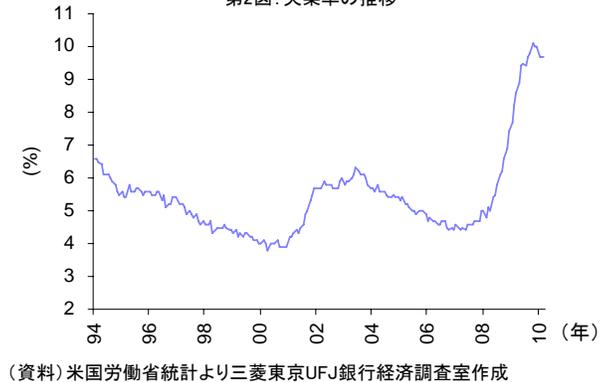
失業率は前月と同じ9.7%に3ヶ月連続でとどまり、今のところ失業率のピークは昨年10月の10.1%である（第2図）。前月比横ばいの失業率も内容的にはよい。家計調査によれば労働市場には再び人口が流入していて、労働参加率は3ヶ月連続上昇の64.9%となった。にもかかわらず就業者数が増加していることで失業率は前月比横ばいにとどまっている（第3図）。労働参加率の上昇を伴う失業率横ばいは見かけ以上に評価してよい。

雇用市場はすでに今年の初めから確実な改善に向っていたことが明らかになった。

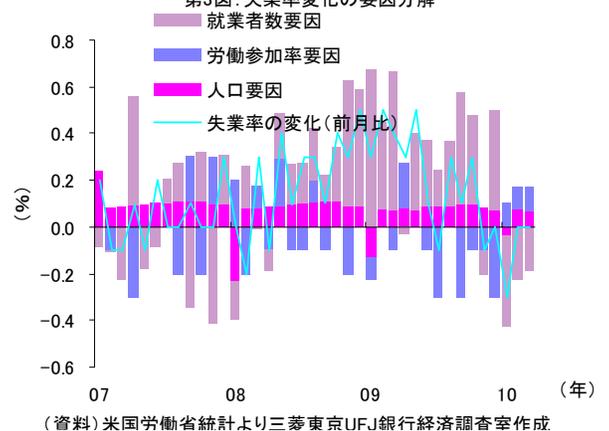
第1図：非農業部門雇用者数の推移



第2図：失業率の推移



第3図：失業率変化の要因分解



雇用関連先行指標も順調に好転を続けている

雇用市場に関する先行指標も好転している。天候要因で2月に一時的に増加した新規失業保険申請件数は3月に再び減少に転じ、450千件を割るレベルまでにいたった。中期的に雇用の本格増加に対応する新規失業保険申請件数は約380千件レベルだから、経験則上は失業保険申請はもうすこし減少してしかるべきである。しかし、現在のトレンドからはまもなく失業保険申請のレベルも安全圏に落ち着くだろう。企業のレイオフも順調に減少していて、企業の人員削減が終了したことを表している。

企業売上・受注も順調に増加していることや、企業景況感指数が特に製造業において上昇していることは、今後企業の労働力が徐々にタイトになっていくことを示唆している。

ただし現状ではまだ雇用拡大のペースは遅い。景気後退に対応したリストラで企業の労働生産性は大きく向上しているから、限界的な受注増加に対しては現状労働力である程度は対応可能だ。また現在ではまだ臨時雇用が雇用拡大の相当部分を占めていて、企業が本格的な人員拡大には踏み切っていないことを示唆している。

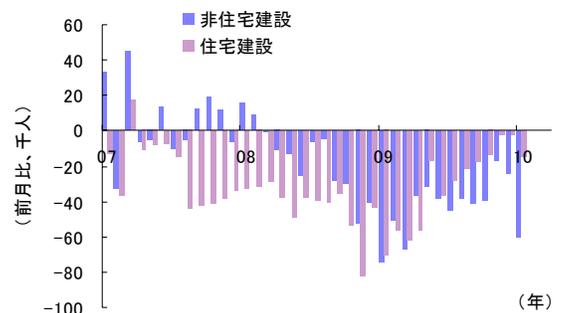
今後は製造業、小売などが雇用拡大を牽引

今回の雇用者数+162千人増加は上記の一時要因の押上げがあるから、今後の月次の非農業部門雇用者数は月当たり100千人をやや下回るレベルにペースを落として増加を継続すると予想する。雇用増加業種としては、まず景気後退時に大幅に労働力を削減した製造業の反動増加が当面続くだろう。消費者の潜在需要の実現による消費回復で小売業も今後比較的安定した雇用増加業種になると見る。さらに専門ビジネスサービス業、娯楽・宿泊業が景気敏感セクターとして雇用拡大を加速しよう。そこにいわゆるディフェンシブセクターである教育・医療が上乘せされる。

建設・政府部門は今後も雇用縮小が続く

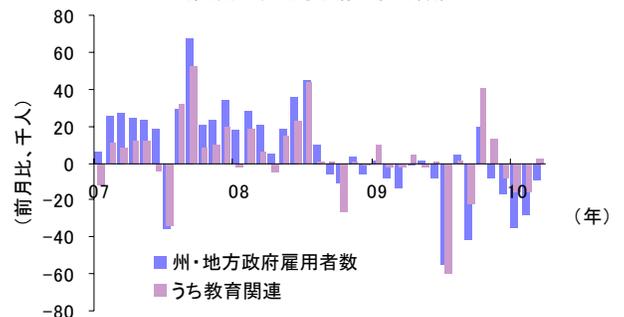
逆に雇用回復が余り見込めないのは建設業と政府部門である。住宅建設は今後好転に向うと考えているが、目先は販売の不振で着工もとどこおっている。一方事業用建設は年内一杯は減少を予想している。2007年以降住宅市場の悪化で、すでに住宅建設の雇用者数は事業用建設の雇用者数を大きく下回っている。また事業建設雇用者数の減少ペースは住宅建設雇用者数の改善ペースを大きく上回って悪化している(第4図)。結果、

第4図：建設関連雇用者数の推移



(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

第5図：州・地方政府の雇用者数



(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

建設業については住宅市場の緩やかな改善では事業用建設の悪化をカバーできず、今年一杯は雇用減少が避けられないと見る。

また政府部門も今後さらに雇用の削減がありうる部門だ。連邦政府の国勢調査要員の一時雇用が数字の上では雇用を押し上げるが、政府とくに州・地方政府の雇用者数は減少が続いている。州財政の悪化が地方政府に大幅な職員削減を強いている。特に平時には安定的な雇用吸収源である教育機関にも削減のメスが入ってきている（第5図）。オバマ政権は雇用対策として、州政府の教育関連雇用に対する連邦政府の補助金制度を導入、また消防士の採用など政府分野での雇用創出を図っている。しかし、民間部門の雇用と所得が改善してからでなければ本来の税収増は望めず、全体としての雇用削減はペースは落ちているもののまだ回復には時間がかかりそうだ。

結果として、今後も雇用回復のペースは遅く、失業率が年末でも9%台にとどまるとのこれまでの予想は不変である。上記の通り失業率算出の際は労働力人口への再流入による統計上の失業率押し上げ要因が常にもなうから、就業者数が増加しても失業率は急には低下しない状態が続くだろう。

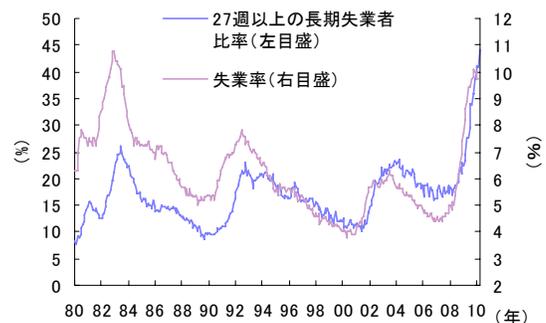
FOMCの引締め準備には大きな支持材料となる

今回の雇用統計は、今後の金融政策の引締め転換への支持材料である。3月時点で失業率はピークアウト後すでに5ヶ月が経過したことになる。このまま失業率が低下を続ければ、当レポート予想で利上げ開始を予想する8月には10ヶ月が経過することになる。2004年6月にFRBがそれまでのFF金利誘導目標1%の低金利政策から最初に利上げを開始したのは、失業率が2003年6月に6.3%でピークアウトしてから12ヶ月後に相当する。失業率低下の観察期間の観点からは年後半の利上げを想定するのは十分な根拠がある。

またバーナンキFRB議長は3月25日に下院での議会証言を行った際に「金融政策は効果が出るのに時間がかかるので、（雇用市場が）完全に正常化するのを待つことは出来ない」と述べている。そうすると、次回4月28日のFOMCでは声明文に何らかの変更が加えられると見る当方の予想は維持してよい。

これに対してのリスク要因は、FRBが失業率の絶対水準にあくまでこだわる場合である。特にバーナンキ議長は、27週以上の長期失業者比率が40%を超え、1年前の倍に達していることに特段の関心を寄せている（2月24日半期金融政策報告）。3月時点ではこの比率は44.1%に達している（第5図）。長期失業者の問題は労働市場が依然悪い状態であることを示唆していることは確かだ。しかしこれは、むしろ産業構造や労働力の偏在の問題に近いのではないか。失業率が現在とほぼ同じ10%レベルまで上昇した80年代には、長期失業者比率は25%程度にとどまっていた（第6図）。これは今回の失業構造が過去のリセッション

第6図：27週間以上の長期失業者比率



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

とはかなり異なっていることを示唆している。労働力偏在構造の問題を金融政策の範疇と考えるのはやや無理がある。

なお金融市場では、雇用統計を受けて債券利回りが上昇、10年物米国債利回りは4%に迫る3.94%に上昇した。またFF金利先物の織込む利上げ期待も上昇し、年内の利上げ開始を完全に織込む形になっている（株式市場は、イースター前の金曜日で休場）。

第1表:非農業部門雇用者数の推移

	09/4	5	6	7	8	9	10	11	12	10/1	2	3
非農業部門雇用者数 (前月比、千人)	-582	-347	-504	-344	-211	-225	-224	64	-109	14	-14	162
民間部門	-649	-334	-452	-297	-215	-186	-262	75	-83	16	8	123
製造業	-149	-152	-129	-43	-57	-48	-57	-25	-18	22	6	17
自動車及び同部品	-24	-31	-22	37	-8	-1	4	-5	-1	27	-10	3
建設業	-114	-59	-91	-80	-64	-71	-67	-15	-36	-60	-59	15
サービス業	-372	-109	-224	-169	-85	-65	-131	108	-29	46	55	82
小売業	-43	-22	-24	-54	-15	-48	-63	9	-15	49	8	15
金融業	-47	-32	-31	-23	-24	-12	-19	2	-9	-22	-15	-21
専門ビジネスサービス業	-138	-51	-132	-48	-34	-22	11	106	22	23	40	11
人材派遣業	-66	-13	-34	-9	-16	-9	42	95	50	49	37	40
教育・医療サービス業	4	38	28	21	35	26	35	31	37	20	27	45
娯楽・宿泊業	-34	23	-21	-4	-18	16	-54	-21	-33	12	16	22
政府部門	121	-53	-63	-49	3	-39	38	-11	-26	-2	-22	39
失業率(%)	8.9	9.4	9.5	9.4	9.7	9.8	10.1	10.0	10.0	9.7	9.7	9.7
製造業週平均労働時間(注)	38.7	38.7	38.7	38.8	39.1	39.0	39.1	39.6	39.6	39.9	39.7	39.9
時間当たり賃金(注)	22.11	22.14	22.16	22.20	22.28	22.30	22.35	22.39	22.38	22.45	22.49	22.47

(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

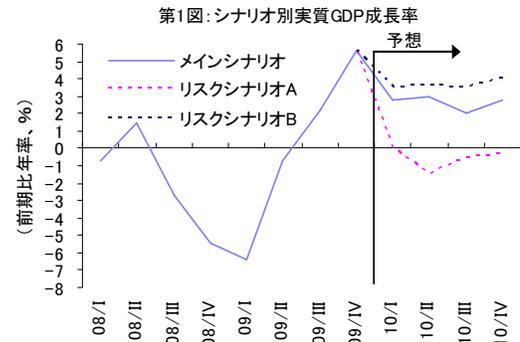
(< FOCUS >)

<トピック 1> 消費は予想以上に強い:成長率予想改訂

当レポートの成長率予想を改訂した。個人消費は従前予想以上の好調なペースで走っており、年前半を中心に個人消費を上方改訂する。一方で事業用建設の悪化ペースはやや加速気味であることから、設備投資項目を下方に改訂する。結果 2010 年通年の成長率は前年比 +3.0%と、従前の 2.9%から若干の上方修正とした。

景気の 2 番底リスクはかなり後退してきている。住宅市場の販売急減は依然懸念事項ではあるが、FRB の MBS 購入終了が無事終了したことで、住宅市場悪化の 1 つの不安材料はなくなった (<トピック 2>参照)。商業用不動産の価格や先行指標にもやや明るい材料がかなりはっきり見えてきている。残る不安材料は主に商業不動産延滞継続に伴う中小金融機関の破綻がどこかで金融不安再発をもたらすという計測困難なリスクに絞られてきている。

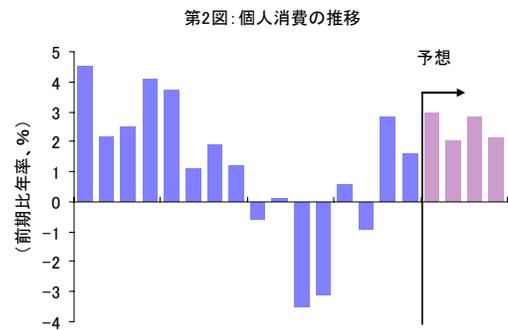
一方で、在庫積上げペースによっては成長率が上方にぶれるリスクのほうが徐々に高まっている。当レポートでは成長予想に上方リスクシナリオと下方リスクシナリオの双方を想定するが、その可能性はほぼ拮抗していると考え (第 1 図)。



(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。予想は筆者個人のもの。

第 1 四半期の個人消費を上方修正

個人消費は予想以上に好調だ。昨年 of 年末商戦終了後も失速することなく、また 1 月~2 月の大雪などの悪天候にもかかわらず、小売売上は 10 月から 2 月まで 5 ヶ月中 4 ヶ月で増加した。自動車販売は大手日系メーカーのリコールの影響で 1 月、2 月にやや減少したが、3 月は販売促進策が功を奏して大幅増加になった。実質個人消費は昨年 10 月から 2 月まで 5 ヶ月連続の増加、第 1 四半期の 2 月までのペースは従前の当方予想をかなり上回るハイペースだ。よって第 1 四半期の GDP 統計上の個人消費の伸びを前期比年率 +3.1% に上方修正する。



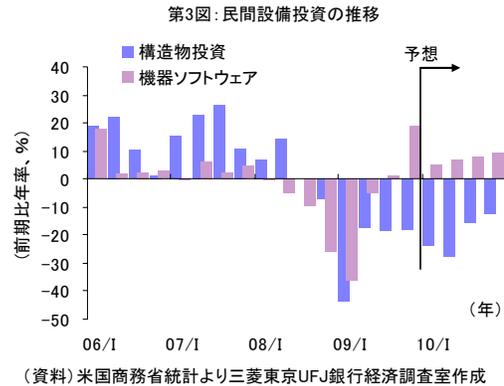
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。予想は筆者個人のもの

その後の見直しには大きな変更はない。足元の消費の好調さは、主に雇用調整の終了に伴う所得効果の回復と、景気後退期の潜在需要の実現によるものと見ている。家計の債務圧縮はまだ継続している上、住宅価格の回復は遅い為、いわゆる資産効果の実現は今年一杯はのぞめそうにもない。従って、金融危機以前の消費拡大ペースにはまだ今年に戻れないと見たい。

設備投資は足元下方修正するが見通しは明るい

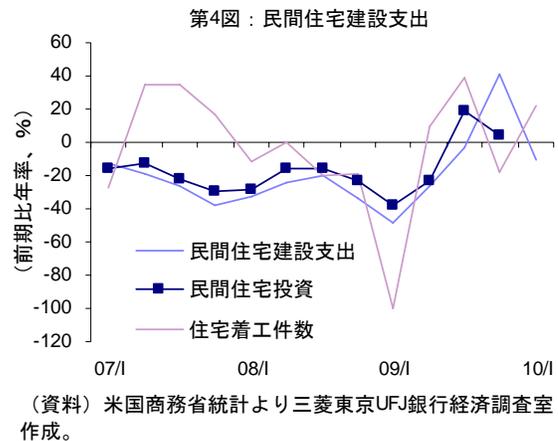
設備投資は、機器ソフトウェア投資項目の基礎統計となる非国防資本財出荷のペースが昨年第4四半期にくらべてやや鈍化している。また非住宅建設は支出は1月まで7ヶ月連続の減少、そのペースはやや鈍化しているものの、当方予想を上回る悪化だ。従って設備投資については第1四半期の前期比年率の伸びのマイナス幅を拡大方向に修正する（第3図）。

しかし、機器ソフトウェア投資の今後については明るめの材料がそろっている。機器ソフトウェア投資の先行指標である非国防資本財受注の伸びは前年比で+8%レベルの高水準に回復するなど、予想以上に順調である。また商業用不動産についても先行指標にいくつかの底入れのきざしも見えることから、年後半には設備投資全体でプラス成長に回復するとの予想を維持する。



住宅投資は足元に統計のぶれ：あとは春の販売回復が鍵になる

住宅投資は第1四半期についてはダークホースである。住宅着工件数の推移は、第1四半期の着工件数が2009年第4四半期のそれを上回るペースであることを示唆しているから、当レポートでは住宅投資は第1四半期にもプラス成長を続けると予想している。ただし、2009年第4四半期には住宅着工が前期比マイナスであったにもかかわらずGDP統計の住宅投資はプラス成長になっていた。その分が第1四半期のGDP統計に遅れて計上される可能性がある。実際、建設支出統計によれば第1四半期の住宅建設支出は2009年第4四半期の増加に対し今年の第1四半期は減少に転じている（第4図）。このブレが顕在化した場合は、第1四半期の住宅投資はマイナス成長に転落する可能性もあることになる。



ただし、住宅投資がGDPに占める割合は大幅に低下していて、住宅投資の伸びのGDPへの寄与度は極めて小さい（現状当方予想は前期比年率+8.4%の伸びで、成長率への寄与度は0.2%）。むしろ中期的に今後住宅市場が2番底に入ることによって再び住宅価格下落が信用収縮や消費低迷といった悪影響を及ぼす可能性の方がポイントになるだろう。

2 番底リスクは後退した：残るは中小金融機関の破綻の増加

実体経済全体については概ね安定的な成長の道筋が開けているといえる。3月に非農業部門雇用者数は大幅プラスに転じた。今後も雇用は拡大を続けることでベースラインの景気回復は堅調になるだろう。

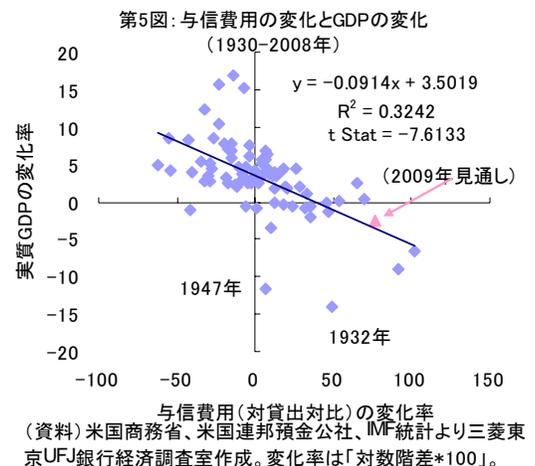
いわゆる2番底リスクはかなり後退した。1つの朗報は、FRBが3月末をもってMBSの購入を停止したにもかかわらず、MBS市場に混乱が見られないことだ。MBSと米国債のスプレッドは3月に入って若干拡大したものの、ほぼ住宅ローン市場には影響のない範囲である。住宅市場についてのチェックポイントの一つ目は無事に通過しそうな気配だ（<トピック2>参照）。

商業用不動産についても、年内はマイナス成長が続くものの、将来についてはやや明るい見通しが出てきている。3月19日付当レポートで見たように、商業用不動産に関する先行指標や価格指標は底入れがはっきりしてきている。また報道によれば、例えばNY地区では小売店舗の空室率が第1四半期に低下に転じ、家賃が下落から横ばいに転じているとされている。またNYマンハッタンのオフィスビルの借換についても、昨年9月時点に比べ、借換期間の長期化などかなり良い条件での資金調達が可能の見通しが立っている模様だ（3月31日付Crain's new york business.com）。

そうすると、残る不確定要素は、中堅中小金融機関の商業不動産融資の不良債権化に伴う銀行破綻の増加という点に絞られてくる。連邦預金保険公社（FDIC）によれば、2009年には合計140行の銀行が破綻し、今年に入っても3月までに41行が破綻済で、単純計算ではそのペースは加速している。このペースで破綻が今後も増加した場合の成長への悪影響や、金融不安再発の可能性を計測することは非常に困難である。

当レポートでは基本的に、商業銀行の不良債権についてはその与信費用比率の変化が成長率に影響することから、与信費用比率が今年中にピークアウトすることで、年後半からは不良債権要因は成長にプラス寄与し始めると考えている（第5図）。最近の状況を見ると住宅ローンやクレジットカードなど主として雇用市場に連動する消費者ローンの延滞率の頭打ちがかなりはっきりしてきている。また商業用不動産ローンの延滞率も、2009年第4四半期には前期比ほぼ横ばいに近いとこにまで上昇ペースは鈍化してきている。金融機関全体では与信費用比率は今年中にピークアウトすると見るのが当方メインシナリオである。

むしろ、企業在庫の積上げペースを当方ではやや控えめに見ていることから、在庫項目を中心に成長率が上ブレする可能性が徐々に高まってきている。



<トピック1>

<トピック2> 住宅市場は最初のチェックポイント通過

FRB の連邦公開市場委員会（FOMC）による決定通り、NY 連銀は 3 月までのオペレーションをもって、住宅ローンに関する政府支援機関（GSE）が組成・保証する住宅ローン担保証券（MBS）の購入を終了した。現時点では MBS 市場に混乱は見られず、米住宅市場は重要なチェックポイントの一つを無事通過した模様だ。

FRB は MBS 購入を停止したが MBS スプレッドは安定している

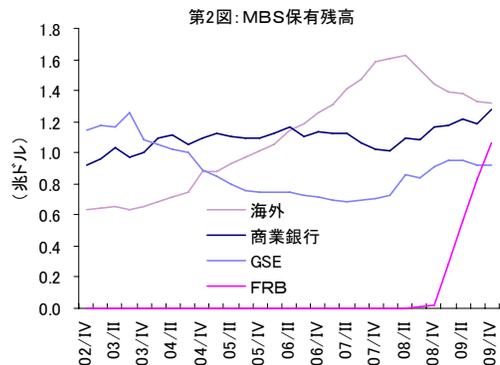
FRB による MBS 購入停止は、住宅市場が 2 番底に陥らないための重要なチェックポイントと当レポートではみていた。FRB による 1 兆 2500 億ドルレベルに上る MBS 購入を打ち切ることは、MBS の価格下落と住宅ローンの金利上昇を招く可能性があったからだ。

しかし、現時点では MBS 市場に混乱は見られず、米国債と MBS のスプレッドも低位で推移している。30 年物 MBS と 10 年物米国債利回りのスプレッドは 3 月に入ってから概ね 70bps 挟みで推移している。この水準は金融危機前の 100～150bps と比較しても格段に狭いスプレッドである。2008 年 9 月の GSE 実質国有化による明示の政府保証が金融危機前比較した現在のスプレッドの縮小をもたらしていると考えられる（第 1 図）。

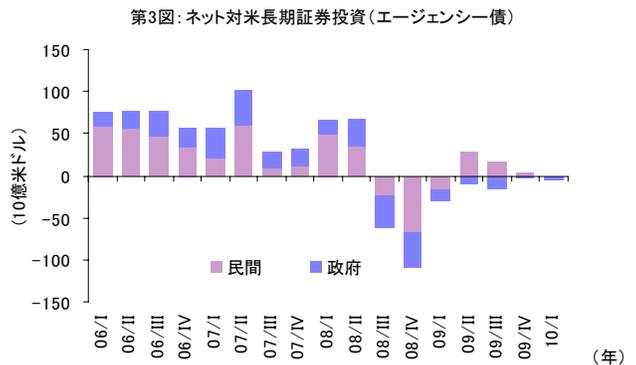
現状の主な保有者別 MBS 残高は第 2 図の通りで（2009 年第 4 四半期まで）、現状では FRB、商業銀行、海外投資家の保有残高が概ね拮抗するレベルになっているはずだ。ちなみに今年 1 月までの財務省国際資本統計（TIC データ）によれば、MBS を含むエージェンシー債への資金流入は政府・民間ともにここ半年ほどの間殆どみられない（第 3 図）。海外投資家は MBS 投資を殆ど動かしていないといえる。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) 米国財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。10/11は1月まで。

一方で国内では、商業銀行などの投資家が海外投資家の保有減少をカバーする形で保有を増やしている。市場では、MBS の利回りが上昇することがむしろ投資妙味をもたらすことから、投資家の買い意欲を誘うと見る向きもある。先週金利が急上昇した 10 年物米国債も、心理的節目となる 4%の手前では一旦利回り上昇が止まっていることも同様の現象といえる。

そうすると、FRB による MBS 購入終了による MBS 下落リスクは当初当レポートが考えていたほどには大きなリスクではなかったことになる。住宅市場は今年前半に集中するチェックポイントの第 1は無事通過したといえそうだ。

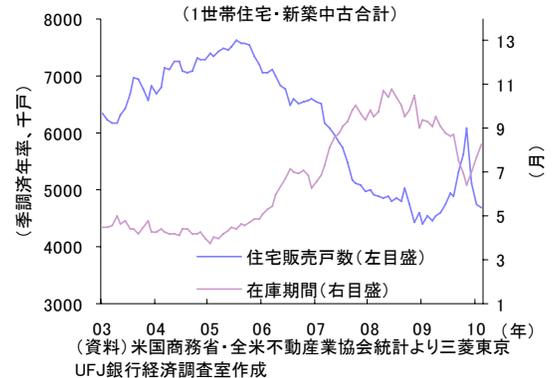
次のポイントは春にかけての住宅販売

第 2 のチェックポイントは住宅販売の動向そのものと初回住宅購入インセンティブ制度終了後の販売動向である。4 月までの延長決定以降、インセンティブ制度の効果は当初制度ほどには現れていず、むしろ年末から 2 月にかけては悪天候要因で販売は大幅減少している（第 4 図）。中期的に重要なのは、天候要因やインセンティブ要因を除いたベースラインの販売が今後どうなるかだ。これを本来の意味で見極められるのは延長後のインセンティブ制度の終了したあとの 5 月、6 月の販売動向を見るまで待たねばならない。

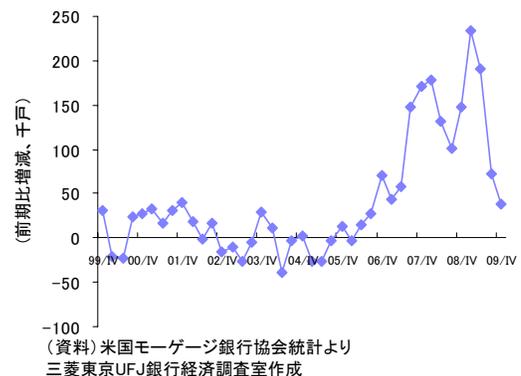
好材料としては、従来からの住宅価格の割安感や低金利のほかに、住宅ローンの延滞率に頭打ちの兆しが見られることがある。米国モーゲージ銀行協会（MBA）の調査によれば、2009 年第 4 四半期にわずかではあるが住宅ローンの延滞率は低下に転じた。また差し押さえ比率も同様に低下に転じていて、結果差し押さえ物件の在庫の増加ペースは急速に低下している（第 5 図）。こうした状況は、住宅市場の需給を好転させるものとして、住宅市場回復シナリオを支持するものである。

第 3 のポイントは本来は住宅ローンに関する政府支援機関（GSE）の将来の再編問題であった。しかしこの問題は財務省・議会においていわば棚晒し状態だ。代わりに政府は今後 3 年間は GSE にたいする全面的な資本支援を約している。この問題は長期的な米国住宅政策の根幹にかかわる大問題だ。潜在的インパクトは大きい要因だが、目先の成長予想の立場からは当面改革の動向を静観せざるを得ない。

第4図: 住宅販売戸数と在庫期間
(1世帯住宅・新築中古合計)



第5図: 抵当物件住宅在庫の推移



<トピック 2>

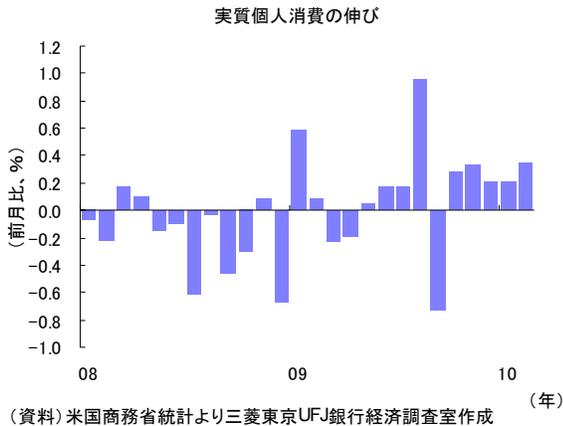
＜経済・金融の動向：3月29日～4月2日現在＞
ドル高基調が定着：NYダウは上昇ののち様子見へ

- **株価市場**、NYダウは5週続伸、前週末比77ドル高の10927ドルで1日の取引を終えた（2日はイースター前の金曜日で休場）。さすがに上昇ペースは鈍っているが、堅調な経済指標を背景に11000ドルの手前まで上伸した。S&P500の10業種別の過去5営業の騰落率は、原油価格の上昇を好感したエネルギーが上昇率のトップ、次いで素材、公益事業、資本財と続き、情報技術を除く9業種が過去5営業日で上昇した。
- **為替市場**では更にドル高円安が進んだ。先週末の92円台半ばから、3月31日には93円台をつけ、2日には雇用統計を受けて一気に94円台後半まで上昇した。これは昨年8月以来の水準。欧州のソブリンリスク懸念の一時後退でユーロは先週末の1ユーロ=1.34ドルから1日には1.36近くまで反転が、2日には雇用統計を受けたドル買いで1.35レベルまでユーロが弱含んだ。**債券市場**では長期金利が更に上昇、10年物米国債利回りは4%台に迫る3.94%まで上昇した。
- **向こう1週間**は、5日にISM非製造業指数、6日に3月FOMC議事録、8日に大手小売業既存店売上高が公表になるが、全体に経済指標は薄め。
- 株式市場はまず月曜に再開時点で雇用統計をうけて上伸しそうだ。節目となるNYダウ11000ドルを達成すると見る。ただしそこでは一旦利益確定などで一旦達成感がでて上げとまると見る。その後は1-3月期決算公表期にむけた調整に入るだろう。S&P500の株価収益率は18倍台と依然やや割高感はあるが、企業業績が回復基調にあるため指数上昇ほどには株価収益率は上昇していない。中期的には指数が上昇しても収益が追いつくことで、バリュエーション的に割高になることは避けられるだろう。一旦調整期間があっても年末にかけて12000ドルを目指すとの中期的前提を維持する。
- ドル円は、先週200日移動平均線を上抜けたのに続き今週は52週移動平均線（今週は92円台後半）を完全に上抜けた。中期的にドル円が上昇基調に転換したシグナルだ。年内のどこかで景況感差・金利差からドル高に転換予想してきたが、その時期が訪れたと見る。もっとも目先は95円レベルが心理的節目になり、100円を目指す前には株価指数同様一旦調整が入ると予想する。

（＜経済・金融の動向＞）

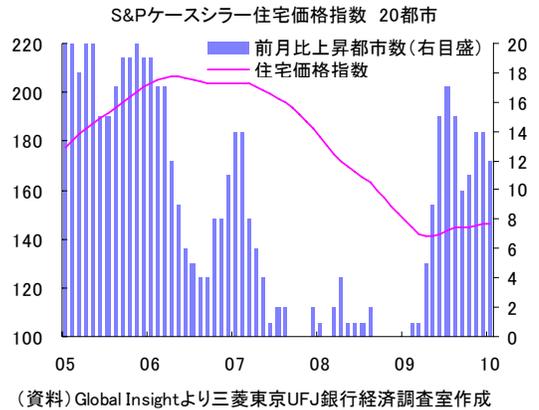
<経済指標コメント>

➤ **個人消費統計（2月）、名目個人所得は前月比横ばい（前月同+0.3%）、名目個人消費は前月比+0.3%（前月同+0.4%）、実質個人消費は前月比+0.3%（前月同+0.2%）**：名目個人所得は6ヶ月連続増加ののち2月は横ばい、内訳では、雇用者報酬が前月比+0.1%と伸びを保ったものの、自営所得が同-0.6%と2ヵ月連続の減少、利子・配当同-0.9%、などが減少した。賃貸所得は同+0.8%の伸び。税金が前月比横ばいにとどまったことで、名目可処分所得の前月比の伸びは横ばいを保った。名目個人消費は前月比+0.3%と5ヶ月連続の増加、実質個人消費も同+0.3%と5ヵ月連続増加した。実質個人消費の内訳は、自動車販売の低調を反映して耐久消費財が同-0.2%の減少だったが、非耐久消費財同+0.9%、サービス同+0.3%がこれを上回った。家計貯蓄率は3.1%（前月3.4%）と、昨年9月の4.7%をピークに低下傾向にあり、家計の支出意欲が徐々に高まっていることを表している。前年比の伸びをもとに可処分所得の伸びの内訳をさぐってみると、2009年から実施された減税による伸び効果の剥落に代わって、雇用者報酬の伸びが前年比でプラスに転じてきている。今後雇用の回復に伴い、雇用者報酬はプラス伸びを拡大してくださるから、可処分所得の伸びは減税等効果の剥落にかかわらず安定していくと見る。

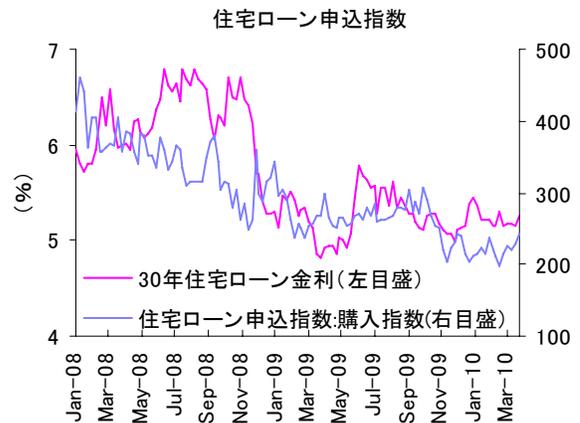


➤ **S&P ケースシラー住宅価格指数（20都市、1月）は前年比-0.7%（前月同-3.1%）、季節調整済前月比+0.3%（前月同+0.3%）**：1月の住宅価格指数は8ヶ月連続の前月比上昇で、前年比のマイナス幅も-0.7%とほぼ横ばいにまで回復した。サンフランシスコ、サンディエゴ、ダラス、LAなど9都市が前年比でプラスの伸びになっている。ただし、前月比の住宅価格上昇都市数は前月の14都市から12都市に減少している。住宅価格が前年比で本格的にプラスに転じるの

は2011年と当方では見ているのに対し、ややペースの速い回復だ。だが、昨年12月から今年の2月にかけて住宅市場では販売の低迷と在庫の積み上がりが見えはつきりしている。本来であれば1月の住宅価格も低下していたと考えていた。2月以降、住宅価格は一旦低下して、回復ペースは鈍化するはずだ。



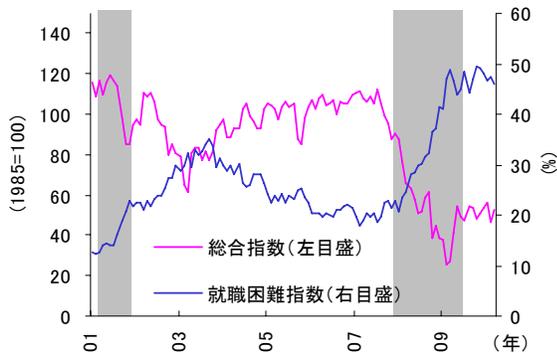
➤ **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（3月26日毎週）は前週比+1.3%、リファイナンス指数同-1.3%、購入指数同+6.8%**：住宅ローン申込指数は全体では一進一退だが、購入指数は2週連続上昇となり、じりじりとはあるが上昇傾向にある。悪天候要因が剥落して、4月のインセンティブ制度期限にむけ遅まきながらローン申込が増えつつある。30年物固定住宅ローン金利は米国債利回り上昇で5.25%（前週比+0.09%）と上昇が始まったことでリファイナンス指数は低下したものの購入指数は意外な強



さを見せた。今後の住宅販売にやや期待が持てる傾向だ。

- **カンファレンスボード消費者信頼感指数（3月）は 52.5 ポイント（前月比+6.1 ポイント）、現況指数 26.0 ポイント（同+4.4）、期待指数 70.2 ポイント（同+7.3）、就職困難指数 45.8 ポイント（同-1.5）**：消費者信頼感指数は 2 月の大幅低下（前月比-10.0 ポイント）からやや持ち直して前月比+6.1 ポイント。現況指数、期待指数の何れもが上昇した。中期的にみると消費者信頼感指数は一進一退のレンジ推移で、大きな崩れは回避できた形だ。2 月は株価下落や天候悪化があったことが一時的な信頼感低下の原因だったと推測できる。失業率との連動性の高い就職困難指数は前月比-1.5 ポイントの低下で、昨年 8 月以来の水準にまで低下、労働市場の改善傾向を表している。

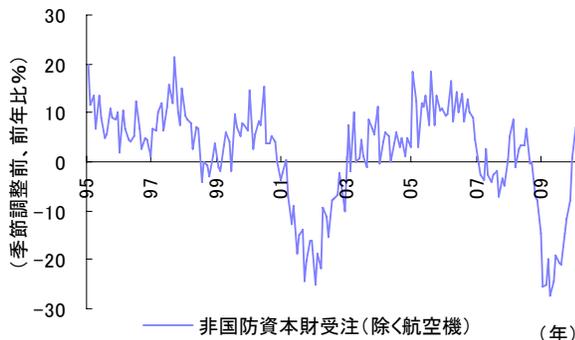
消費者信頼感指数の推移



(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

- **製造業受注（2月）は前月比+0.6%（前月同+2.5%）、製造業在庫は同+0.5%（前月同+0.3%）、航空機を除く非国防資本財受注前月比+2.0%（前月同-4.4%）、同出荷同+0.6%**

非国防資本財受注（航空機関連を除く）

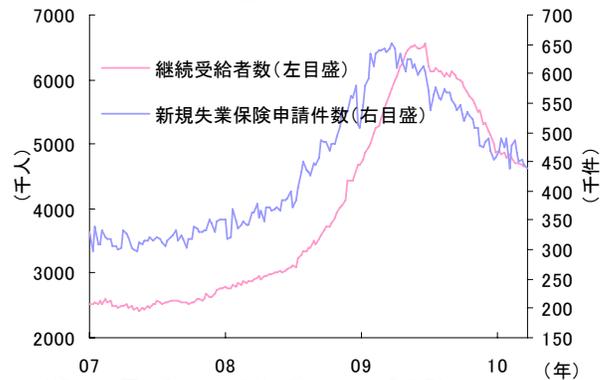


(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（前月同-1.9%）：製造業受注は 6 ヶ月連続の増加となったが、伸びはやや鈍化した。製造業在庫は前月比+0.5%と 2 ヶ月連続の増加。ただし製造業出荷は前月比-0.1%と昨年 8 月以来のマイナスの伸びとなった。GDP 統計上の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は前月比+2.0%と大幅な伸びとなり、速報比では前月は下方改訂、2 月は上方改訂された。航空機を除く非国防資本財出荷は前月比+0.6%と速報の同+0.8%から下方改訂、第 1 四半期の機器ソフトウェア投資はかなり伸びが鈍化しそうだ。

- **新規失業保険申請件数（3月 27 日 1 週）は 439 千件（前週比-6 千件）、継続受給者数（3月 20 日 1 週）は 4662 千件（前週比-6 千件）、継続受給比率は 3.6%（前週比横ばい）**：新規失業保険申請件数は 2 週連続の減少、かつ 450 千件を下回った。4 週移動平均も 447.25 千件（前週比-6.75 千件）と 3 週連続低下。雇用市場は確実に好転に向っていると見える。

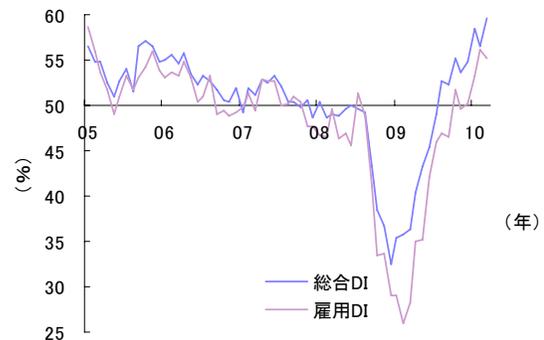
新規失業保険申請件数



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **ISM 製造業指数（3月）は 59.6%（前月比+3.1%ポイント）**：ISM 製造業指数は 59.6%と、2004 年 7 月以来の高水準になった。総合 DI を構

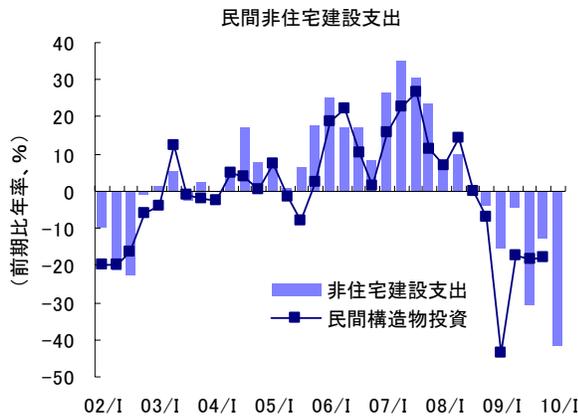
ISM製造業指数



(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

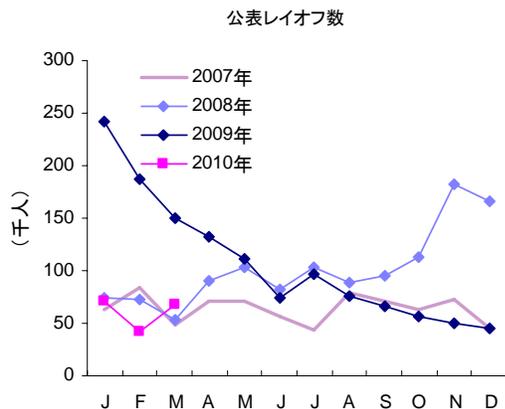
成する 5 つの DI の内訳は、新規受注 DI が 61.5% (前月比+2.0%ポイント)、生産 61.1% (同+2.7)、雇用 55.1% (同-1.0)、入荷遅延 64.9% (同+3.8)、在庫 55.3% (同+8.0) となっていて、5DIのうち雇用を除く 4DI が前月比上昇、なかでも在庫の上昇の寄与が大きい。雇用 DI は 50% 超えがやや出遅れていて、しかも 3 月は低下したが、それでも 4 ヶ月連続の 50% 超えになっている。雇用も含め製造業の景況感は確実に好転している。

- **建設支出 (2 月) は前月比-1.3% (前月同-1.4%)、うち民間住宅建設支出同-2.1% (前月同+1.0%)、民間非住宅建設支出同-0.4% (前月同-3.8%)** : 建設支出は 4 ヶ月連続の減少。うち、GDP 統計上の構造物投資の基礎統計となる民間非住宅建設支出は前月比-0.4%と 11 ヶ月連続の前月比減少となった。3 月が 2 月比横ばいだった場合、第 1 四半期の非住宅建設支出は前期比年率-41.6%の大幅減少になる計算になる。



(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
10/1は2月まで。

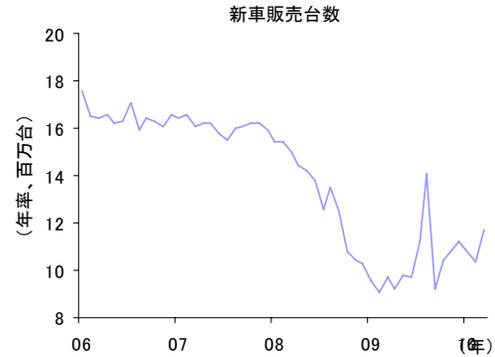
- **公表レイオフ数 (3 月) は 67,611 件 (前年比-55%)** : レイオフ件数は前月比でやや増加した



(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

ものの概ね平時の同月の水準。レイオフの状況からも今後の雇用市場は拡大すると予想できる。

- **新車販売台数 (3 月) は年率 11.7 百万台 (前月同 10.3 百万台)** : 自動車販売は 3 月に大幅増加。要因は、大手日系メーカーリコール問題を契機に同社が行った販促キャンペーンが功を奏したこと、また 2 月の悪天候要因からの反動増といえる。自動車販売を含めた個人消費は極めて好調で、第 1 四半期の GDP 統計上の個人消費は前期比年率+3%台の力強い伸びになると見る。



(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 (3 月)、非農業部門雇用者数は前月比+162 千人 (前月同-14 千人)、うち民間部門同+123 千人 (前月同+8 千人)、失業率 9.7% (前月比横ばい)** : 3 月の非農業部門雇用者数は前月比+162 千人の大幅増加となった (連邦政府による国勢調査員の臨時雇用が 48 千人含まれており、これを除くと前月比+114 千人)。また過去分の改訂により、1 月は同 14 千人 (速報-26 千人)、2 月は-14 千人 (速報-36 千人) にそれぞれ上方改訂された。民間部門だけでも前月比+123 千人の大幅増。内訳も製造業、建設業、小売業、専門ビジネスサービス業、教育・医療サービス、娯楽・宿泊と幅広い業種で雇用が増加した。金融業のみは 4 ヶ月連続で雇用が減少している。先月大雪の影響を受けたと思われる業種は建設業、小売業である。また 2 月にリコールによる生産停止の影響を受けた自動車製造業も 2 月の減少から 3 月には増加に転じた。雇用者数増加業種の比率を表す DI は過半数の 60 に上昇した。製造業週平均労働時間は 2 月に一時的に減少したが 3 月には増加に転じた。時間当たり賃金は雇用市場回復に遅行してやや低下している。失業率は前月比横ばいの 9.7%。労働力人口+398 千人の増加に対して就業者数は+264 千人増加していて、労働市場への人口の再流入が就業者増加につながっていることで、失業率横ばいは事実上雇用の増加を表している。なお<FOCUS>参照。

(<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.