



# 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)

September 3, 2010

## <FOCUS>

### 低成長持続スタンスに変更なし：成長率予想修正

- 第2四半期のGDP統計の大幅な下方改訂（8月27日公表）、その他の最新指標を反映して8月30日付で当レポートの筆者個人の成長率予想を修正した。
- 新たな2010年の実質GDP成長率予想は前年比+2.7%とする。これは、従前の予想であった同+2.9%から-0.2%の下方修正となる。
- この小幅な下方改訂は主に第2四半期の実績値の改訂を反映したものである。低成長が今後1年強にわたり持続するという見通しのスタンスに大きな変更はない。
- この予想に対するリスクは上方、下方ともほぼバランス、もしくはやや下方リスクに傾斜していると考えている。
- しかし当レポートでは、近々経済が再びリセッションに陥るリスク、つまり景気二番底リスクは小さいと依然見ている。株価は当方の前提している通り、現状ではNYダウは1万ドルを底に再び上昇基調に戻ってきている。欧州財政危機を発端とした金融市場混乱というショックの可能性は、欧州の銀行ストレステストを境に少なくとも今のところは後退しているといえる。
- 最近持ち上がってきた新たなリスクといえ、企業景況感の急悪化や、住宅販売の急減がある。

### <トピック1> 追加緩和の手がかりなし：8月FOMC議事録

31日に公表された8月10日の定例FOMC議事録によれば、委員の多くが経済成長のペースがこれまでの予想を下回っていること、経済の下方リスクが高まっていることを認識していた。住宅ローン担保証券（MBS）の償還金再投資先についていくつかの議論は見られたものの、他の追加緩和手段についての議論の記述はなく、今後の政策を占う上での新たな手がかりには欠ける内容だった。

### <トピック2> 遅い雇用回復維持：8月雇用統計

8月分の雇用統計は、民間非農業部門の雇用者数が前月比+67千人の増加となり、これで1月以来8ヶ月連続の雇用増となった。

<経済・金融の動向：8月30日～9月3日現在> 株価に安心感、為替は波乱含みか

<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（8月）は53.5ポイント（前月比+2.5ポイント）、就職困難指数は45.7ポイント（同+0.6%）、他。

<FOCUS> 低成長持続スタンスに変更なし：成長率予想修正

**2010年通年の成長率予想をやや引き下げ2.7%とする：年後半は2%成長予想維持**

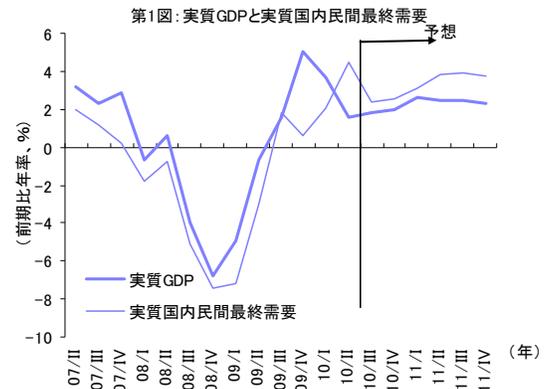
第2四半期のGDP統計の大幅な下方改訂（8月27日公表）、その他の最新指標を反映して8月30日付で当レポートの筆者個人の成長率予想を修正した。

新たな2010年の実質GDP成長率予想は前年比+2.7%とする。これは、従前の予想であった同+2.9%から-0.2%の下方修正となる。

この小幅な下方改訂は主に第2四半期の実績値の改訂を反映したものである。低成長が今後1年強にわたり持続するという見通しのスタンスに大きな変更はない。

2009年第4四半期から2010年第1四半期にかけては予想を大きく上回る回復ペースだったが、年後半はほぼ従前の見方どおり、2%レベルの低成長になると見る。特に第3四半期については従前よりさらにわずかに予想を下方修正し、第2四半期につづいて2%をやや割り込む成長になると予想する。

また、2011年の通年成長率は2%台前半に減速すると見る。今年前半の早い回復を支えた景気刺激策などの一時的要因が剥落する分、2011年の成長は今年のもそれよりも低いものになるだろう。



(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  
民間国内民間最終需要は、個人消費・設備投資・住宅投資の合計  
(注) 予想は筆者個人のもの(8月30日現在)

**景気二番底の可能性は依然として低いと見る**

この予想に対するリスクは上方、下方ともほぼバランス、もしくはやや下方リスクに傾斜していると考えている。

しかし当レポートでは、近々経済が再びリセッションに陥るリスク、つまり景気二番底リスクは小さいと依然見ている。株価は当方の前提している通り、現状ではNYダウは1万ドルを底に再び上昇基調に戻ってきている。欧州財政危機を発端とした金融市場混乱というショックの可能性は、欧州の銀行ストレステストを境に少なくとも今のところは後退しているといえる。

基本的には、二番底が実現するには金融市場の混乱、急激な財政緊縮、早すぎる利上げなどの外的ショックが必要だと当レポートでは見ているが、現状そのような兆候はない。事業用不動産市場、増加する銀行破たん、州・地方財政破綻といった従前からの下方リスク要因は依然残っている。しかし、事業用不動産市場はまだ悪化しているとはいえ、悪化は見通しに織り込み済み、また悪化ペースは減速中で、あらたなショックのもとになる兆候は薄れてきている。州・地方財政悪化は成長率を常に数分の1%ほど押し下げる可能性がある要因ではあるものの、ショックにいたる状況では現状ない。金融システムはショックに転化しやすい項目ではあるが、住宅ローンの延滞率上昇ペースがかなり鈍っている現状では発火の恐れは少ないと見る。

ちなみに、カンファレンスボードの景気先行指数の前年比の伸びは、直近のピークである3月の+11.6%から継続的に低下していて、7月現在で+7.1%にまで低下した。これは、今後の成長率の減速を示唆するものではあれ、まだリセッション入りのシグナルとなるものではない。

### 最近持ち上がったリスク要因：企業景況感と住宅在庫

最近持ち上がってきた新たなリスクといえば、企業景況感の急悪化や、住宅販売の急減がある。企業景況感とは8月のフィラデルフィア連銀やシカゴ購買部協会の調査による指数の悪化が著しかった。今週発表されたISM製造業指数は予想に反して上昇するというまちまちな結果になっている。ただISM製造業指数も、受注DIなど先行性のある指標が悪化していて、来月以降再び低下に転じる可能性が十分にある。8月20日付当レポートで見たように、企業景況感の悪化は年後半の成長を1%レベルにまで押し下げる可能性を示唆している。

住宅市場では、販売急減による在庫期間の長期化が新たなリスクとして持ち上がっている(8月27日付当レポート参照)。住宅販売自体は7月に歴史的な急減を見せたが、これはあくまでインセンティブ制度による需要先取りの反動にすぎず、新たな減少トレンドが形成されたものとは見ない。ただ、在庫期間の長期化は底入れした住宅価格を再び下落させる要因になる。当レポートでは、住宅価格の本格的な回復は2011年を待たねばならず、現在の価格上昇は本格的なものではないと見てきた。住宅価格指数は6月時点ですでに伸びが鈍化していることから、住宅価格の再下落の可能性は高い。現在の在庫水準は少なくとも瞬間風速では警戒水準である。この過剰在庫が急激な住宅価格下落を生んだとすれば、それは新たな信用収縮を発するショックにもなりうるため、今後住宅在庫の動向には留意していきたい。

### 個人消費は2%レベルの成長がしばらく継続するだろう

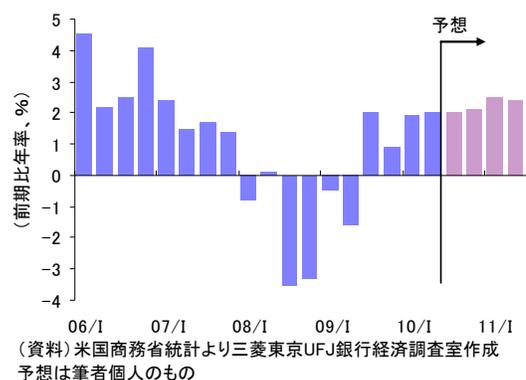
以下、需要項目別に最新の成長予想を概観する。

個人消費は年後半はいずれの四半期も2%前後の成長を見込む(第2図)。

消費者センチメントは何とか持ち直せそうだ。8月はNYダウが一時1万ドルを割り込む下落を見せたが、その後は再び持ち直している。当レポートでは1万ドルを割るレベルの株価はバリュエーション的に相当に割安であることから、年内を通じて1万ドルを大きく割り込むことはないとしている。消費者信頼感も月次では低下しているが、中期的にはほぼ横ばいペースである。

民間雇用の増加は月次で100千人を下回る低ペースだが、民間のレイオフが低水準にとどまっていることから、当面このペースでの増加は期待できる。結果個人消費は、前月比で0.5%をやや下回る安定しかし低位のペースの伸びが持続すると予想する。

第2図：個人消費の推移



### 企業設備投資は年末にかけて一桁成長に減速すると見る

設備投資のうちの機器ソフトウェア投資は第2四半期まで3四半期連続で2桁の成長を続けていて、これは当レポートの当初の見込みを上回るペースだった。このペースは第3四半期までは何とか持続するが、第4四半期以降の成長は1桁台に減速すると見る(第3図)。

これまでのハイペースな機器ソフトウェア投資は、景気後退期に先延ばしにされてきた更新需要が主なものと考えられる。この積みあがり需要が一巡したあとの新規投資意欲は大きいとは思えない。設備稼働率は上昇したとはいえいまだ過去の平均値を大きく下回る水準である。また受注統計によれば、非国防資本財受注の伸びにはピークアウト感がある(第4図)。

### 事業用不動産はまだ減少を見込む：電力・鉱業施設の建設増加は上ぶれ要因になる

事業用不動産などの構造物投資は第2四半期に予想外にわずかながら増加に転じた。しかし、増加したのは電力・通信施設と鉱業・掘削関連設備のみで、商業施設、製造施設はいずれも減少している。建設支出統計によれば民間の非住宅建設は6月まで連続して減少中である。この予想では、構造物投資は第3四半期以降再びマイナス成長に転じると見る。

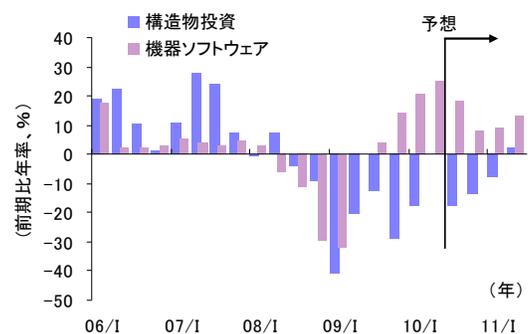
本予想策定後に発表された最新の7月分統計では、通信設備、電力関連設備の伸びが単月での非住宅建設支出額をほぼ1年半ぶりに前月比プラスにもっていった。しかし、小売、宿泊、オフィスなどの分野の建設は依然減少を続けている。電力・通信や鉱業・掘削施設の建設が構造物投資を上ぶれさせる可能性は今後ものこってはいるものの、民間の経済活動に直結する構造物投資は第3四半期以降も減少を続けると見る。

### 住宅投資は第3四半期にいったん反落するだろう

住宅投資は、住宅購入インセンティブ制度の効果で第2四半期に急増したが、第3四半期には、住宅着工の反落により再びマイナス成長に反落すると見る(第4図)。

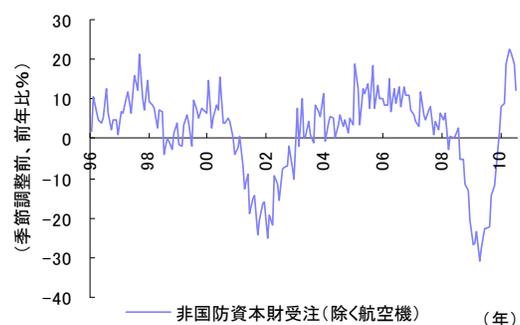
この予想策定後に発表された7月分の建設支出統計をみても、7月までに民間住宅建設支出は3ヶ月連続の大幅減少になっていて、住宅投資の反落を裏付けている。ただし、これも住宅販売同様インセ

第3図：民間設備投資の推移



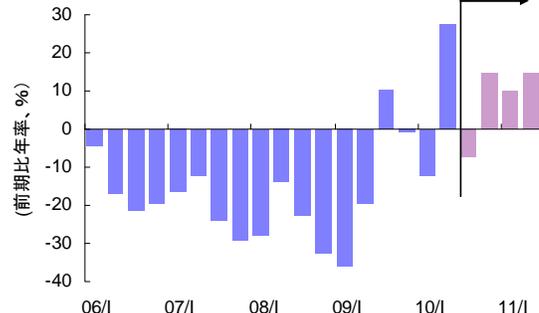
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：非国防資本財受注(航空機関連を除く)



(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

第5図：民間住宅投資の推移と予想



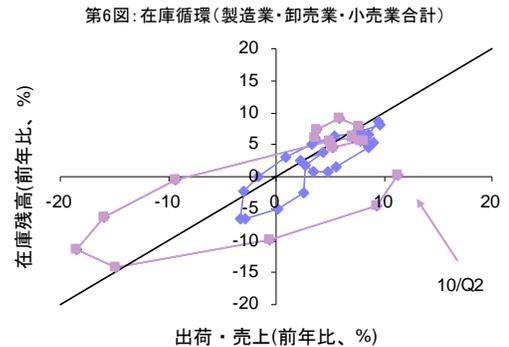
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。予想は筆者個人のもの。

ンティブ制度終了による一時的な調整であって、新たな減少トレンドの開始とは見ていない。第4四半期からは再び住宅投資はゆるやかなペースでの増加に戻ると予想する。

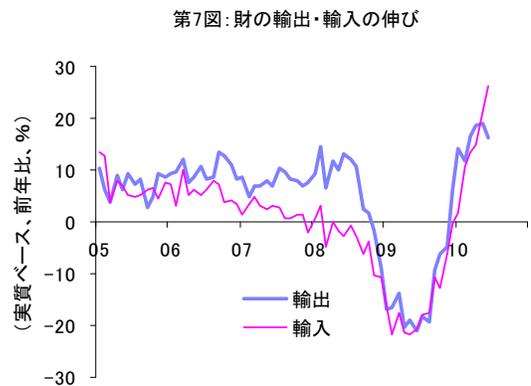
**企業在庫の積み増しペースは今後減速して成長にマイナス寄与を予想**

在庫投資は、第2四半期成長率の下方改訂の大きな要因になった項目である。在庫循環図上はまだ現在は在庫積み増し局面であるが(第6図)、すでに企業売上は5月、6月に大きく減速している。したがって、今後は企業売上の鈍化にあわせて在庫積み増しペースは逡減していくと見る。第1四半期に成長率を+2.6%、第2四半期に+0.6%押し上げた在庫投資は、第3四半期には成長に一時的にマイナス寄与すると見ている。

純輸出も第2四半期成長率の下方改訂の大きな要因になった。内容的には、輸入が前期比年率+32.4%と極端な伸びを示したのが成長率押し下げの要因だった。この輸入の急増は内需の急拡大を示唆しているが、この内需拡大ペースが米国の実力とは考えられない。一方第2四半期には輸出の伸びに急ブレーキがかかっている(第7図)。米国経済の緩やかな回復で中期的には貿易赤字は拡大に向かうが、第3四半期については一旦輸入の伸び鈍化が起きると考えている。



(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。10/Q2は6月まで。



(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

(<FOCUS>)

## <トピック 1> 追加緩和の手がかりなし：8月 FOMC 議事録

31日に公表された8月10日の定例 FOMC 議事録によれば、委員の多くが経済成長のペースがこれまでの予想を下回っていること、経済の下方リスクが高まっていることを認識していた。住宅ローン担保証券（MBS）の償還金再投資先についていくつかの議論は見られたものの、他の追加緩和手段についての議論の記述はなく、今後の政策を占う上での新たな手がかりには欠ける内容だった。

### 経済成長は FOMC の見通しを大幅に下回り、下方リスクが高まった

8月10日の FRB 連邦公開市場委員会（FOMC）参加者による経済動向の議論の部分では、成長見通しの下ぶれと下方リスクの拡大が多数意見だった。「ほとんど（の参加者）は入手されたデータは経済が彼らが考えていた潜在水準よりはるかに下回って活動していること、、、を示唆していると述べた」「多くの政策当局者は米国の経済回復の下方リスクは幾分高まったと判断した」とされた。

ちなみに6月時点の FOMC 委員の経済予測では、2010年の成長率（第4四半期前年同期比）の中心傾向は+3.0～3.5%となっている。これはその時点での当レポートの予想である同+2.7%（通年では前年比+2.9%）と比較してもかなり楽観的であった。

### 追加緩和策の今後の拡大の可能性・手段については議事録に手がかりなし

その上で、事実上の追加緩和策の協議がなされたが、追加緩和策について多くの選択肢が検討された形跡はない。議事録を見る限りでは MBS の償還金の再投資が10日の FOMC 時点での追加緩和策の唯一の検討対象であったと読める。住宅ローン金利の低下による MBS 期前償還の増加で FRB の MBS 保有が減少、民間保有が増加することが市中金利の上昇につながることで経済にとって望ましくないとの論点のみが記されている。

再投資先として MBS を購入するか米国債を購入するかについては議論がなされた模様である。結論としては「現状の MBS 市場環境と、FRB の資産ポートフォリオを正常化したいという FOMC の要望に照らせば」長期国債への再投資がのぞましいと多くの投票メンバーが判断したとされた<sup>1</sup>。

一方、少数の投票メンバーは「エージェンシー債と MBS の償還金の米国債への再投資は、FOMC が大規模な資産購入を再開する用意があるとの不適切なシグナルを投資家に送る可能性に懸念を示した」とされている。

これらの記述からは、10日の FOMC 時点では、大幅なバランスシート再拡大などの本格的追加金融緩和はあまり取り上げられなかったと読める。その後バーナンキ FRB 議長は、米国債の追加購入をはじめ3つの追加緩和策を具体的に挙げてそれらの功罪を述べている（27日バーナンキ議長講演）。今回の議事録では27日にバーナンキ議長があげた3つの手段の是非

<sup>1</sup> 尚、FOMC のスタッフの見積もりでは、2010年8月から2011年末にかけての FRB 保有の MBS は期前償還などで3400億ドル減少の見込み、これに加えエージェンシー債の期落ちが550億ドルとされている。

につき議論がなされていた可能性がある」と期待していたが、議事録を見る限りではそうした材料はなく、やや期待はずれとなった。

### FOMC 以降の情勢は更に悪化している

現状当レポートでは、10日に決定されたMBS償還金再投資という事実上の追加緩和措置後の状況を見守るべく、9月21日のFOMCでは特段の政策変更はないと予想している。これまでの状況変化は金融市場の混乱といった緊急性を要するものではなく、また外的ショックを伴うものではないからだ。

しかし、この議事録だけをもって、FOMCが更なる追加緩和に消極的と断ずるべきではないだろう。10日のFOMC以降株価は下落し、また第2四半期のGDP成長率が大幅に下方改訂されるなど、FOMC時点よりも更に経済回復の下ブレ要因が増加していることは間違いなく、追加緩和の必要性が議論の俎上に上る可能性はかなり高い。FRB内でも追加緩和の選択肢につき10日のFOMC以降27日のバーナンキ議長講演までの間に検討がなされた可能性もある。

特に、FOMCの経済予測に比較して最近の成長実績が大幅に下ぶれていることが、追加緩和の緊急性の判断にどう影響を与えるかがポイントになる。これまで比較的景気強気もしくは中間派だった委員が見通しを変更してハト派に移行するなど(最も現状ではいわゆるタカ派の数は多くはない)、FOMC内の意見のバランスがハト方向にシフトする可能性は十分にある。

### 当レポートの今年の成長予想を下方改訂し+2.7%にする

少なくともFOMC委員の成長率予測は大幅に下方改訂されるだろう。尚、筆者は第2四半期GDP成長率の下方改訂などを受け、筆者個人の成長率予想を30日付で下方修正し、2010年通年の成長率予想を前年比+2.7%とする(<FOCUS>参照)。これは、従前予想より-0.2%の下方修正である。特に第3四半期の成長率は前期比年率2%を割り込むと見る。尚、FOMCの経済予測にあわせた2010年第4四半期の前年同期比ベースに引きなおすとこの予想は+2.3%と、6月時点のFOMC予測の中心傾向よりさらに大幅に下方に位置する予想となっている。

<トピック1>

## <トピック 2> 遅い雇用回復維持：8月雇用統計

8月分の雇用統計は、民間非農業部門の雇用者数が前月比+67千人の増加となり、これで1月以来8ヶ月連続の雇用増となった（<経済指標コメント>参照）。この結果は、一部下ぶれの可能性があった事前の市場予想比を上回ったが、成長や雇用市場見通しを上方に修正するほどの好結果ではない。しかし、下方リスクを一部相殺する材料にはなったといえる。

### 先行的な指標が好転している

民間雇用の増加ペースは過去4ヶ月中3ヶ月で100千人を下回る遅いペースだが、景気二番底を示唆するような要因は徐々に後退している。また内容的にも今後の雇用が持続的に拡大することを示唆するものがある。

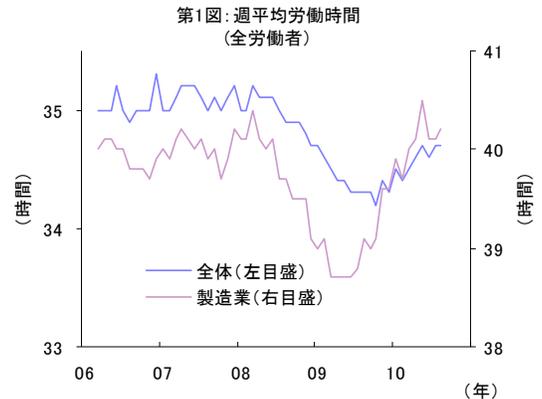
まず、自動車製造業の雇用の一時的要因が8月の数字を押し下げている（第1表参照）。8月には自動車・同部品製造の雇用が-22千人減少している。これは、自動車メーカーの夏季操業停止が通常の7月から8月にずれこんだことによるもので、前月7月の+22千人の増加を相殺する一時的要因である。すると、民間非農業部門の雇用は実力ベースでは約90千人ほど増加している可能性がある。

次に、雇用市場、景気の先行指標とされる製造業の週平均労働時間は5月をピークに一時減少に転じる気配が見られたが、8月には3ヶ月ぶりに増加に転じている（第1図）。

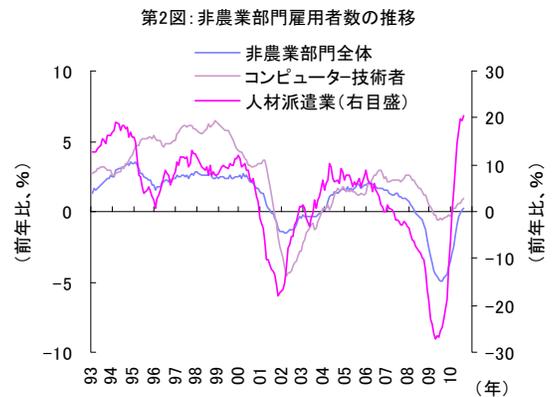
また、同じく景気先行指標である専門ビジネスサービスのうちの人材派遣業が、7月の減少から転じて8月には増加している。ただ一方で全体の趨勢としては、雇用全体に対する臨時雇用の急激な伸びは、企業が正規雇用にも慎重であることの証跡である可能性もある（第3図）。

### 失業率上昇は労働人口への流入増が要因

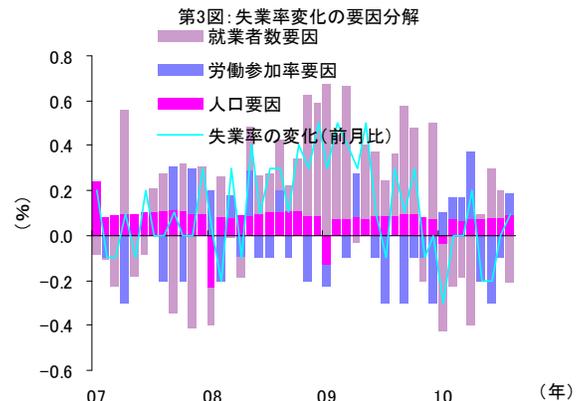
失業率は前月比+0.1%上昇して9.6%になったが、これは就業者数の増加を上回る人数の労働人口への流入があったことによるものである（第3図）。一旦就職活動をあきらめた人が再び就職活動を開始



（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



（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



（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

してその相当数が新たに職を得ていることをあらわして、労働市場が活性化されていることを示唆している（第4図）。

雇用統計とは別に、民間のチャレンジャー社による集計では企業レイオフは4月以降低水準でおおむね横ばいに推移していて、新たな企業によるレイオフの拡大の兆しは見られない。

こうした状況からは、少なくとも今後短期的に雇用が大きく減少に転じる可能性は低いと考えてよいだろう。

むしろ、企業の採用意欲はまだ強いとはいえない。特に前半の好調な景気回復ペースからの減速で、景況感が調整に入っている現状では、採用についてはより企業はより慎重になっている可能性はある。したがって、雇用増加ペースは今後やや加速するものの来年前半にかけては月あたり100千人レベルかそれをやや上回る水準で推移するという当レポートの予想を維持することにする。

第1表：非農業部門雇用者数の推移

	09/9	10	11	12	10/1	2	3	4	5	6	7	8
非農業部門雇用者数 (前月比、千人)	-225	-224	64	-109	14	39	208	313	432	-175	-54	-54
民間部門	-186	-262	75	-83	16	62	158	241	51	61	107	67
製造業	-48	-57	-25	-18	22	16	19	38	39	4	34	-27
自動車及び同部品	-1	4	-5	-1	27	-9	4	4	9	-5	22	-22
建設業	-71	-67	-15	-36	-60	-51	27	22	-29	-9	-4	19
サービス業	-65	-131	108	-29	46	90	101	174	30	60	70	67
小売業	-48	-63	9	-15	49	7	23	14	-6	-16	7	-5
金融業	-12	-19	2	-9	-22	-7	-19	2	-9	-11	-11	-4
専門ビジネスサービス業	-22	11	106	22	23	56	1	70	26	33	-3	20
人材派遣業	-9	42	95	50	49	36	32	23	30	19	-1	17
教育・医療サービス業	26	35	31	37	20	30	49	28	25	30	34	45
娯楽・宿泊業	16	-54	-21	-33	12	23	23	36	-15	30	11	13
政府部門	-39	38	-11	-26	-2	-23	50	72	381	-236	-161	-121
失業率(%)	9.8	10.1	10.0	10.0	9.7	9.7	9.7	9.9	9.7	9.5	9.5	9.6
製造業週平均労働時間(注)	39.0	39.1	39.6	39.6	39.9	39.7	40.0	40.1	40.5	40.1	40.1	40.2
時間当たり賃金(注)	22.30	22.35	22.39	22.38	22.45	22.48	22.48	22.50	22.55	22.55	22.60	22.66

(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 2>

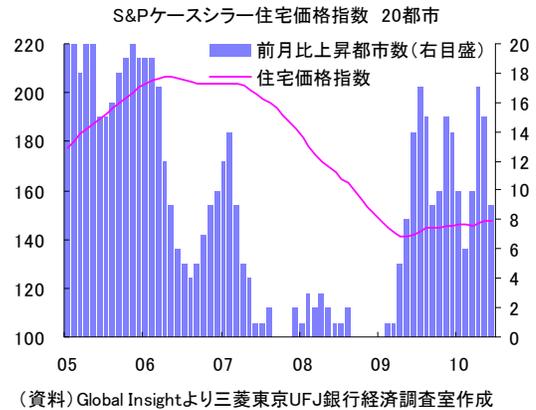
＜経済・金融の動向：8月30日～9月3日現在＞  
株価に安心感、為替は波乱含みか

- **株式市場**、NY ダウは4週ぶりに反発、前週末比 297 ドル高の 10447 ドルで 3 日の取引を終えた。週初 8 月 30 日は、前週末の上昇を打ち消す-140 ドル安だったが、1 日に中国の製造業景況感指数の好転と、米国 ISM 製造業指数の予想外の上昇で+254 ドルの大幅高、3 日も雇用統計が市場予想を上回ったことで 127 ドル高となった。S&P500 の 10 業種別では、金融、一般消費財、資本財などの景気敏感セクターを中心に 10 業種すべてが前週末比で上昇した。経済指標が景況感の後退を打ち消すと同時に、これまでの楽観からの調整が一段落した模様だ。テクニカルには先週の 1 万ドルわれからの反発で一旦底固めをしたといえる。
- **為替市場**ではドル円は、先週 1 ドル=84 円台でのみみ合いに終始した。株価の反発にかかわらずドルの頭は重く、ユーロに対しても弱含みで推移した。債券市場では、10 年物米国債利回りが、週初の株価下落をみて一時 2.5%を割り込んだが、後半の株価回復で先週末とほぼ同じ 2.6%台を回復した。
- **向こう 1 週間**は、6 日がレーバーデー休日、経済指標も 8 日の FRB 地区連銀経済報告、9 日の 7 月貿易収支と薄め。
- 株式市場は、ISM 製造業指数と雇用統計が市場の安心感を回復したことで、一旦底固めをして引き続き上値を追う展開になると見る。8 月初の高値である 10700 ドルレベルが次の上値の目処になる。為替は、日銀政策決定会合や日本での民主党代表選も含めた要人発言などに左右される波乱含みの動きになる可能性がある。中期的に現状レベルがドル円の底値との見方は不変である。

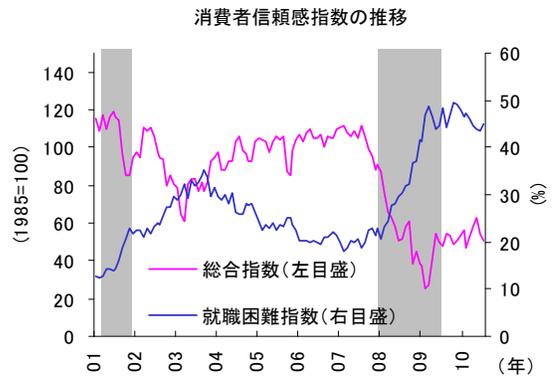
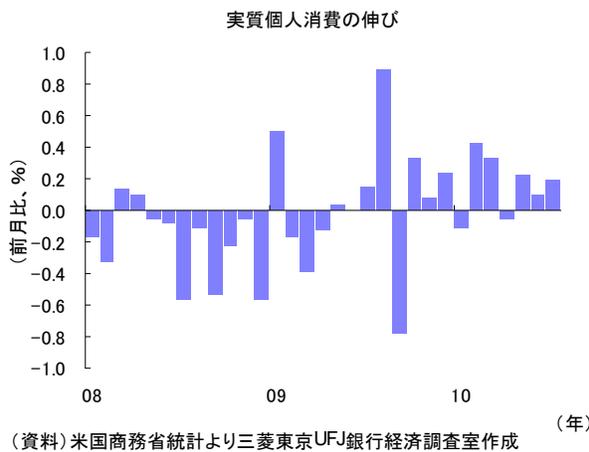
(＜経済・金融の動向＞)

<経済指標コメント>

➤ **個人所得統計（7月）：名目個人所得は前月比+0.2%（前月同横ばい）、名目個人消費は前月比+0.4%（前月同横ばい）、実質個人消費同+0.2%（前月同+0.1%）**：名目個人所得は前月比+0.2%の増加、前年比でも+3.0%と前月の同+2.4%から伸びを加速させた。雇用者報酬が前月比+0.3%と前月の-0.1%からプラスの伸びに転じたほか、自営所得（同+0.2%）、賃貸所得（同+0.9%）などいずれも強めの伸びとなった。実質個人消費は前月比+0.2%と3ヶ月連続の増加となった。内訳は自動車販売の増加が寄与して耐久財消費が前月比+1.2%と急増したが、非耐久財消費は同-0.3%と減少している。サービス消費は同+0.2%。単月の実質個人消費の伸びは堅調だが、7月は自動車に押し上げられた部分が大きく、全体の消費の動向は好調とはいえない。貯蓄率は前月比横ばいの5.8%と引き続き高水準にある。尚、8、9月が前月比横ばいだった場合の第3四半期の実質個人消費は前期比年率+1.3%となる計算。当レポートでは第3四半期の実質個人消費を前期比年率+2.0%と予想している。個人消費支出価格指数（PCEデフレーター）は前月比+0.2%（前年比+1.5%）、同コア指数は前月比+0.1%（前年比+1.4%）と、いずれも前年比の伸びは低下基調にあり、デフレ圧力が強いことを示唆している。



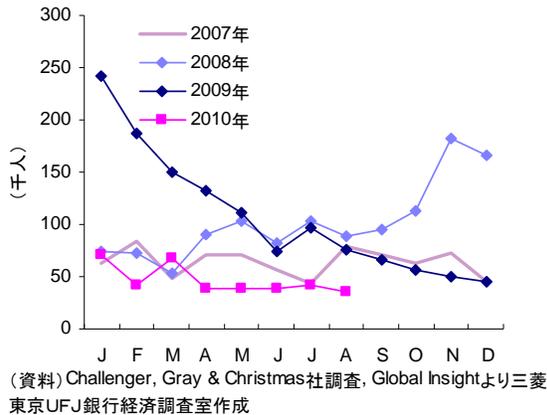
➤ **カンファレンスボード消費者信頼感指数（8月）は53.5ポイント（前月比+2.5ポイント）、就職困難指数は45.7ポイント（同+0.6%）**：消費者信頼感指数は3ヶ月ぶりに上昇したが、3ヶ月連続して50ポイント台前半にとどまっている。内訳は現況指数が24.9ポイント（前月比-1.4ポイント）、期待指数が72.5ポイント（同+5.0ポイント）と、現況指数は3ヶ月連続の低下になっている。失業率との連動性の高い就職困難指数は2ヶ月連続上昇、労働市場は依然低迷していることを示唆している。



➤ **S&P ケースシラー住宅価格指数（20都市、6月）は前年比+4.2%（前月同+4.6%）、季節調整済み前月比+0.3%（前月同+0.5%）**：住宅価格指数は5ヶ月連続で前年比上昇となったが、上昇開始以後始めて前年比の上昇率が低下した。季節調整済みの前月比の伸びも3ヶ月連続上昇なるも、2ヶ月連続で伸びが低下している。前月比で住宅価格が上昇した都市数も前月の15都市から9都市に減少した。住宅販売は4月のインセンティブ終了後急減していて、販売在庫も増加している。住宅価格は今後いったん軟化する可能性が高い。

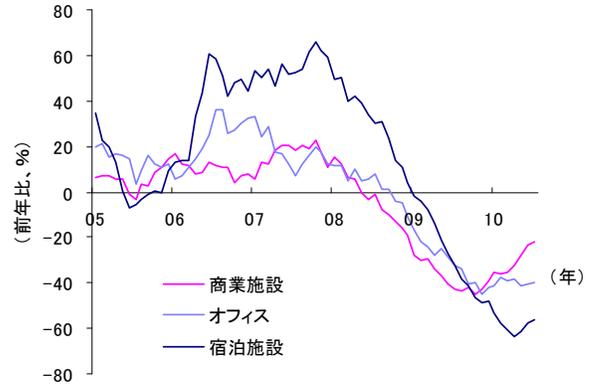
➤ **チャレンジャー社公表レイオフ数（8月）は前年比-54.5%**：レイオフは引き続き低水準にとどまっている。企業の人員削減はすでに終了していることを表している。雇用が増加しないのは、景気先行きにまだ確信がないことから、新たな採用が行われていないためといえる。

公表レイオフ数



たのは、電力、通信など公益インフラ関係のみ。オフィス、宿泊、商業施設などの建設支出は依然

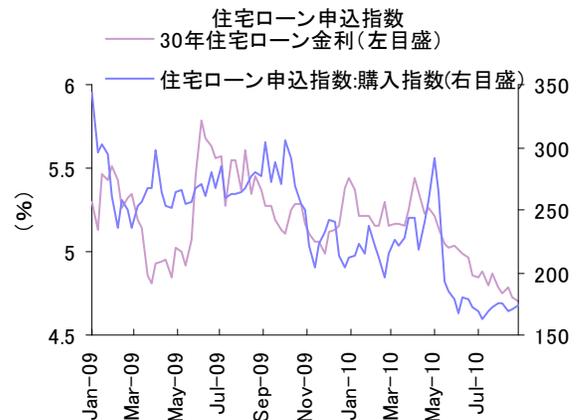
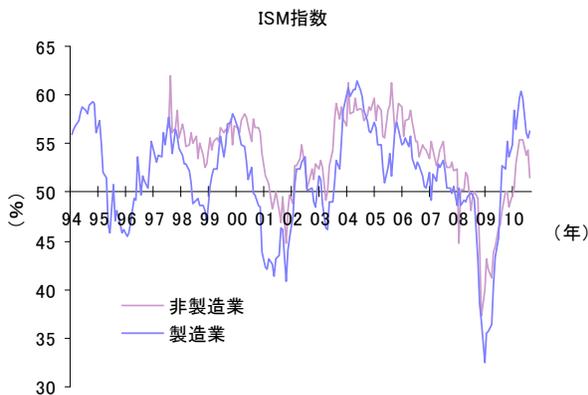
事業用建設の伸び



- ISM 製造業指数 (8月) は 56.3% (前月比+0.8ポイント) : ISM 製造業指数は4ヶ月ぶりの上昇。フィラデルフィア連銀製造業指数やシカゴ購買部協会指数の低下にもかかわらず、ISM 製造業指数は予想外の上昇となった。しかし、過去3ヶ月の低下をカバーするには至っていない。総合指数を構成する5つのDIの内訳は新規受注DIが53.1% (前月比-0.4%ポイント)、生産59.9% (同+2.9)、雇用60.4% (同+1.8)、入荷遅延56.6% (同-1.7)、在庫51.4% (同+1.2)。生産DIが全体指数を押し上げているが、新規受注、入荷遅延といった先行性のあるDIの低下が気になる。朗報は、雇用DIが2ヶ月連続の上昇で金融危機後の最高値を更新したこと。企業景況感はまだ完全に回復せず、今後も頭が重くなりそうだ。

減少が続いている。

- 米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申込指数 (8月27日週) は前週比+2.7%、リファイナンス指数同+2.8%、購入指数同+1.8% : 住宅ローン申込指数は5週連続の上昇。30年物固定住宅ローン金利の更なる低下 (前週比-0.03%の4.70%) により、リファイナンス指数が5週連続上昇した上、購入指数も2週連続の上昇。リファイナンスに比べて新規購入のための住宅ローン申込は低迷しているが、それでも少しずつ回復の

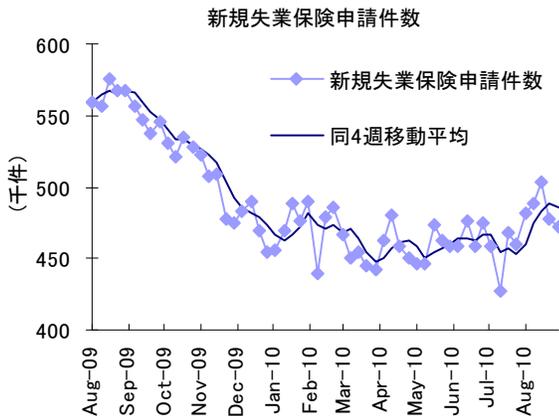


- 建設支出 (7月) は前月比-1.0% (前月同-2.0%)、民間住宅建設支出同-2.6% (前月同-2.0%)、民間非住宅建設支出同+0.8% (前月同-1.2%) : 建設支出は3ヶ月連続の減少。民間住宅建設支出は住宅購入インセンティブ制度終了後3ヶ月連続の減少となっている。民間非住宅建設支出は16ヶ月ぶりの増加となった。しかし建設支出が増加し

兆しが見られる。

- 新規失業保険申請件数 (8月28日週) は472千件 (前週比-6千件)、継続受給比率 (8月21日週) 3.5% (前週比横ばい)、継続受給者数 (8月21日週) は4456千人 (前週比-23千人) : 新規失業保険申請件数は2週連続の減少。4週移動平均も485.5千人 (前週比-2.5千人) と5週ぶ

りに低下に転じた。自動車メーカーの夏季操業停止の後ずれと、連邦政府国政調査員の業務終了とともに失業保険申請増加の一時要因が徐々に剥落してきていると考えられる。ただし、水準的には依然 400 千人台後半と高水準であり、本格的な雇用増加のめどである 400 千人われにはまだ遠い状態。



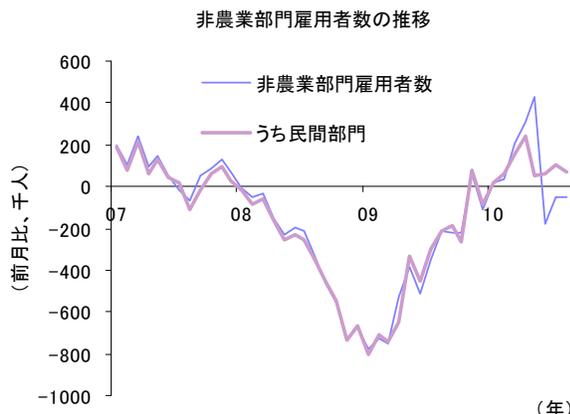
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

る製造業の週平均労働時間も3ヶ月ぶりに増加している。家計調査による失業率は9.6%と前月より+0.1%上昇した。しかしこれは、労働力人口への流入が就業者数の増加を上回ったことによるもので、労働市場の回復に伴うものである。

➤ **ISM 非製造業指数 (8 月) は 51.5% (前月比-2.8%ポイント)** : ISM 非製造業指数は低下、過去3ヶ月のうち2ヵ月で前月比低下している。総合DIを構成する4つのDIの内訳は、事業活動DIが54.4% (前月比-3.0%ポイント)、新規受注52.4% (同-4.3)、雇用48.2% (同-2.7)、入荷遅延51.0% (同-1.0) と、すべてが前月比で低下した。雇用DIが50%前後で低迷を続けているのが目立つ。景気拡大縮小の分岐点である50%は引き続き上回っているもののその拡大ペースは減速している。ISM 指数は製造業、非製造業ともに4月あたりをピークに低下傾向にあり、年後半の成長ペースが前半に比べ鈍化するという見方を支持するものになっている。

(<経済指標コメント>)

➤ **雇用統計 (8 月) : 非農業部門雇用者数は前月比-54 千人 (前月同-54 千人)、うち民間部門同+67 千人 (前月同+107 千人)、失業率 9.6% (前月比+0.1%)** : 非農業部門雇用者数は前月比-54 千人、連邦政府の国政調査要因の業務終了が114 千人あり、これを差し引くと+60 千人の増加となった。民間非農業部門は+67 千人の増加。また6月、7月分は上方改訂されている。民間部門では建設業、線もサービス業、教育・医療、娯楽・宿泊が広く雇用を増加させている。専門ビジネスサービス業のうちの人材派遣業が7月の減少か増加に転じている。また自動車・同部品製造業は、工場閉鎖の後倒しにより8月は一時的に雇用が減少したものの、したがって民間部門の雇用増の実態はもう少し強い可能性が高い。一方で、金融、消費動向を反映する小売は雇用が減少している。先行指標とな



(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



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.