



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

December 3, 2010

<FOCUS>

退職の構造(2)：家計のキャッシュ保有

- ▶ 企業部門同様に、家計部門においてもキャッシュ保有の割合が増加傾向にある。本レポートではこれを家計についてみる。
- ▶ 企業流動資産の場合と同様に、家計の総資産に占める預金資産の比率の推移を見てみると第2図のようになる。直近のリセッション期に預金資産保有比率が急上昇している。しかしそれはすでにピークアウトしている。その他過去にはリセッション期やそれにつづく時期において預金資産保有比率が上昇する傾向が見られる。さらに目立つのは1985年あたりから2000年にかけての一貫した預金保有比率の低下である。
- ▶ 昨年までの家計の預金資産保有比率の急上昇は、あくまで失業率の上昇に反映された景気悪化と株価の相対的低迷が原因だったといえそうである。今後失業率がゆるやかに低下に向かうならば、つまり現状の高失業率が構造的に高止まりする性格のものでないとしたら（この点については議論があるが）、いずれ家計のキャッシュ保有比率は低下に向かうはずだ。
- ▶ 先週のレポートでは企業の長期トレンドとしての流動性資産保有比率の上昇が設備稼働率の低下によるものである可能性を仮にみた。これにくらべ家計の流動性保有比率の変動はより景気サイクルに依存しているように見える。
- ▶ 可処分所得から個人消費支出を差し引いた家計貯蓄は金融危機以降急激に増加している。一方で家計はこの貯蓄をすべて預金やその他の金融商品においているのではなく、金融危機以降借入金の返済に充てている。

<トピック1> QE2変更の材料なし:11月ページブック

11月分FRB地区連銀経済報告（ページブック）は、米国経済が全体として改善を続けたことを報告した。前回10月報告で改善した景気拡大ペースがさらに一部加速しているというトーンである。しかし雇用市場の改善は遅く、物価も抑制されている。

<トピック2> 年末商戦は余裕のスタート

感謝祭翌日の26日金曜日（いわゆるブラックフライデー）から年末商戦が本格化した。ブラックフライデーとその週末、そして翌月曜日のサイバーマンデーまでの売上は予想以上に好調で、当レポートのやや強気な予想をも上回るペースだ。

<経済・金融の動向：11月29日～12月3日現在> 予期に反し株価大幅反発：サイクル転換かの見極め局面

<経済指標コメント>雇用統計（11月）、非農業部門雇用者数は前月比+39千人（前月同+172千人）、うち民間部門同+50千人（前月同+160千人）、失業率9.8%（前月比+0.2%）、他。

<FOCUS> 退職の構造(2)：家計のキャッシュ保有

企業部門同様に、家計部門においてもキャッシュ保有の割合が増加傾向にある。本レポートではこれを家計について試みる。

先週の当レポート¹では企業部門の流動資産を対象にその動向を追った。家計部門については、株式投資などのリスク性の流動資産を別にして考えるために、キャッシュの範囲を預金(外貨預金、マネーマーケットファンドなどは含む)に限って試みる。

家計の預金保有もリセッション期に急増した

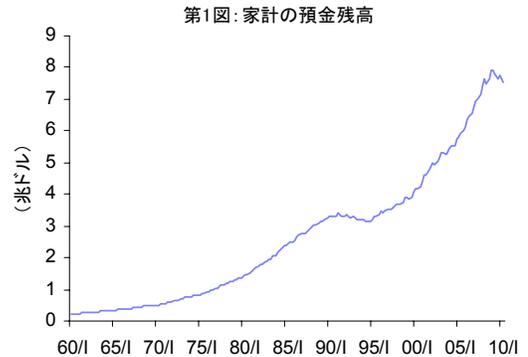
第2四半期までのFRB資金循環統計(Flow of Funds Accounts)によれば、家計の預金残高は2008年第4四半期、つまりリーマンショック直後の金融危機のさなかに最大額7.9兆ドルに達して、その後やや伸びが頭打ちになっている(第1図)。

企業流動資産の場合と同様に、家計の総資産に占める預金資産の比率の推移を見てみると第2図のようになる。直近のリセッション期に預金資産保有比率が急上昇している。しかしそれはすでにピークアウトしている。その他過去にはリセッション期やそれにつづく時期において預金資産保有比率が上昇する傾向が見られる。

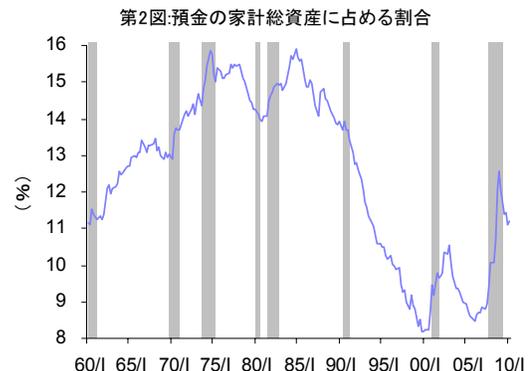
さらに目立つのは1985年あたりから2000年にかけての一貫した預金保有比率の低下である。

失業率とキャッシュ保有比率とは関連があると見える

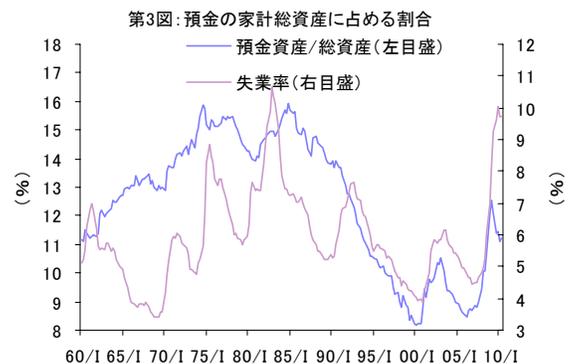
これらの現象を説明できる可能性のある背景を考えてみる。まずリセッション期において将来への不安から家計が手元の流動性を厚めに保つために預金資産の保有率を上げることが考えられる。家計預金資産保有率と失業率の関係をみたのが第3図である。これによれば、失業率の変動と、預金資産保有比率の間には概ね同方向の動きが見て取れる。ただ、現在の失業率は1980年代とほぼ同く10%レベルであるにもかかわらず、預金資産保有比率は1980年代に比べて明らかに低い。これ



(資料)FRB統計より三菱東京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
シャドー部分はリセッション期



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 11月26日付当レポート「退職の構造：企業のキャッシュ保有」参照。

は、1980年代後半からの継続的な預金資産保有比率の低下を引きずっているように見える。

リスク資産価格との関係が比率に影響をおよぼしている：家計のキャッシュ保有はあくまで景気循環か

1980年代後半から2000年にかけては、株価指数がほぼ継続的に上昇を続けた期間である。この間に預金以外の株式資産の価値が大幅に上昇することは、自然に預金資産保有比率の低下を引き起こすことになる。

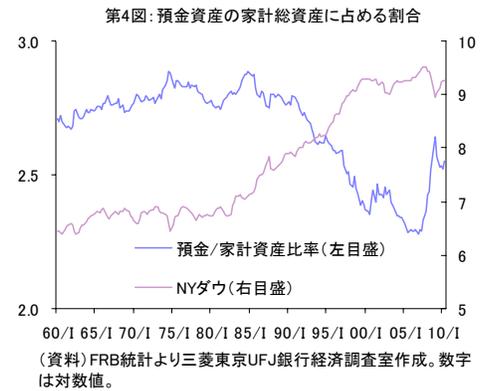
加えて、預金以外のリスク資産のリスクが高まっている場合に、リスク資産からキャッシュへの資金移動が起きることが考えられる。

NYダウの推移と預金保有比率の関係をみたのが第4図である。これによれば1980年代後半から2000年にかけての預金保有比率の低下が、主に株式資産の価値の増加によるものである可能性が見えてくる。

実際に、預金保有比率を、失業率、株価指数、およびトレンド変数で回帰してみると、高い決定係数で有意な結果が得られた。

そうすると、昨年までの家計の預金資産保有比率の急上昇は、あくまで失業率の上昇に反映された景気悪化と株価の相対的低迷が原因だったといえそうである。今後失業率がゆるやかに低下に向かうならば、つまり現状の高失業率が構造的に高止まりする性格のものでないとしたら（この点については議論があるが）、いずれ家計のキャッシュ保有比率は低下に向かうはずだ。

先週のレポートでは企業の長期トレンドとしての流動性資産保有比率の上昇が設備稼働率の低下によるものである可能性を仮にみた。これに比べ家計の流動性保有比率の変動はより景気サイクルに依存しているように見える。

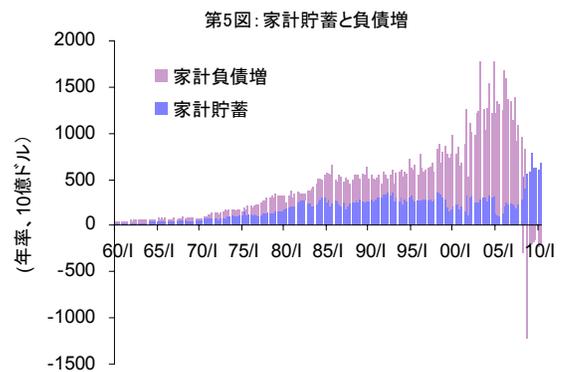


金融危機後、家計の貯蓄の一部は債務返済に充てられている

次に、フローベースでの家計の貯蓄と債務返済の状況を見てみよう。家計のキャッシュ保有が増加していることは別な角度からは、家計の貯蓄率が上昇していることと関係がある。

可処分所得から個人消費支出を差し引いた家計貯蓄は金融危機以降急激に増加している。一方で家計はこの貯蓄をすべて預金やその他の金融商品にしているのではなく、金融危機以降借入金の返済に充てている。

家計の各四半期の貯蓄額と、債務の増減の推移を見たのが第5図である。これによれば、1960年以降今回の金融危機以前まではリセッション



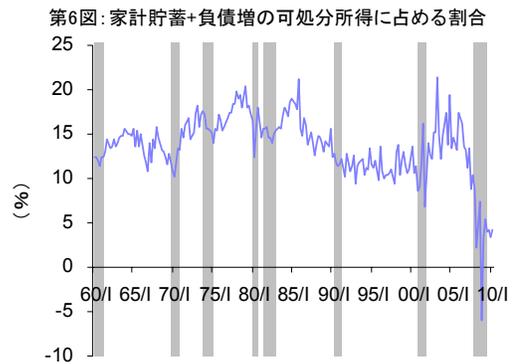
(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

期といえども家計の負債額は増加の一途であった。したがって、家計は貯蓄による手元キャッシュフローに加えて借り入れによる手元資金があった。これは一部が手元余裕資金としてキャッシュに積みあがるか、あるいは金融商品や住宅などの投資に向けられていたことになる。ところが、金融危機以後は1960年代以降では初めて、家計の負債が減少に転じている。つまり可処分所得から個人消費支出を差し引いた貯蓄の一部は借り入れ返済に回っていることになる。

債務返済差し引き後のキャッシュは大幅に減少している

その結果、信用収縮以前の時期にくらべて、貯蓄率が上昇した現在でもなお、家計の手元資金の積みあがりはその意図に反してさほど大きくはならないことになっている。これは上記の預金残高の伸びの鈍化と整合している。

家計貯蓄と負債増減の金額の合計額の、可処分所得に占める割合をみると、やはりリセッションの直後からその比率は急低下している（第6図）。この比率は1960年代以降今回のリセッション前までは概ね10%~20%の間で推移してきたが、現在ではこれが4%水準に落ち着きつつある。



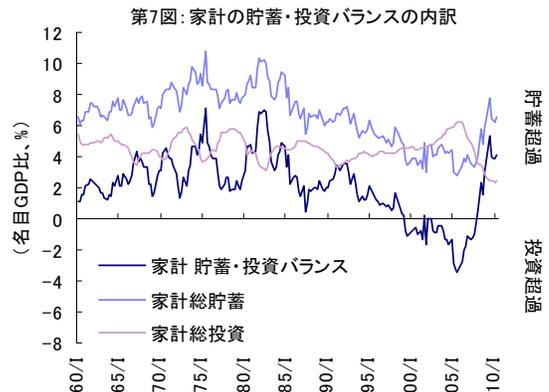
第6図：家計貯蓄+負債増の可処分所得に占める割合
(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成
シャドー部分はリセッション期

つまり、貯蓄率の上昇は見た目ほどには家計の手元流動性拡大に寄与せず、むしろ債務返済が続いている間はキャッシュ資産といえどもその伸び率は抑制されることになる。貯蓄率の高さは見た目以上には家計のキャッシュ積み上げに寄与していないわけだ。

家計についてはキャッシュの退蔵の意思は強いものの、その多くがバランスシート調整に用いられている。このバランスシート調整はあくまで景気循環に基づくものではある。しかし信用サイクルの長さからは構造調整ともよばれる。

長期的に家計の貯蓄超過のペースはそろそろ減速の兆しがある

ちなみに、家計全体の貯蓄・投資バランスは金融危機以降急激に貯蓄超過に転じているが、ようやく貯蓄超過のGDP比率が頭打ちになる兆しが見える（第7図）。貯蓄超過の主因は、貯蓄率の上昇と、主にこれまでの家計の最大の投資項目であった住宅投資の減少の2つである。そもそも、住宅ブームの以前はほぼ一貫して米国の家計は貯蓄超過であった。したがって、2000年以降の住宅バブル時代の投資超過がむしろ異例であったと考えるならば、



第7図：家計の貯蓄・投資バランスの内訳
(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

この貯蓄超過の傾向も一時的な調整であって長い目で見れば構造変化ともいいにくそうだ。ただその場合でも鍵を握るのは信用市場の状況である。

とはいえ、実額ではこのキャッシュフローは無視し得ない。可処分所得の4%といっても金額では借り入れ返済後で年率4840億ドルのネット資金は相当の購買力である。ちなみに、預金に国債を加えた安全流動資産を加えた家計の「リスクフリー流動資産残高」はいまでも増加傾向を保っている。国債価格の下落がなければ、それなりの購買力を蓄積していることになる（第8図）。



(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(<FOCUS>)

<トピック 1> QE2 変更の材料なし:11 月ページブック

11 月分FRB地区連銀経済報告（ページブック）²は、米国経済が全体として改善を続けたことを報告した。前回 10 月報告で改善した景気拡大ペースがさらに一部加速しているというトーンである。しかし雇用市場の改善は遅く、物価も抑制されている。11 月FOMCで決定された追加量的緩和の規模・期間は次回 12 月FOMCでもそのまま維持されそうだ。

経済拡大ペースは維持、一部強めの拡大に改善している

11 月分ページブックの冒頭文では「12 連銀地区からの報告は、10 月上中旬から 11 月中旬の報告期間において、経済が全体として改善を続けたことを示唆した」と報告された。前回 10 月報告の「経済活動がゆるやかなペースではあるものの拡大を続けた」に比べると、拡大ペースは同じかやや加速しているといえる。ボストン、クリーブランド、アトランタ、ダラス、サンフランシスコは「経済がわずかなか緩やかなペースで」拡大、NY、リッチモンド、シカゴ、ミネアポリス、カンザスシティでは「いくぶん強いペース」、フィラデルフィア、セントルイスは「まちまち」と報告した。

製造業は拡大し、将来についても楽観的

製造業は「ほとんどの地区で拡大を続けた」とされ、NYのみが製造業の活動が弱まったと報告した地区だった。いくつかの地区では「製造業者の楽観的な見通しを報告した」ともされている。具体的には、ボストンとリッチモンドは製造業者が「上向き」、NYとシカゴは製造業者が「より楽観的」になったとし、フィラデルフィアとミネアポリスは製造業者が「短期的に活動の拡大を予想した」とされた。

一方ダラスでは予算不足から政府関連の需要が減少していることへの懸念を示す業者もいた。金融以外のサービス業や専門サービス業はほとんどの地区で横ばいか拡大したと報告された。

個人消費は改善、年末商戦見通しもポジティブ

個人消費は「ほとんどの地区を通じて改善を示した」とされた。NY、ダラスでは気温が再び例年並に低下したことが（冬物の）売上を増加させた。

年末商戦への期待は地区を通じて「ポジティブ」（ただしリッチモンドを除く）であった。ただ、フィラデルフィア、クリーブランド、アトランタ、シカゴは消費者が（価格に比した）買い物の価値に敏感で、必需品の購入に絞っているとの報告が引き続きあった。

住宅不動産販売と建設は依然として「すべての地区で低いレベル」。シカゴは「高い販売在庫水準が住宅建設と住宅価格を押し下げている」と報告している。住宅価格の低下はNY、フ

² 1日に公表された11月分ページブックは、前回の10月報告（10月8日までの情報に基づく）以降、11月19日までの間にFRB外の企業・コンタクト先から収集された情報をもとに作成されたもので、今回の取りまとめはクリーブランド連銀。

イラデルフィア、アトランタ、カンサスシティが報告した。一方ミネアポリス、ボストン、ダラスでは住宅価格の上昇が報告されている。

商業不動産市場は「まちまち」とされ、いくつかの地区が横ばいの需要と高い空室率を報告した。また、クリーブランドとシカゴはほとんどの新しい建設計画が一般にインフラ系の部類に入るものだと報告している。

雇用市場は「いくらか」の改善にとどまり、賃金・物価は依然抑制されている

雇用活動は「ほとんどの地区を通じていくらかの改善を示した」とされた。ただ「雇用主は雇用を大幅に追加する前に、ビジネス拡大のより明瞭な見通しの兆候がでるのを待っている」とされた。年末商戦用の小売業の雇用は「今年は過去2年にくらべ増加する」とシカゴ、サンフランシスコが報告している。雇用ミスマッチの状況も引き続きみられる。ボストン、リッチモンド、ミネアポリスは「熟練した労働者を探すのが困難」と報告した。

しかし賃金圧力は「地区を通じて抑制されたまま」であった。また物価は「原材料価格が上昇したにもかかわらず最終財・サービス価格は横ばい」であった。

QE2の規模・期間を変更する特段の材料はない：12月FOMCでは現状政策維持を予想する

11月ページブックの報告は、経済がほぼ緩やかなペースからやや強めのペース保ちつつ拡大していること。労働市場はいくらか改善しているものの、賃金や物価上昇は抑制されていること、という点で経済指標などから見られる10月までの経済環境をほぼそのまま引き継いでいるといえる。その意味では金融政策にとって特段の新しい材料を提供するものではなさそうだ。

雇用改善が「いくらか」であることと、物価抑制が続いていることはFRBの懸念課題である高失業率と低インフレ状態が11月時点で大きな進展を見せていないことを表している。11月3日のFOMCで決定した6000億ドルの米国債追加購入方針は次回12月14日のFOMCでは特段の調整はなされることなく維持されると考える。

<トピック1>

<トピック2> 年末商戦は余裕のスタート

感謝祭翌日の26日金曜日（いわゆるブラックフライデー）から年末商戦が本格化した。ブラックフライデーとその週末、そして翌月曜日のサイバーマンデーまでの売上は予想以上に好調で、当レポートのやや強気な予想をも上回るペースだ³。今後の失速リスクも過去2年に比べ相対的に低く、商戦結果は前年比3%台半ばの当レポート予想を上回る可能性が十分にある。

ブラックフライデー週末の売上は前年比+9.2%の大幅増加

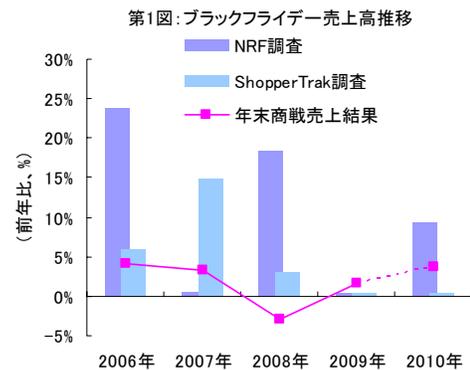
年末商戦の期間中は複数の調査機関や業界団体が独自の調査方法で売上や客足の速報を逐次公表する。この間調査間の数字が錯綜するケースもあるが、例年通り当面これらの調査や報道を手がかりに商戦の推移を追っていくこととする。

まず、商戦初日のブラックフライデー（11月26日）の売上は昨年同様やや低調だった模様だ。調査会社 ShopperTrak RCT Corporation は、店舗への来店人数などを元に推計したブラックフライデーの売上高が106.9億ドル（前年比+0.3%）にとどまったと発表した。同じ調査によれば、客足数は前年比+2.2%増加したとされているから、一人当たりの買い物金額が減少したことになる。

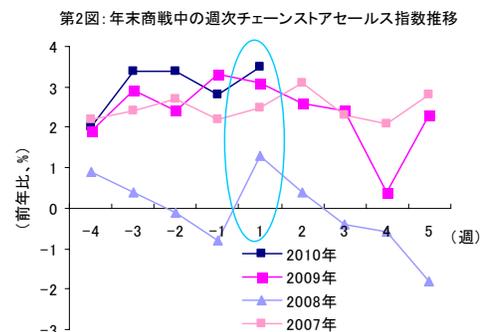
しかし、感謝祭当日から日曜までを含めたブラックフライデー週末（11月25日～28日）の期間をとった別の調査では売上は前年比大幅に増加している。全米小売業協会(NRF)はブラックフライデー週末の売上を、前年比+9.2%の大幅増加となる450億ドルという推計を公表している（第1図）。ちなみにNRFによれば、ブラックフライデー週末の買い物客数は212百万人（前年比+8.8%）、一人当たりの購入価格は365.34ドル（同+6.4%）といずれも大幅に増加している。

国際ショッピングセンター評議会(ICSC)の集計による11月27日までの週（感謝祭、ブラックフライデーおよび翌土曜日までを含む）の週次チェーンストアセールス指数（大手小売業既存店売上高指数）は前年比+3.5%と、11月に入ってから最大の伸びを示した。この伸びは昨年同時期の伸び（同+3.1%）よりもわずかながら高い（第2図）。

既存店売上高指数ベースでは、昨年は感謝祭以降



(資料)全米小売業連盟、ShopperTrak社、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。2010年の年末商戦売上結果は筆者個人の予想。



(資料)国際ショッピングセンター評議会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。
(注)「第1週」は感謝祭(11月第4木曜日)を含む土曜日までの1週間。

³感謝祭翌日の金曜日（今年は11月26日）は、小売業者が一気に黒字化する書き入れ時との意味からブラックフライデーと呼ばれる。翌月曜日はサイバーマンデー（今年は11月30日）と呼ばれ、インターネットウェブサイトによるオンライン売上が増加する日とされている。

徐々にペースダウンののちクリスマス前の最終週で挽回した。今年が昨年伸びを上回るにはほぼ現状のペースを保つ必要があることになるが、その可能性は十分にあると見たい。

まず、ブラックフライデーを終えた業界関係者の表情も明るい模様だ⁴。また、今年の消費者行動に関する状況証拠によれば、今年の消費者はブラックフライデーの格安品限定で買い物を終わるのではなく、より幅広く買い物の範囲を広げる傾向があるといえる（後述）。そうであれば今後クリスマスにかけての失速の可能性は低い。

尚、11月を通じた月次チェーンストアセールス指数（大手小売業既存店売上高指数）は前年比+5.6%の大幅な伸びとなった（＜経済指標コメント＞参照）。チェーンストアセールス指数には、月次既存店売上を公表しない小売最大手の売上が含まれていないなどの制約はあるが、11月分の小売売上高がこれまでの想定以上に増加している可能性を示唆している。

サイバーマンデーのオンライン売上は+19%の大幅増加

インターネットを利用したオンライン売上は依然好調に伸びている⁵。調査会社comScore社によれば、ブラックフライデーのオンライン小売売上高は6.48億ドル（前年比+9%）と、昨年同時期の伸び同+11%をわずかに下回ったものの、引き続き強い伸びを保った。

サイバーマンデー（11月29日）のオンライン売上はさらに好調だった模様だ。調査会社Coremetrics社の調査では29日のサイバーマンデーのオンライン売上高は前年比+19.4%と、昨年の同+13.7%を大幅に上回った。

また、調査会社comScore社の調査でも、サイバーマンデーの売上は初めて100億ドルを越え、前年比約+16%の大幅増加となっている。

これらの状況からは、今年の年末商戦売上高は当レポートの予想である前年比+3%台半ばを上回る可能性が十分にある。

ブラックフライデー売上の意義の低下：商戦の長期化・多様化

近年では、ブラックフライデーの売上の前年比の伸びと年末商戦全体の売上の伸びの間にはほとんど傾向の一致が見られない。リーマンショック直後の2008年の商戦はブラックフライデー週末の売上は前年比プラスを確保したにもかかわらずその後の急失速で商戦全体の売上は大幅マイナスになった。昨年2009年はブラックフライデーは苦戦したもののその後好調な売上がほぼ持続して前年比プラスの商戦売上高を回復した。

こうした傾向の背景の一つには、年末商戦期間が感謝祭前後を含め長期化していて、ブラックフライデーは主に現品限りの特別値引き品（doorbuster）狙いに限定した日になっているこ

⁴ 大手百貨店 Lord & Taylor の Hoffman CEO は「今年の商戦について私は楽観的だったが、実際過去数週間お売上は私の熱意をかきたてた」、またコンサルティング会社 BDO USA の Vaughan 氏は「積みあがった購買力」があるとのべている（11月29日付 WSJ 紙）。

⁵ 商務省小売統計によれば、小売売上高全体に占める無店舗小売業の売上の比率は2009年で約8%、うちEコマース業者の売上は約3.5%で、その比率は年々上昇している。

とがあるだろう。小売業者が感謝祭以前から値引きを開始するのは例年のことになっているし、クリスマス以降もセールが継続するのは通常だ⁶。

またオンラインショッピングの拡大で自宅で買い物をする消費者が増えたり、小売業者が値引きの日をずらす戦略をとっていることもブラックフライデー売上の相対的意義を低下させている。調査会社comScore社の調べによれば、オンライン取引による小売売上はブラックフライデーよりもその前の感謝祭当日が多い。また小売業者は、オンライン販売の販促日を従来のサイバーマンデーではなく、感謝祭当日とブラックフライデーにシフトして設定したともされている⁷。

消費者心理は不況期の格安品限定突進モードから正常モードに回帰した：今後の失速リスクは低下している

今年については先日の当レポートでも述べたように⁸、リセッション脱却により消費者・小売業者ともに商戦が平時モードに戻っていることがあげられるだろう。リセッション期に消費者は買い物を決めるに際して値引きをもっとも重視し、また買い物は格安品のみを狙う傾向があったといえる。そのような場合、2008年のようにブラックフライデーだけ売上が伸び、その後急失速ということがおきる。しかし今年は、消費者はより時間をかけて買い物をする傾向があるようだ⁹。

昨年までの消費者は買い物を他の人への贈答品に限る傾向があったが、今年は余裕ができて自分のための買い物をする消費者が増加していることが事前調査でわかっている¹⁰。またICSCによれば、消費者の商戦における買い物の進捗率は年々遅くなる傾向がある。28日時点の調査では、消費者の年末商戦の買い物の進捗率の平均は32.6%にすぎない。これは2009年の同時期の42.2%、2008年の48.3%より大幅に低下している。これは上記の商戦戦略の変化とともに、消費者の余裕の広がりを表しているといえる。

小売業者側も2009年には在庫を極度に抑制して売り切ることを最優先にしていた。今年はより適正な丁度良い在庫水準（"Goldilocks moment"¹¹）で商戦に望んでいる模様だ。

今年は消費者・小売業者ともに年末商戦が「短距離走ではなくマラソン¹²」であるとの考えに改めて回帰している模様だ。

⁶ コンサルティング会社 A.T.カーニーの Laura Gurski 氏は「販促活動が早い時期に始まるのが、ブラックフライデーの前年比売上比較の重要性を薄めている」「小売業者は戦略を変更し、消費者もそれに合わせて行動を変えた」と述べている（11月29日付NYT紙）。

⁷ 11月29日付NYT紙。

⁸ 10月22日付、11月19日付各 BTMU Focus USA Weekly 参照。

⁹ 大手玩具店トイザラスの Storch 氏は「昨年のブラックフライデー週末は人々は格安品を手に入れるのに必死だったが、今年はより気楽そうに見える」と述べている（11月29日付WSJ紙）。

¹⁰ 10月19日付NRF調査による。

¹¹ 11月29日付WSJ紙による、コンサルタント会社 Customer Growth Partners の Johnson 氏の発言より。

¹² 11月29日付WSJ紙による、大手百貨店 Sears Holdings の Snyder 氏の発言より。

第1表: ブラックフライデー・サイバーマンデー売上状況各社調査

調査機関	調査項目	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	(備考)
NRF/BIGresearch (全米小売業連盟)	ブラックフライデー週末買物客数 (百万人)	140.6	147.3	172.9	195.4	212.5	「ブラックフライデー週末」は感謝祭当日木曜から土曜までの3日間の実績に翌日日曜日の予測値を加えたもの。オンライン取引を含む。消費者へのアンケート調査により推計されたもの。
	(前年比)	-2.9%	4.8%	17.4%	13.0%	8.8%	
	同1人当たり購入価格 (ドル)	360.15	347.55	372.57	343.31	365.34	
	(前年比)	18.9%	-3.5%	7.2%	-7.9%	6.4%	
	同全体売上 (億ドル)	344	346	410	412	450	
	(前年比)	23.7%	0.6%	18.5%	0.5%	9.2%	
ShopperTrak RCT Corporation	ブラックフライデー売上 (億ドル)	89.6	103.0	106.1	106.6	106.9	「ブラックフライデー」は感謝祭翌日の金曜日。店舗への来店客足計測等を元に推計されたもの。
	(前年比)	6.0%	15.0%	3.0%	0.5%	0.3%	
comScore, Inc.	ブラックフライデーオンライン売上 (億ドル)	4.34	5.31	5.34	5.95	6.48	「ブラックフライデー」は感謝祭翌日の金曜日。旅行関連・オークション・大企業による購入を除く。
	(前年比)	42%	22%	1%	11%	9%	
	サイバーマンデーオンライン売上 (億ドル)	6.08	7.33	8.46	8.87	10.28	「サイバーマンデー」は感謝祭の翌週月曜。
	(前年比)	25.6%	20.6%	15.4%	4.8%	15.9%	
IBM/Coremetrics	サイバーマンデーオンライン売上 (前年比)	-	-	-	13.7%	19.4%	「サイバーマンデー」は感謝祭の翌週月曜。小売業者のWeb解析による調査。
年末商戦売上高結果(前年比)		4.1%	3.3%	-3.0%	1.6%	[3.7%]	(2010年は当レポート予想)
							商務省小売売上高統計の11月、12月合計(自動車・同部品ディーラー、ガソリンスタンド、レストランを除く、季節調整済計数)

(資料)各社公表より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< トピック 2 >

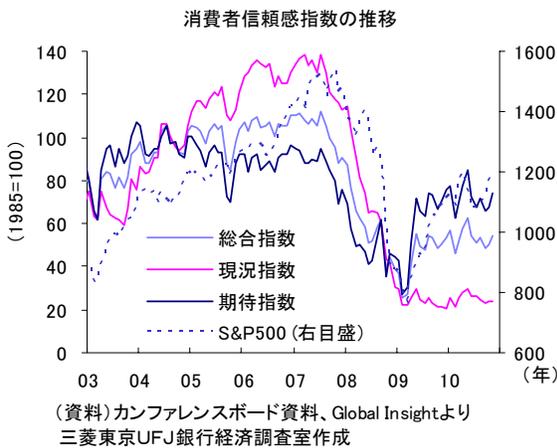
＜経済・金融の動向：11月29日～12月3日現在＞
予期に反し株価大幅反発：サイクル転換かの見極の局面

- ▶ **株式市場**、NY ダウは大幅反発、前週末比+290 ドル高の 11382 ドルで 2 日の取引を終えた。週前半は前週の流れを引き継いで弱含んだが、1 日に欧州中央銀行（ECB）が国債購入を拡大するとの観測が流れたことをきっかけに+249 ドルの大幅高となり、翌 2 日に ECB は購入拡大を明言はしなかったものの、米国の中古住宅販売成約指数やチェーンストアセールス指数の好転を好感して+106 ドル高の続伸、3 日にも予想を下回る雇用統計にもかかわらず底固さを見せて 3 日続伸した。S&P500 の 10 業種別では、素材、エネルギー、金融などを上昇率の上位に全業種が前週末比で上昇した。
- ▶ **為替市場**はドルが円、ユーロに対して反落した。ドル円は、84 円ばさみの取引が続いたが、3 日の雇用統計が予想を下回ったことで急落、82 円台後半で 3 日の取引を終えた。ユーロは 11 月 30 日に 1 ユーロ=1.30 ドルを割り込んだが、1 日には ECB の緩和観測で反発、そのまま続伸し、雇用統計ではさらに急伸して 1.34 ドルで 3 日の取引を終えた。また債券市場では 10 年物米国債利回りがほぼ 4 ヶ月ぶりに 3%台を回復した。
- ▶ **向こう 1 週間**は、経済指標は薄め。7 日の 10 月消費者信用残高、10 日の 10 月貿易収支統計、ミシガン大学消費者信頼感指数（速報）程度である。
- ▶ 株価は当レポートの想定に反して大幅反発した。テクニカルには NY ダウが 11000 ドルのサポートを抜けきれずに反発した形で、11 月初から続いた調整局面が終了したかどうかの判断のしどころになる。当レポートでは来年には NY ダウは 12000 ドルをめざした上昇サイクルに入ると見ているから、それが早まったとも考えられる。しかし、株価反発のきっかけが、ECB によるユーロ圏国債の購入拡大というものであることは、欧州財政問題という長い課題に対してはやや持続性に欠けるものといえる。テクニカルにも、年初来高値の 11400 ドルレベルを抜けて安定するまではサイクルの転換とは言いにくい。欧州問題や中国の引き締め、アジアの地政学問題などのリスク材料はまだ残っている。今週大幅反発のあと来週は基調もみあい、リスクは下方とみたい。
- ▶ 為替市場では、これも予想外にドルが急落した。雇用統計の内容自体は見かけほどには悪くない。また欧州財政懸念の後退も抜本的な要因ではない。したがって、為替についてもまだドルじり高は続いていると見たい。ただドル円は市場で円高機運が底流を流れていることにはかわりなく、思わぬ波乱もありうべしである。

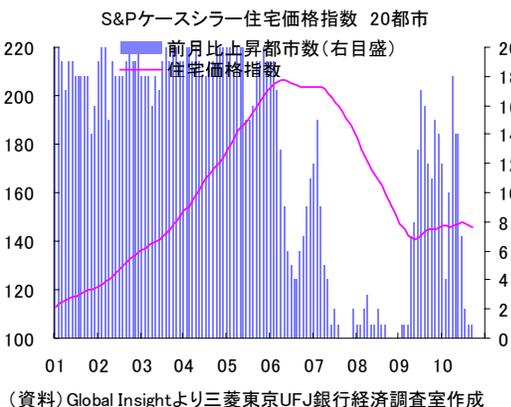
（＜経済・金融の動向＞）

<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(11月、1985=100)は54.1ポイント(前月比+4.2ポイント)、就職困難指数46.5ポイント(前月比+0.2ポイント)**：消費者信頼感指数は2ヵ月連続の上昇で、水準は6月以来の水準になった。中期的趨勢としては2010年に入ってからほぼ横ばいが続いていることには変わらない。しかし年末商戦を前に消費者センチメントが多少とも上昇していることは個人消費にとっては心強い材料だ。内訳は現況指数が24.0ポイント(前月比+0.5ポイント)、将来指数が74.2ポイント(同+6.6ポイント)と、将来指数の上昇がめだっている。消費者信頼感指数は株価指数との相関性が引き続き高く、11月までの株価上昇が消費者心理の好転に寄与していると考えられる。しかし、株価は11月に頭打ちになっている。また、雇用市場は依然として改善が見られない。失業率との相関性の高い就職困難指数は実に5ヶ月連続の上昇(悪化)である。

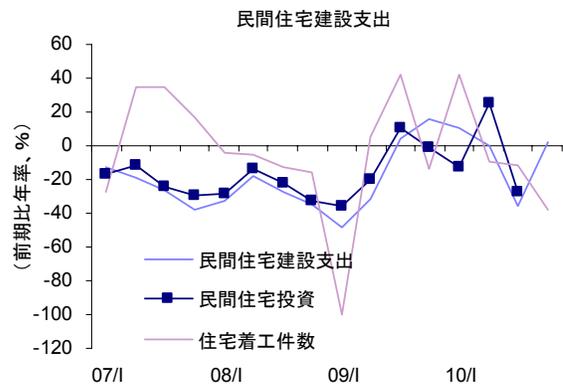


➤ **S&P ケースシラー住宅価格指数 (20都市、9月)は前年比+0.6%、季節調整済前月比-0.8%**：住宅



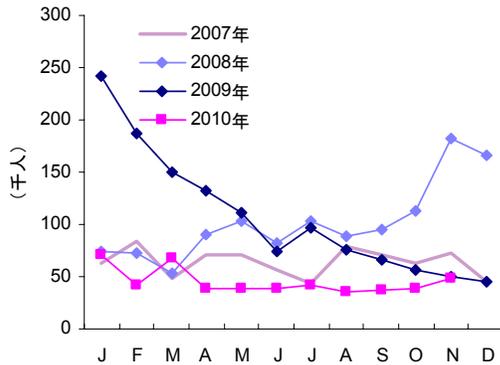
価格指数は前年比の伸びを4ヶ月連続で縮小し、ほぼゼロの伸びにまで悪化した。前月比の伸びは3ヶ月連続の低下。20都市のうち前月比で住宅価格が上昇したのはワシントンDCのみ。住宅購入インセンティブ制度が終了した4月末以降、住宅価格の軟化がはっきりしてきている。住宅の販売在庫の増加と販売の減少により、住宅価格はさらに低下を続けると見る。まもなく前年比でマイナスの伸びに逆もどりし、2011年前半はマイナスが続くだろう。差し押さえ凍結問題はさらに住宅価格の本格回復を遅らせる要因となる。

➤ **建設支出(10月)は前月比+0.7%、民間住宅建設支出同+2.5%、民間非住宅建設支出同-0.7%**：建設支出は2ヵ月連続の増加。うち民間の住宅建設支出は2ヵ月連続となる大幅な増加になった。ただし、住宅着工件数は8月にかけて一旦増加したのち10月までに再び急減していることから、住宅建設支出のこの強い伸びは長くは続きそうにない。民間非住宅建設支出は3ヶ月ぶりに減少。非住宅建設支出全体ではその減少ペースを落としているものの、まだ減少基調は続きそうだ。



➤ **チャレンジャー社公表レイオフ数(11月)は前年比-3.3%(前月同-31.8%)**：レイオフ数は48.7千件と前月比+28.2千件増加し、前年比の減少幅を縮めた。もっとも昨年はレイオフ数が急減していた時期である。11月は感謝祭休日などでレイオフが増加しやすい月であり、依然としてレイオフは低位にある。

公表レイオフ数



(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

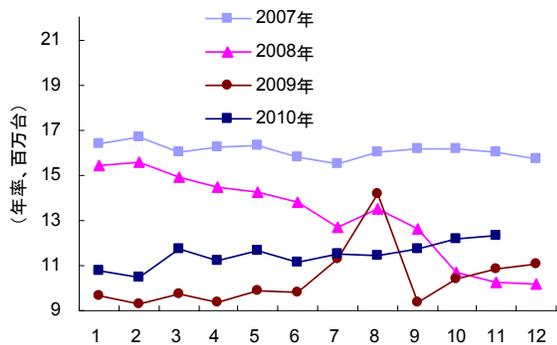
- ISM 製造業指数 (11月) は 56.6% (前月比-0.3%ポイント) : ISM 製造業指数は前月の+2.5%ポイント上昇から転じて-0.3%ポイントの低下。過去数ヶ月間は 50%台半ばで膠着している。総合 DI を構成する 5 つの DI の内訳は新規受注 DI が 56.6% (前月比-2.3%ポイント)、生産 55.0% (同-7.7)、雇用 57.5% (同-0.2)、入荷遅延 57.2% (同+6.0)、在庫 56.7% (同+2.8)。総合 DI はわずかな低下だが、受注 DI と生産 DI が大幅低下して在

製造業ISM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

自動車販売台数(乗用車+小型トラック)

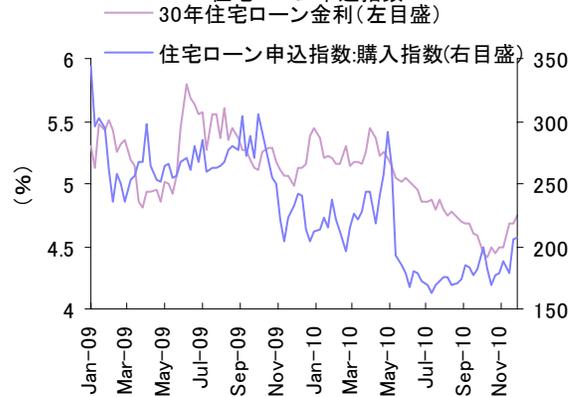


(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

庫 DI が上昇しているのはよい兆候ではない。全体としては、年前半の成長ペースが年後半以降減速している、という経済の基調は不変である。

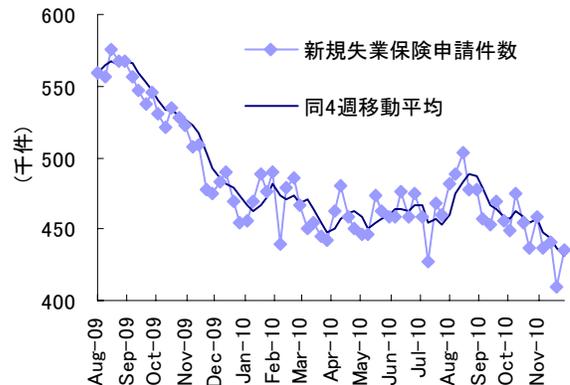
- **新車販売台数 (11月) は年率 12.2 百万台 (前月比横ばい)** : 新車販売は前月比横ばいの年率 12.2 百万台。11月は横ばいとどまったものの、新車販売台数はわずかずつであるが増加基調を保っている。
- **米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申込指数 (11月26日週) は前週比-16.5%、リファイナンス指数同-21.6%、購入指数同+1.1%** : 住宅ローン申込指数は、住宅ローン金利の上昇 (30年物固定住宅ローン金利は前週比+0.07%の4.75%とほぼ2ヵ月半ぶりの水準に上昇) の影響でリファイナンス申込が大幅に減少した。しかし、購入申込は小幅ながら2週連続で増加、住宅購入申込の底入れははっきりしている。また、全米不動産協会 (NAR) の集計公表する10月の中古住宅販売成約指数は前月比+10.4%と大幅上昇している。4月の住宅インセンティブ制度終了後の販売減少から着実に中古市場は持ち直しているといえる。

住宅ローン申込指数



(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

新規失業保険申請件数

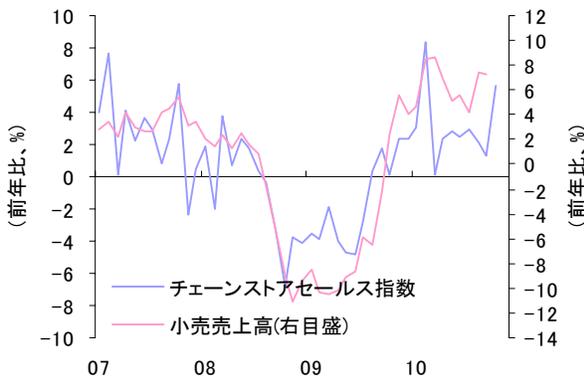


(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **新規失業保険申請件数（11月27日ㄨ週）は436千件（前週比+26千件）、継続受給者数（11月20日ㄨ週）は4270千人（前週比+53千人）**：新規失業保険申請件数は前週の-31千件減少から転じて+26千人の増加。感謝祭休日を含む週は申請日ば少ないため、季節調整係数が小さくなる。このゆがみがまだ出ている可能性はある。ただ季節調整後でみても、4週連続で450千件を下回り、4週移動平均も431千件（前週比-5.75千件）と4週連続の低下。雇用市場にはやや改善の兆しが見られ始めつつある。

➤ **BTMU チェーンストアセールス指数（11月）は前年比+5.6%（季節調整済み前月比++2.3%）**：当行が集計する11月のチェーンストアセールス売上（大手小売業既存店売上高指数）は前年比+5.6%（前月同+1.3%）。前月10月の温暖な気候で冬物の売上が抑制された積み上がり需要に、年末商戦のブラックフライデー、サイバーマンデーの好調な売上が大幅増加した結果によるもの。年末商戦は当方予想の前年比3%台半ばの伸びを大きく上回るペースで開始されたといえる。

チェーンストアセールス指数と小売売上高

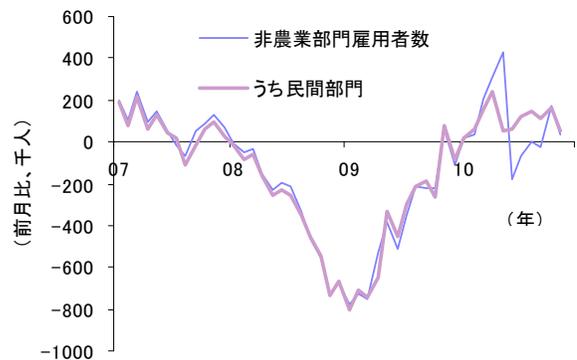


(資料)米商務省統計、三菱東京UFJ銀行経済調査室

➤ **雇用統計（11月）、非農業部門雇用者数は前月比+39千人（前月同+172千人）、うち民間部門同+50千人（前月同+160千人）、失業率9.8%（前月比+0.2%）**：非農業部門雇用者数は予想を大きく下回る前月比+39千人にとどまった。ただし前月分が大幅に上方修正されて同+172千人（速報は同+151千人）となっている。内容的にもみかけほど悪くはない。製造業は4ヶ月連続の雇用減少となり、サービス業も増加幅を縮めたが、専門ビジネスサービス、娯楽・宿泊業は順調に雇用をふやして、小売と教育医療サービス業が雇用の伸び鈍化要因となっている。小売関連は11月の年末商戦の好調さからは12月には回復が見込まれる。教育・医療は基本的に安定した雇用が期

待できるので、これもいずれ数字の回復が期待できる。全体として10月の大幅増加との期ブレである可能性も高い。製造業の週当たり平均労働時間は全雇用者では前月比横ばいだが、生産従事者・非監督労働者では前月比+0.2%の増加となっている。家計調査による失業率は9.8%と前月比上昇した。内容を見ると、労働力人口が増加した反面就業者数が減少しているという内容で、この内容はあまりよくはない。全体としては、今後も月当たり100千人～150千人ペースでの雇用増加が月ごとのノイズも含みながら継続していくとの見方に沿った内容だといえる。

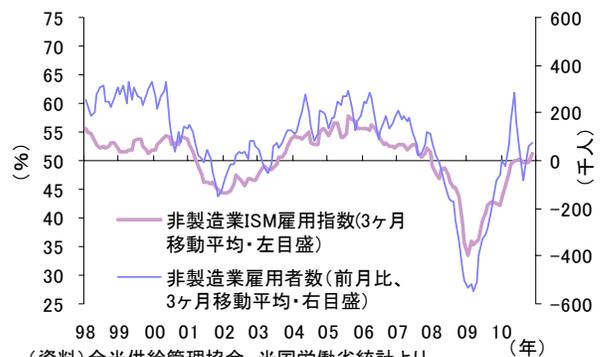
非農業部門雇用者数の推移



(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非製造業指数(11月)は55.0%(前月比+0.7%ポイント)**：ISM非製造業指数は3ヶ月連続の上昇。総合DIを構成する4つのDIの内訳は事業活動DIが57.0%（前月比-1.4%ポイント）、新規受注が57.7%（同+1.0）、雇用量が52.7%（同+1.8）、入荷遅延が52.5%（同+1.5）とややまちまちになっている。

非製造業ISM指数 雇用DI



(資料)全米供給管理協会、米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

非農業部門雇用者数の推移

	9/12	10/1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
非農業部門雇用者数 (前月比、千人)	-109	14	39	208	313	432	-175	-66	-1	-24	172	39
民間部門	-83	16	62	158	241	51	61	117	143	112	160	50
製造業	-18	22	16	19	38	39	4	32	-26	-6	-11	-13
自動車及び同部品	-1	27	-9	4	4	9	-5	23	-21	-1	1	-2
建設業	-36	-60	-51	27	22	-29	-9	-2	34	-11	3	-5
サービス業	-29	46	90	101	174	30	60	80	126	122	157	65
小売業	-15	49	7	23	14	-6	-16	11	6	-4	13	-28
金融業	-9	-22	-7	-19	2	-9	-11	-10	-3	4	0	-9
専門ビジネスサービス業	22	23	56	1	70	26	33	-5	38	28	50	53
人材派遣業	50	49	36	32	23	30	19	-7	23	27	35	40
教育・医療サービス業	37	20	30	49	28	25	30	26	41	26	64	30
娯楽・宿泊業	-33	12	23	23	36	-15	30	11	24	38	-10	11
政府部門	-26	-2	-23	50	72	381	-236	-183	-144	-136	12	-11
失業率(%)	10.0	9.7	9.7	9.7	9.9	9.7	9.5	9.5	9.6	9.6	9.6	9.8
製造業週平均労働時間(注)	39.6	39.9	39.7	40.0	40.1	40.5	40.1	40.1	40.2	40.2	40.3	40.3
時間当たり賃金(注)	22.38	22.45	22.48	22.48	22.50	22.55	22.55	22.59	22.65	22.68	22.74	22.75

(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

(< 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.