



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 23, 2010

<FOCUS>

心配しすぎは不要：本格デフレの可能性

- コアインフレ率は前年比で+1%の低い水準にまで下がっているが、先行する他のインフレ指標はすでに上昇を始めている。設備稼働率の上昇は急激で、需給ギャップの縮小は想定よりやや早い。コアインフレ率は1%をやや割り込んだレベル年内に底入れし、来年にかけては徐々に上昇に転じ始めるだろう。その際にインフレ動向を左右するキャスティングボートになるのは失業率だ。
- 成長率がプラスに転じたあとのこのデフレ圧力は、コアインフレ率がマイナスになるほどの本格的なデフレ入りを意味するものではない。したがってデフレ懸念のみを理由としてゼロ金利政策を来年以降に亘って継続する必要をもちたらずものではない。
- まず一般論としては、コアインフレ率の動きは総合インフレ率の動きに1年~1年半ほど遅行するものだ。次に、インフレについての先行的な物価指数が総じて上昇に転じている。設備稼働率は昨年半ばの底打ち以降急激に上昇している。
- 労働市場についても、2001年のリセッションにおけるよりもかなり早い段階で底入れ済みであること、またこれがまもなくコアインフレ率を上昇させる圧力になりそうということが上記からはいえる。また賃金上昇率を通じて主に内需に関わるインフレ圧力の一番大きな要因になるといえる。
- 住宅市場も概ね調整が終了していて、住宅価格は概ね底入れが見えている。持家空室率は既にも上昇がとまっている。住居家賃はすでに上昇に転じはじめている。

<トピック1> 声明変更には忍耐強くないそう？：4月FOMC展望

4月27日、28日の2日間に亘り開催されるFRBの定例連邦公開市場委員会（FOMC）では、声明文の「長期間に亘る低金利」に関わる部分の修正如何が依然注目になる。しかし、2つの意味で、文言そのものに変更が加えられる可能性と必然性は後退していると現在では見ている。

<トピック2> 第2チェックポイント近づく：住宅販売3月は急増

住宅販売が3月に急増した。住宅購入インセンティブ制度利用のため4月も販売増加を予想する。5月の反動減のあと再び増加基調に戻ることが出来れば、住宅市場は「第2のチェックポイント」を通過できることになる。

<経済・金融の動向：4月19日~23日現在> 遂に8週連騰：5月以降調整の可能性を見たい

<経済指標コメント> 新築住宅販売（3月）は年率411千戸（前月比+26.9%）、在庫期間6.7ヶ月（前月8.6ヶ月）、他。

<FOCUS> 心配しすぎは不要：本格デフレの可能性

コアインフレ率は前年比で+1%の低い水準にまで下がっているが、先行する他のインフレ指標はすでに上昇を始めている。設備稼働率の上昇は急激で、需給ギャップの縮小は想定よりやや早い。コアインフレ率は1%をやや割り込んだレベル年内に底入れし、来年にかけては徐々に上昇に転じ始めるだろう。その際にインフレ動向を左右するキャスティングポートになるのは失業率だ。

コアインフレ率は1%を割り込んだあと再び上昇するだろう

コア消費者物価指数（CPI）の伸び率は3月時点で前年比+1.1%にまで低下している。原油価格や食料品などの変動を除いたインフレ率は十分に低く、むしろ歴史的な低水準にある。またコアCPIは今後さらに前年比+1%をやや割り込む水準にまで低下する可能性が高い（第1図）。

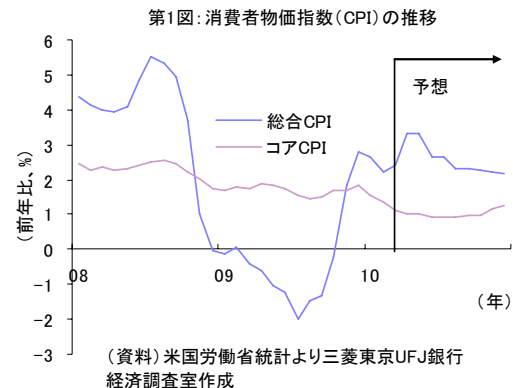
当レポートで、今回のリセッションのもたらすひとつの帰結として、デフレ圧力が当面強まることを予想していた通りの動きとなっている。

デフレ圧力が強まる背景には、全体としての経済活動の低下に加え、拡大した需給ギャップがある。筆者の試算では2009年の需給ギャップは約1兆ドルに達している。この需給ギャップを解消するには、今後3%成長が連続したとしても約10年かかる計算になる。低い設備稼働率、高い失業率などに代表される需給ギャップ、または低い資源利用率は、企業の設備投資意欲や賃金上昇率を抑制することで、経済全体にデフレ圧力をもたらすことになる。

だが、成長率がプラスに転じたあとのこのデフレ圧力は、コアインフレ率がマイナスになるほどの本格的なデフレ入りを意味するものではない。したがってデフレ懸念のみを理由としてゼロ金利政策を来年以降に亘って継続する必要をもたらすものではない。当レポートではコアインフレ率は今年の後半に1%をやや割り込む水準で底入れしたのち、再び緩やかに上昇に転じると考えている。最近の状況をも合わせて以下にその理由を考察する。

コアインフレ率は総合インフレ率に遅行して動く

まず一般論としては、コアインフレ率の動きは総合インフレ率の動きに1年～1年半ほど遅行するものだ。総合CPIの伸びが前年比-2.1%で底打ちしたのが昨年7月である。従ってこれに遅行してコアCPIの伸びが今年の後半まで低下を続けることは何ら不思議ではない。昨年7月以降の総合CPIは原油価格の上昇などにもない上昇を初め、12月に前年比+2.7%で一旦ピークとなりその後2%台前半で推移している。従って総合指数にコア指数が遅行するという法則だけからは、コアインフレ率は今年後半のどこかで上昇に転じることになる。

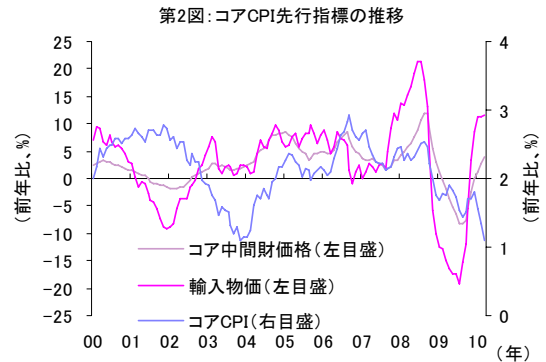


尚、当レポートでは総合インフレ率は夏にかけて一旦 3%台に一時的に上昇したのち再び 2%台前半の水準で推移すると予想している。これは伝統的なインフレ率の心地よい水準のレンジの上限ないしやや高めである。

輸入物価、中間財価格はすでに上昇を始めている

次に、インフレについての先行的な物価指数が総じて上昇に転じている。生産者物価指数のうちのコア中間財価格指数は、いわゆる上流の物価指数として消費者物価の先行指標とされている。また輸入物価も同様に最終的に消費者物価に転嫁される上流の価格とされている。コア中間財価格、輸入物価のいずれもが今年の半ばに伸びが底入れし、現在ではほぼ平時の上昇率にまで回帰している。現在ではコア CPI のみがこれらに逆行する形になっている（第2図）。

輸入物価とコア中間財価格の上昇は将来のコア消費者物価への大きな上昇圧力だということが出来る。



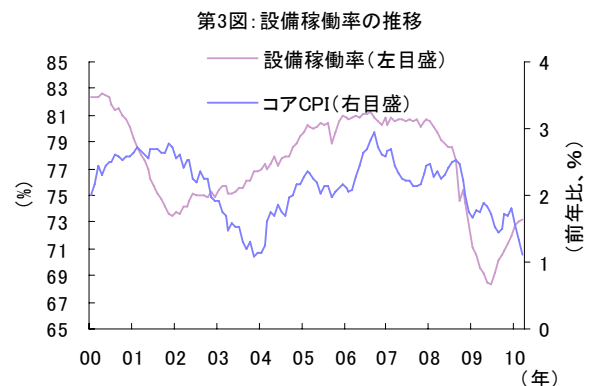
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

設備稼働率は急激に上昇している

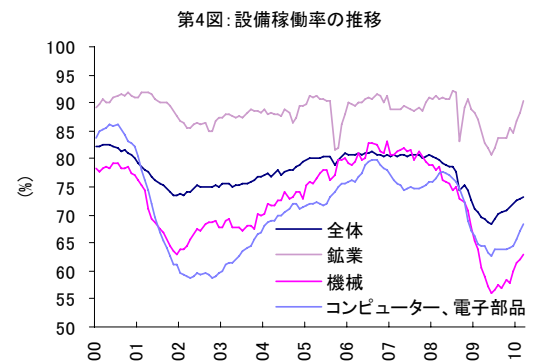
コア中間財や輸入物価は、原材料価格や海外の生産コストや需給を反映するものとして、いわば外的な要因による物価上昇圧力である。

これに対して米国内の広範囲な要因はどうか。まずは資源利用率の一要素をなす設備稼働率を見てみよう。

設備稼働率は昨年半ばの底打ち以降急激に上昇している。その上昇ペースは当方の想定以上であるとともに、直近の 2001 年のリセッション終了後の回復ペースを上回っている。2001 年のリセッションは同年 11 月に終了したが、直前 9 月の同時多発テロにより経済活動が一旦停滞したことが生産回復の遅れの原因となった。また 2001 年のケースではバブル崩壊の主な要因であったコンピューター電子部品の過剰設備が重くのしかかり、この分野の稼働率回復が大きく遅れた。今回のケースでは、設備稼働率は統計史上最低の水準にまで落ち込んだにもかかわらず、その回復は意外に早い（第 3 図）。素材関連の需要を反映して鉱業の稼働率がいち早く平時並に戻ったほか、落ち込みの大きかった産業機械やコンピューター



(資料) 米国労働省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



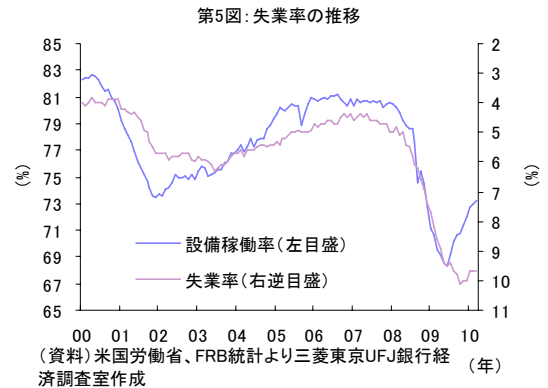
(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

ター関連も前回のリセッション時よりも遥かに早いペースで回復している（第4図）。

こうした設備稼働率の急上昇も、デフレ圧力がそろそろ底をつきそうだとことを示唆している。もちろん設備稼働率の水準自体はまだまだ低く、2001年のボトムレベルに漸く達したのみだ。だがその反発の強さはコアインフレへの上昇圧力の十分な根拠になる。

失業率の回復は遅れたが、前回のリセッションよりは早い

資源利用率のもう1つの指標である失業率は、上記のインフレ先行指標にやや遅れて昨年の10月にピークアウトした。当レポートでは、失業率は再び一時的に上昇のリスクはある（就職活動を停止した人口の労働力人口への再流入など）ものの概ねピークアウトが確認できたとみている。ここでも失業率のピークアウトのタイミングは2001年のリセッション後よりも早い。2009年6月がリセッションの終期だとすると、失業率はその4ヶ月後にピークアウトしたことになる。これに対し、2001年のリセッションの場合11月にリセッションが終了したのちに、失業率がピークアウトしたのはその約2年半後の2003年6月であった（第5図）。

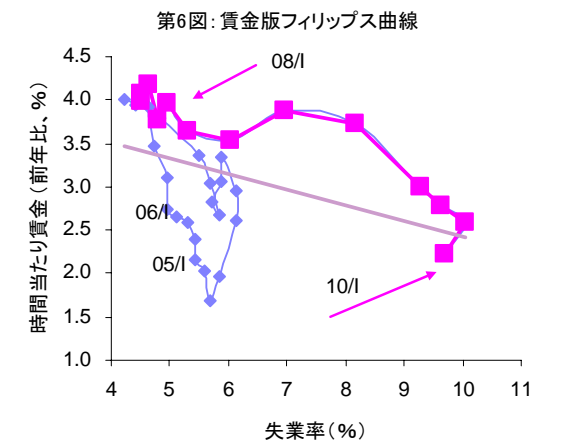


2001年のリセッション後の回復が「雇用なき回復」であった要因は、上記の同時多発テロによる再停滞に加え、それまでのIT革命による生産性の急上昇という構造的要因があったと考えられる。今回のリセッションでは、短期的なコスト削減や合理化による生産性の急上昇はみられるものの、あくまで循環的な生産性上昇であって、構造的な失業増加要因とは考えられない。むしろ、過去に見られなかった長期失業者の増加のほうが構造的に失業率を高止まりさせる要因になる。

賃金上昇率もまだ低下するが、賃金が下がっているわけではない

労働市場ののりしろ slack は、賃金上昇率にも影響を与える。賃金上昇率は失業率に更に遅行して動くものである。だから、現在前年比+2%強にまで低下した時間当たり賃金上昇率は、今後2%をやや割り込むレベルにまで低下する可能性がある（第6図）。

尚、ここで留意すべきは、今回のリセッションにおいても米国では日本のケースとことなり全国の賃金指数がマイナスにはなっていないことである。賃金の伸びがプラスである限りは、雇用が増加に転じさえすれば家計の購買力は増加する。

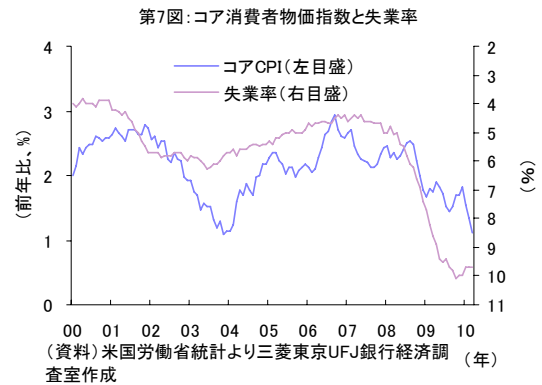


失業率の水準は高いが、購買力の減少が今後現実の物価下落をもたらすデフレにつながるわけではない。

労働市場についても、2001年のリセッションにおけるよりもかなり早い段階で底入れ済みであること、またこれがまもなくコアインフレ率を上昇させる圧力になりそうだとことが上記からはいえる。また賃金上昇率を通じて主に内需に関わるインフレ圧力の一番大きな要因になるといえる。

先行指標上昇後もコアインフレが低下し続けたケース

ところで、2001年の以降のコアインフレ率は、輸入物価、コア中間財価格、設備稼働率という先行指標が反転しても2年近く低下を続けた。90年代以降のコアインフレ率の転換点は、たとえばコア中間財価格の伸びの転換点から約1年の遅れである。ところが2001年の場合、コア中間財価格の底入れから（2002年2月）コアインフレ率の底入れ（2003年11月）まで1年9ヶ月、輸入物価の底入れからは約2年のラグがある。今回も、輸入物価、コア中間財価格、設備稼働率が底入れしたからといってその1年後にコアインフレ率が底入れするとは必ずしもいえないことになる。



この問題は、コアインフレ率の転換の決定的な要因が失業率であると考えれば説明がつく。上記の通り、2001年のリセッション後は失業率のピークアウトに2年半を要した。今回はすでに失業率は概ねピークアウトしている。コアインフレ率の転換点を最終的に決定するのは他のインフレ圧力要因もさることながら失業率である。ちなみに、2003年6月に失業率がピークアウトしてからコアインフレ率が上昇に転じたのはそのわずか6ヶ月後の同年12月であった（第7図）。

失業率の低下継続はコアインフレ率底入れの条件になる

以上より、コアインフレ率が今年の後半から上昇に転じ始めるという予想は妥当と考えられる。総合インフレ率が今後夏にかけてガソリン価格の上昇などにより上昇ペースを速めることを考えれば、コアインフレ率は1%を一時的に下回ってもそれ以上に大きく低下することはないだろう。

また、上記シナリオの前提として失業率が昨年10月をもって概ねピークアウトしていることが必要である。当レポートでは、近接労働力の存在や牽引産業の不在のため、失業率の低下ペースは極めて遅いと基本的には考えている。しかし、個人消費やこれに伴う生産活動の回復ペースは前回リセッションよりも速い。特に設備稼働率の急回復は労働需給引きしまりペースが上方にぶれる可能性があることすら示唆している。

最後に、コアインフレ率が前年比 1%という歴史的な低水準にあることをどうみるか。1%のコアインフレ率は 1960 年代以来のことである。ちなみに 3ヶ月前対比のコアインフレ率は実に 1960 年 9 月以来のマイナスの伸びになっている。

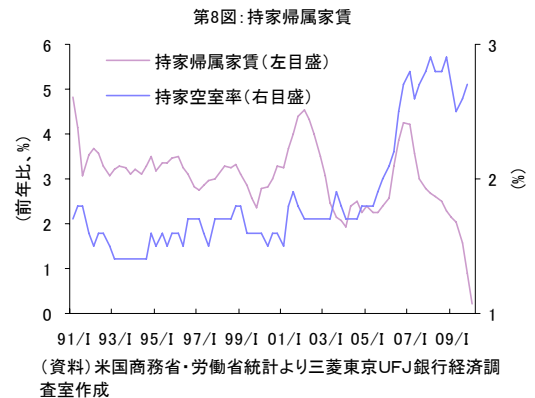
まず一般論として、長期的にコアインフレ率が低下傾向をたどっているのは、オイルショック以降金融政策の高度化によりインフレ期待が十分に抑制されていることが考えられる。

さらに生産性の一般的な上昇も賃金インフレを起こしにくくしている。今回のリセッション特有の事象としては、需給ギャップの拡大幅がとくに大きかったことと、もうひとつ住宅市場が大きく崩れたことが上げられるだろう。

住宅神話崩壊が今回のインフレ率低下を特徴づける

しばしば指摘されるように、コアインフレ率を数字上大きく押し下げているのは構成比率の高い持家帰属家賃と住居家賃である。これらは何れも、統計開始以来始めて 3ヶ月前対比の伸びが昨年末にマイナスの伸びに転じた。家賃の下落は、住宅価格の低下と、個人の所得低下に比した住宅供給の過多が原因である。

だが、住宅市場も概ね調整が終了していて、住宅価格は概ね底入れが見えている。持家空室率は既に上昇がとまっている。住居家賃はすでに上昇に転じはじめている（第 8 図）。従って今後は家賃押し下げ圧力は徐々に剥落していくと考えて良いだろう。



(<FOCUS>)

<トピック 1> 声明変更には忍耐強くないそう？：4月 FOMC 展望

4月27日、28日の2日間に亘り開催されるFRBの定例連邦公開市場委員会（FOMC）では、声明文の「長期間に亘る低金利」に関わる部分の修正如何が依然注目になる。

当レポートでは、成長およびインフレに関する筆者予想およびFOMC委員による予測のいずれもが、8月からの利上げ開始、年末に1%強のFF金利誘導目標を正当化する状況にあるとみて、4月FOMCでは声明文の時間軸文言に何らかの修正がなされると見てきた。

しかし、2つの意味で、文言そのものに変更が加えられる可能性と必然性は後退していると現在では見ている。

まず、前回3月会合の議事録によれば「長期間に亘る例外的な低金利」の文言は、必要な場合に「FOMCが引締めを開始する能力を制約するものではない」とされた。3月FOMCでは形式上は文言の存置が1名を除いて賛成されたが、その解釈を柔軟にするべきとの意見が数人のメンバーから出た模様である。この経緯からは「長期間」の文言はもはや6ヶ月とか3~4回の会合といった形でFOMCを制約するものでもなく、また固定された時間軸の期待を市場に要請するものでもない。

もうひとつは、最近の当レポートでも見ているように、FRB幹部、特にバーナンキ議長の最近の発言において、利上げ見通しに関して前向きな方向への見解の変化が見られないことである。バーナンキ議長は14日の議会証言で、住宅・非住宅建設や州地方政府の財政悪化など「回復ペースに対する重大な制約がある」ことや長期失業者の存在に引き続き懸念を示すなど、どちらかといえば景気に対するリスク要因を強調している。

他のFOMC委員の発言にも、これまでの中立もしくはハト派の委員が引き締め前向きに転換したような内容は見当たらない。

一方で、3月会合以降の経済指標は個人消費、雇用統計、中古住宅販売など明らかに改善している。FOMC後に公表される第1四半期のGDPは3%台後半~4%の成長になりそうだ。

そうなると、形式上は現在の「長期間に亘る例外的な低金利」を残した上で、前回会合の議事録にあった機動的な利上げを可能にするような文言を追加することがタカ派寄りの委員から意見として出される可能性がある程度であろう。声明文自体はいわば妥協的に形式的には現在の文言を存置し、その上で経済回復がより加速したことを記述することにとどまり、声明自体からは新たな情報が得られない可能性がある。

だが、利上げ時期についてはそろそろFOMC内でのコンセンサス形成が本来なら必要な時期である。ここまで景気が堅調だと現状はハト・中間派が無理に押し切っているか、実は無理して忍耐強くしているように見えてくる。

<トピック 1>

＜トピック2＞ 第2チェックポイント近づく：住宅販売3月は急増

住宅販売が3月に急増した。4月末期限の初回住宅購入インセンティブ制度利用のため4月も販売増加を予想する。5月の反動減のあと再び増加基調に戻ることが出来れば、住宅市場は「第2のチェックポイント」を通過できることになる。

インセンティブ制度期限を前に3月の住宅販売は急増した

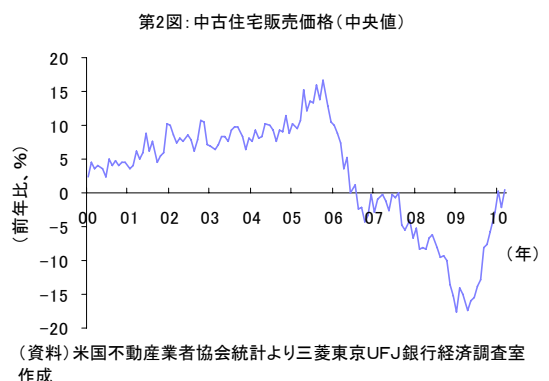
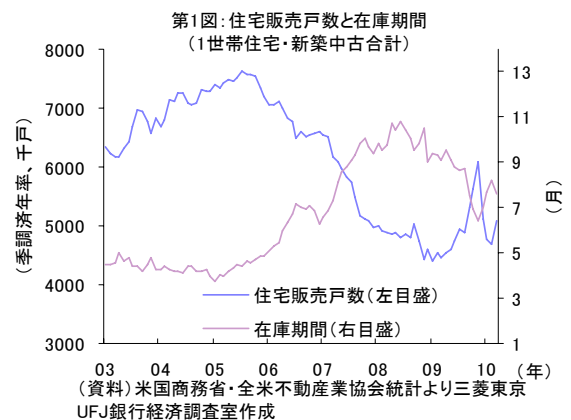
FRBによる住宅ローン担保証券（MBS）購入が3月末で終了したが、その後もMBS市場は安定していて住宅ローン金利の上昇は見られない。FRBのMBS購入停止という第1のチェックポイントはすでに通過した。

第2のチェックポイントは、初回住宅購入インセンティブ制度が4月に終了したのちにも住宅販売が増加基調するかどうかであった。だがその前に、12月から2月にかけて住宅販売が急減していた。原因は、インセンティブ制度の当初期限であった11月の駆け込み購入の反落、1月、2月の全米の悪天候などであった。

今週公表された指標によれば、こうした一時的要因の剥落した3月には、住宅販売は中古・新築ともに急増した。中古住宅販売は前月比+6.8%、新築住宅販売は単月の増加率としては実に1963年以来となる前月比+26.9%であった。4月も引き続きインセンティブ制度利用のための最後の駆け込み購入で、2ヵ月連続の販売増加を予想する。

販売戸数は増加トレンドに回帰した

一世帯住宅について新築・中古合計の販売・在庫状況を見ると、昨年11月をピークとする販売増加からの反落は、辛うじて下げトレンドには転換せずにもとの増加基調に戻った形だ（第1図）。延長後のインセンティブ制度による販売押し上げは延長前の11月にかけての販売押し上げよりも穏当なものに終わりそうだ。その分5月に発生するであろう反落も限定的になり、その後年率5百万戸レベルを目標に住宅販売は増加すると考えている。販売価格も底入れのきざしが見える。中古住宅市場には差し押さえ物件が多数流入していて、これが全体の住宅価格の下落を加速していたが、中古住宅販売価格の中央値は前年比横ばいにまで回復してきている（第2図）。全米不動産協会（NAR）によれば、差し押さえ物件の流入ペースはほぼ横ばいにまで抑制されてきて



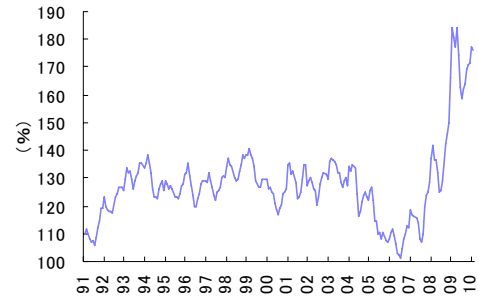
いて、在庫に吸収可能なペースになったとしている。

6月以降の販売状況がチェックポイントになる

本来の第2のチェックポイントは6月以降の販売戸数である。4月までインセンティブによる増加が続いたのち5月にはの反動で一旦販売は減少するだろう。そうすると翌月の6月に販売が再び増加基調に戻ることが、住宅市場の持続的な回復を確認できるポイントになる。

住宅市場を取り巻く環境はまだ良好だ。住宅ローン返済負担に対する個人所得の大きさを表す住宅取得能力指数は引続き歴史的な高さにある(第3図)。雇用が回復を始めたことで個人所得が今後は安定的に増加するだろう。住宅価格は引き続き差し押さえ物件の流入と、5月以降一旦販売減少で在庫が一時的にだぶつくことから、当面は求め易い価格帯の物件が常に市場にある状況が続くだろう。住宅ローンの審査基準はかなり厳格度が弱まり、FHA保証になるコンフォーミングローンであれば借入はかなり容易になっている。

第3図: 住宅取得能力指数



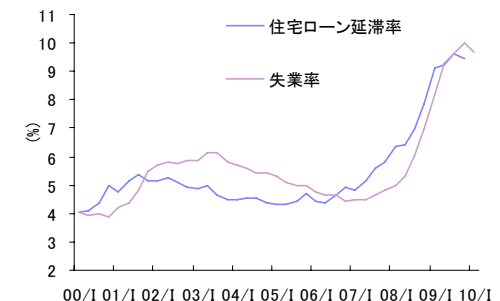
(資料) 米国不動産業協会統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

住宅ローン金利見通し、差し押さえの状況は依然逆風だが、

やや逆風になる可能性があるのは住宅ローン金利だ。現在では、ギリシャ問題による質への逃避や利上げに対するFRBの慎重なスタンスから米国債への資金流入が続いていて、住宅ローン金利は5%強の超低水準にある。しかし6月以降は景気回復と利上げ期待から住宅ローン金利は0.5~0.7%ほど上昇すると見込んでいる。これは一時的に住宅購入意欲をそぐ要因になる可能性はある。しかし、5%台の住宅ローン金利は依然として低水準である。金利水準上昇時には一時的に購入のための住宅ローン申込は減少するが、上昇が止まると再びローン申込は需要に応じて増加するのが経験則だ。

住宅の差し押さえや再延滞が増加していることも住宅市場の抑制要因である。住宅価格がローン残高を下回る状態が解消されない限り延滞は当面は続くと思わなければならない。住宅価格の本格上昇が2011年以降だとするとしばらくは延滞は住宅回復の抑制要因になるだろう。しかし、上記のNARの観察のように、延滞の増加ペースに鈍化が見られる。また失業率が低下に転じたことは今後延滞率は徐々に低下していくことを示唆している(第4図)。延滞は依然高水準にとどまるものの、最悪期は脱したと考えてよさそうだ。

第4図: 失業率と住宅ローン延滞率



(資料) 米国モーゲージ銀行協会、米国労働省統計より
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：4月19日～23日現在＞
遂に8週連騰：5月以降調整の可能性を見たい

- ▶ **株価市場**、NYダウは8週続伸、前週末比186ドル高の11204ドルで23日の取引を終えた。米証券取引委員会によるゴールドマンサックス社提訴で先週末には株価は下げたにもかかわらず、今週は週初より主に金融機関の決算の好転を好感して続伸した。22日には格付会社ムーディーズ社がギリシャ国債を格下げ、また23日にはギリシャがEU、IMFに資金支援を要請するに至ったが、米株への影響は限定的で、むしろ中古・新築住宅販売の増加を好感して11200ドル台にのせて5日続伸で越週した。S&P500の10業種別の1週間の騰落率は、エネルギー・一般消費財・資本財など景気敏感業種を中心に9業種が前週末比で上昇、下落したのはディフェンシブ業種のヘルスケアのみだった。
- ▶ **為替市場**では先週から一転してドル高円安が進行し、一時ドル円は94円台をつけた。先週までのドル安の流れを受けて19日には一時92円を割り込んだが、20日以降はギリシャ債務問題の懸念拡大にともなうユーロ売り、ドル買いの動きにつられてドル円は上昇、23日にはギリシャによる資金支援要請を受けて一時94円台前半にまで上昇ののち94円レベルで越週した。ユーロは週中ギリシャ不安から1ユーロ=1.33を割り込んだが、23日の支援要請を受けて寧ろ反発、1.33円後半で越週。
- ▶ **向こう1週間**は、27日に4月カンファレンスボード消費者信頼感指数と2月ケースシラー住宅価格指数、28日にFRB連邦公開市場委員会(FOMC)の結果と声明文公表、30日には第1四半期GDP統計が公表になる。
- ▶ 第1四半期の実質GDP成長率は、当レポートの予想より若干上ブレて前期比年率+3%台半ばになると見る。主な上ブレ要因は個人消費と企業在庫である。もともと企業在庫は予想が困難な項目でさらなる上ぶれもありうることから、実質GDPは最大+4%レベルまでの可能性は見ておきたい。FOMCについては<トピック1>参照。
- ▶ 株式市場は依然として上昇モメンタムを保っている。本来決算公表開始とほぼ同時にNYダウが11000ドルを達成したことで、しばらくはもみ合いもしくは下方への調整とみていたところ、決算に下方サプライズが少ないことや、ギリシャ問題がむしろ米国への資金流入を促していることと見えることもあって、予想以上の強さである。引き続き景気敏感株が選好されてディフェンシブ株が売られる傾向がつづいていて、さらに高値を追う市場の意欲を現している。また来週はFOMC声明文が大きなタカ派転換をしなければ低金利継続期待からさらに上伸の可能性がある。Bloomberg社集計のS&P500の株価収益率は18倍台と依然高水準だが、このところの上昇局面で株価収益率は大きくは上昇していない。企業業績が株価に追いつていることを表している。

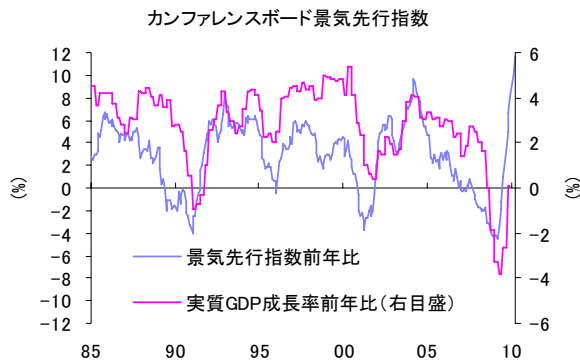


- とはいっても 8 週連騰は近年にない長い上昇局面であり、どこかで調整が入ってもおかしくはない。経験則的には 5 月をすぎると株価は頭が重くなるという季節性があり、9 月以降に再び上昇するのが常である。当レポートの予想からは、5 月以降利上げ期待が高まって株価は調整に入るが実際に利上げが始まる 8 月時点ではすでに市場に織込まれて株価は反転を始める、という中期シナリオを描いておきたい。
- ドル円は当レポートがみていたとおり先週までのドル安円高は一時的なものにおわり、再び 95 円を目指す展開になった。今週はもみ合いとみていたから反転スピードはやや当方想定よりやや速い。日足の 200 日移動平均線、週足の 52 週移動平均線をいずれも上回っているので、上昇トレンドは続いている。次は今月初めに上抜けに失敗した 95 円を更新できるかがポイントになる。株価が上伸すればドル円も 95 円台達成は可能だが、ここでも株価同様、一服感が 5 月頃に一旦は出ると見ておきたい。

(＜経済・金融の動向＞)

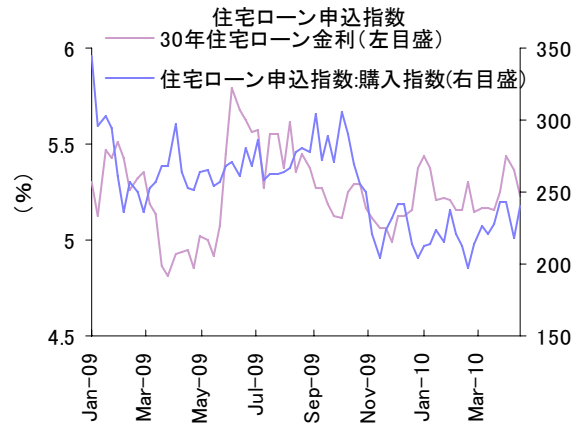
<経済指標コメント>

➤ **カンファレンスボード景気先行指数（3月）は前月比+1.4%、景気一致指数は同+0.1%**：景気先行指数は昨年4月以来1年間連続して上昇、上昇幅も+1.4%と単月の上昇率では昨年5月以来の大幅なものとなった。先行指数を構成する10指標のうち前月比でマイナスに寄与したのは資本財受注、マネーサプライ、消費者信頼感期待指数の3指標のみ。プラスへの寄与は製造業週平均労働時間、ISM 入荷遅延 DI、S&P500 株価指数など7指標に上った。先行指数の前年比の伸びは+11.7%と、1983年以来の急伸になっている。先行指数は今後景気回復が加速する可能性が高いことを示唆している。一方経済活動の現状を表す景気一致指数は引続き上昇ペースは遅めの前月比+0.1%。昨年8月以来横ばいなし上昇を保っているがやや力強さには欠ける。ただし3月は、景気一致指数を構成する4指標（非農業部門雇用者数、実質個人所得、鉱工業生産、実質企業売上高）の全てが前月比プラスの寄与をした。3月は企業の生産、売上がやや鈍化したかわりに雇用のプラス転換が指数に大きく貢献している。これまで指数にマイナス寄与を続けてきた雇用が3月よりプラスに転じたことで、生産が4月以降復調すれば景気一致指数の伸びペースも加速すると見る。



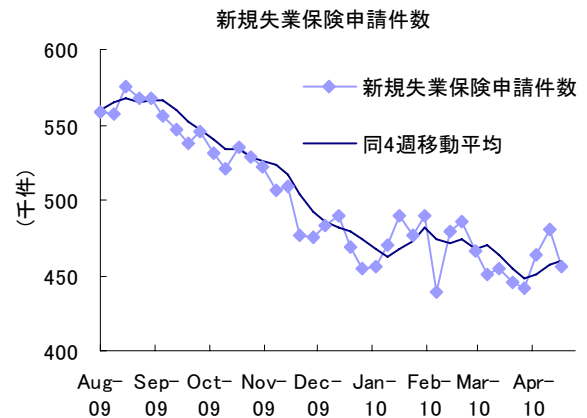
(資料)カンファレンスボード資料、米国商務省統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（4月16日ㄨ週）は前週比+13.6%、リファイナンス指数同+15.8%、購入指数同+10.1%**：住宅ローン申込指数はリファイナンス、購入両指数ともに大幅な上昇となった。住宅ローン金利の低下（30年物固定住宅ローン金利は前週比-0.13%の5.23%）がローン申込を押し上げたと思われる。購入指数は前週の-10.5%をほぼ取り戻す+10.1%の大幅反発。4月末の住宅購入インセンティブ期限切れ前に最後の申込駆け込みが次週も期待できる。



(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

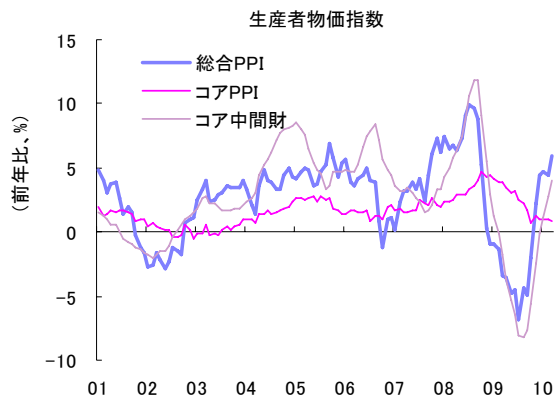
➤ **新規失業保険件数（4月17日ㄨ週）は456千件（前週比-24千件）、継続受給者数（4月10日ㄨ週）は4646千人（前週比-40千人）、継続受給比率は3.6%（前週比-0.1%）**：新規失業保険申請件数は前週まで2週連続増加ののち3週ぶりに減少した。前週まではイースター休暇に関わる申請増と季節調整のゆがみで実態より多めの数値だった可能性があった。17日週は予想通り申請は減少に転じた。4週移動平均は460.25千件（前週比+2.75千件）とまだ上昇しているが、次週以降の申請件数が450千件を下回ればまもなく下降に転じる。過去2週間の増加が一時要因であったことがほぼ判明したといえる。



(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

➤ **生産者物価指数（3月）は前月比+0.7%（前月同-0.6%）、前年比+6.0%（前月同+4.4%）、**

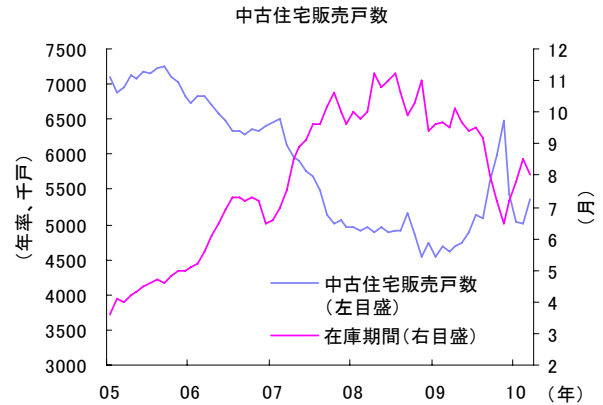
同コア指数は前月比+0.1%（前月同+0.1%）、前年比+0.9%（前月同+1.0%）、コア中間財物価指数は前月比+0.7%（前月同+0.9%）、前年比+4.0%（前月同+2.8%）：生産者物価指数は前月の低下から転じて+0.7%の上昇。食料品（前月比+2.4%）、ガソリン（同+2.1%）などの上昇が指数を押し上げた。一方で乗用車（同-1.1%）などが前月比低下している。総合指数の前年比の伸びは+6.0%と再び上昇ペースを速めている。コア指数の前月比の伸びは2ヵ月連続+0.1%の小幅な伸びにとどまり、前年比の伸びも+0.9%と1%を割り込んでいる。しかし先行指数となるコア中間財価格は3ヶ月連続の上昇、前年比の伸びも+4.0%と加速している。コア物価指数の前年比の伸びは、現状のインフレ圧力が抑制されていることを表しているが、中間財価格の上昇はいずれコアインフレ率も底入れするであろうことを示唆している。コア消費者インフレも1%レベルに低下してしばらくは抑制されようが、この中間財価格の上昇や、輸入物価の上昇から見るに、コアインフレ率の低下もあるところだとまるだろう。



（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（年）

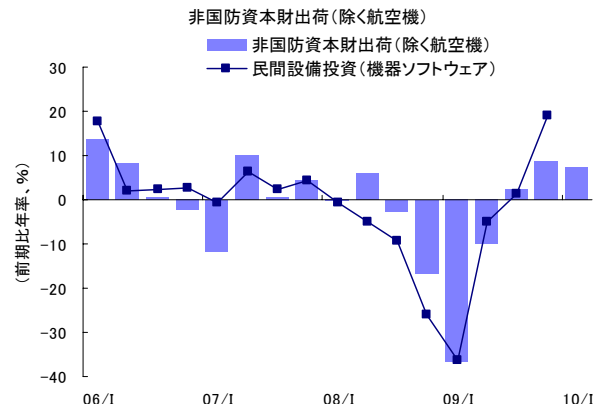
➤ **中古住宅販売戸数（3月）は年率5350千戸（前月比+6.8%）、中央販売価格前年比+0.4%、在庫期間8ヶ月（前月8.5ヶ月）**：中古住宅販売戸数は4ヶ月ぶりの前月比増加。先行指標の中古住宅販売成約指数が2月に上昇していたことから3月の販売増加を予想していた通りとなった。2月までの悪天候の影響が剥落したことと、4月末期限の初回住宅購入インセンティブ制度利用に向けた購入増加が背景といえる。地域的にも北東部・中西部・南部・西部の全てで販売が増加している。在庫期間も4ヶ月ぶりに低下した。4月にもさらに販売増加が見込める。住宅市場はすでに底打ちしていると見ているが、5月以降にインセンティブ販売終了による反落が予想され、その後再び増加基調にもどれるかが次のチェックポイントになる。指標公表元の全米不動産協会（NAR）は、「ほぼ全ての地域で販売が回復していることは勇気付けられる」「販

売は9ヶ月連続で前年同期を上回ったこと、在庫が20ヶ月続けて前年を下回っている」「差し押さえ物件は在庫に流入し続けているがペースは横ばいで吸収可能な状況」と述べている。



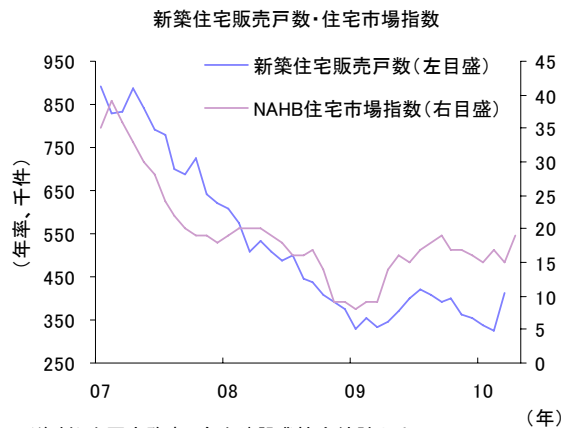
（資料）米国不動産協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **耐久財受注（3月）は前月比-1.3%（前月同+1.1%）、除く運輸関連+2.8%（前月同+1.7%）、航空機関連を除く非国防資本財受注前月比+4.0%、同出荷同+2.2%（前月同+1.5%）**：耐久財受注は大幅減少したが、ふれの大きい民間航空機受注の減少が主な減少要因で、運輸関連を除くペースでは大幅増加。民間設備投資の先行指標となる航空機関連を除く非国防資本財受注も前月比+4.0%（前年比+12.6%）の大幅増加となった。GDP統計上の機器ソフトウェア投資の基礎統計となる航空機関連を除く非国防資本財出荷は前月比+2.2%となり、第1四半期の同出荷は前期比年率+7.4%とほぼ前期比並の伸びを確保した。受注の急増は今後設備投資がさらに加速することを示唆している。企業部門も本格的な回復に入ったといえる。



（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（年）

- **新築住宅販売（3月）は年率 411 千戸（前月比 +26.9%）、在庫期間 6.7 ヶ月（前月 8.6 ヶ月）**：新築住宅販売は 5 ヶ月ぶりのしかも +26.9%の大幅増加。4 月末期限の初回住宅購入インセンティブ制度利用にむけて販売が急増した形だ。中古住宅と合わせてインセンティブ制度の効果が期限直前に一気に出てきている。在庫期間も一気に短縮した。



(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

(＜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.