



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

May 7, 2010

<FOCUS>

ギリシャ危機の波及と株価急落：小国のリスクは甘くない

- ギリシャ危機の不安拡大で株価が急落した。6日のNYダウは寄り付きから弱含みで推移、10500ドルを割り込み始めた時点から株価は突然急落を始め、約15分ほどの間に一時-998.5ドル安まで下落して1万ドルを割り込んだ。しかしまもなく逆に急激に下げ幅を縮めて、午後の急落直前のレベルに近い-347ドル安の10520ドルで引けた。7日には、雇用統計を受けて上昇する場面もあったが、荒い値動きの末前日比-139ドル安で引けた。
- 米国株について当レポートでは、5月以降下方への調整を予想していた。4月は決算発表や好調な経済指標が続いたが、先々週まで8週連騰とやや過熱感があった。5月以降は季節要因から株価は調整に入る可能性が高いと見ていた。6日の日中の一時急落が誤発注などによるものであるなら、テクニカルには今週まで下げは想定内の範囲内の調整といえる。
- だが一方で、欧州ソブリンリスクの波及状況には注意を要する。サブプライム問題の教訓からは、危機の源泉の経済規模が小規模であってもその波及が増幅されることで、思わぬ大きな影響を他国にももたらす可能性があるからだ。
- 米国経済のファンダメンタルズは内需を中心に極めて強い。しかし、サブプライム問題のように経済規模的には決して大きくない危機が世界景気後退に波及した教訓からは、小国の財政危機が、単一通貨、心理や投機、グローバルな資金フローを通じて急伝染するリスクはあまり軽く見ないほうが良いだろう。当面経済・株価ともに当方シナリオ通りに動いているため、見通しの変更は不要と見るが、景気先行きに対するリスク要因にまた1つ項目が加わった。

<トピック1> 住宅インセンティブの効果ようやく

4月末で期限を迎えた初回住宅購入インセンティブ制度は、期限ギリギリになってようやく駆け込みの購入が急増、なんとかその効果は実現しそうだ。

<トピック2> 4ヶ月連続で雇用は拡大・加速：4月雇用統計

7日に公表された4月雇用統計は、雇用拡大が確実に進んでいることを確認する結果になった。非農業部門の雇用者数は1月から4ヶ月連続で増加したのみならず、増加ペースは月ごとに加速している。

<経済・金融の動向：5月3日～7日現在> 収拾には数週間かかるだろう

<経済指標コメント> 個人消費統計(3月)：名目個人所得は前月比+0.3% (前月同+0.1%)、名目個人消費同+0.6% (前月同+0.5%)、実質個人消費同+0.5% (前月同+0.5%)、他。

<FOCUS> ギリシャ危機の波及と株価急落：小国のリスクは甘くない

ギリシャ財政危機が世界に波及している。米国経済のファンダメンタルズは確実に回復している上、ギリシャという小国の財政難が米国経済に深刻な打撃を与えるとは直感的には考えにくい。しかし、サブプライム問題の教訓は、小規模な危機が特に金融システムの経路を通じて広範囲な危機に伝染する可能性を過少評価してはいけないということである。米国経済予想はまだ現状通り維持するが、一旦立ち止まってリスク要因に加えておく必要はあるだろう。

ギリシャ不安で6日に株価暴落：NYダウは今週600ドルを越える大幅安

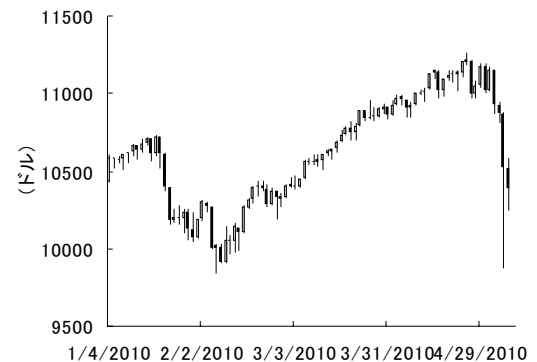
ギリシャ危機の不安拡大で株価が急落した。6日のNYダウは、寄付から弱含みで推移、午後には前日比-200ドルを越える安値で推移していた（前日終値は10868ドル）。NY東部時間午後2時半頃、NYダウが10500ドルを割り込み始めた時点から株価は突然急落を始め、約15分ほどの間に一時-998.5ドル安まで下落して1万ドルを割り込んだ。しかしまもなく逆に急激に下げ幅を縮めて、3時すぎには400ドル安にまで戻した。結果終値では、午後の急落直前のレベルに近い-347ドル安の10520ドルで引けた。

株価が急落を始めた午後2時には特段のニュースがあったわけではなく、プログラムトレーディングの売り指図が一斉に発動されたか、大口誤発注の可能性もあるとして取引所が調査中と報道されている。実際に2時からの一時的急落の値動きはかなり不自然である。

6日日中の乱高下には何か特別な原因がありそうだ。だがすくなくとも終値の-347ドル安、3日で-630ドルの下げは額面通り受け取ってよさそうだ。

この混乱から一夜明けた7日には、雇用統計の好結果を受けて一時株価は上昇する場面もあったが、日中値幅300ドルを越える荒い値動きの末、前日比-139ドル安で引けた。今週1週間でNYダウは628ドル安、4日間で771ドル安の急落となった（第1図）。

第1図：NYダウの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

小国ギリシャの危機は問題は急激に伝染している

すでに週末の2日にEUとIMFによるギリシャ救済のための資金融資合計1100億ユーロが合意され、週初に株価は上昇した。しかしギリシャでは5日、財政支出削減に反対する公務員などのデモが過激化して死者が発生するなど、財政危機が社会不安に拡大する様相を呈した。さらに同国の財政赤字削減計画の現実性に対する疑問、また同様の状況がポルトガルやスペインに拡大するとの憶測から、株価は4、5日と続落していた。

本日のNY時間の朝には欧州中央銀行（ECB）の理事会が開催され、政策金利1%への据置が公表されたばかりだった。市場では、ECBによる国債購入や、スペイン、ポルトガルに対するギリシャ同様の中銀担保適格緩和措置が公表されるのではないかとの思惑もあった。しかし理事会声明およびトリシェ総裁記者会見ではそうした発表はなく、総裁は記者会見で「ギリシャとポルトガルは同じ船にのっているわけではない」と述べるなど、欧州財政危機の拡大に対して、やや楽観的とも見える発言をしていた。

こうしたギリシャ危機の不安の拡大が今週の株価の下げの原因とされている。

株価下落はテクニカルには想定内の調整の範囲内

米国株について当レポートでは、5月以降下方への調整を予想していた。4月は決算発表や好調な経済指標が続いたが、先々週まで8週連騰とやや過熱感があった。5月以降は季節要因から株価は調整に入る可能性が高いと見ていた。6日の日中の一時急落がプログラムトレードや誤発注などによるものであるなら、テクニカルには今週まで下げは想定内の範囲内の調整といえる。

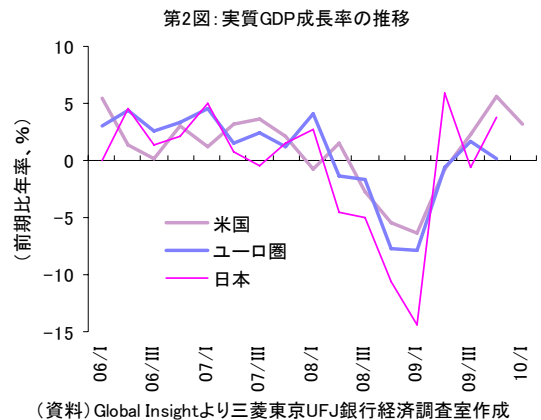
だが一方で、欧州ソブリンリスクの波及状況には注意を要する。サブプライム問題の教訓からは、危機の源泉の経済規模が小規模であってもその波及が増幅されることで、思わぬ大きな影響を他国にももたらす可能性があるからだ¹。

ギリシャ問題は単一通貨を通じて欧州の大国に伝染

まずファンダメンタルズ的には、欧州の経済回復ペースはアジア、米国に比べて明らかに遅い

（第2図）。一般的には欧州の経済が停滞することで欧州向けの輸出が打撃を蒙り、これが貿易相手国の経済を停滞させる経路がある。

第2に、EUがギリシャに対する救済に合意したことで、問題が一国ではなく欧州全体の国のソブリンリスク不安に拡大することである。ギリシャ救済資金負担を行う国はいわばそのリスクを一部肩代わりしていることになるわけだ。したがって危機の発生した小国のみならずドイツなど大口支援国の政府財政にまでリスクが拡散する。今後同様の救済の対象がさらに拡大するとの憶測が広がれば、問題は小国だけでなく、大国にも波及する。この波及はいわばユーロという単一通貨を通じた危機の波及である。



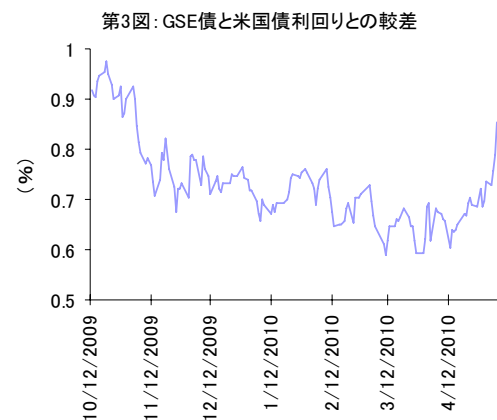
¹ 金融危機の波及経路についての最近の研究である、日本銀行金融市場局「日銀レビュー：世界的な金融危機の波及とグローバルな銀行活動」（2009年11月）を当レポート作成にあたって一部参考にした。

投機的・心理的な取引による不安の増幅：ファンダメンタルズにかかわらない流動性を通じた悪化波及

第3に、ソブリンリスクという連想からの心理的不安や投機を通じた拡大である。PIIGSと称される欧州の財政不安5カ国は、経済規模的には中規模～小規模国であって、そうした国のソブリンショックが世界経済を大きく揺るがすとは通常では考えにくい。

ただし今回のギリシャ危機の1つの特徴は、報道などによればクレジットデフォルトスワップ（CDS）の投機的取引がおおもとのきっかけという可能性が高そうなことである。ギリシャの財政状況そのものは、他の財政赤字大国にくらべて突出して悪いわけではない。信用悪化に賭けたCDS取引による国債利回りの急拡大によって、国債償還に伴う新規発行による再調達が事実上困難と見られたことが救済発動の契機であった。ギリシャ危機が流動性危機だともいえる所以である。

こうした流動性危機は、2007年のいわゆるパリバショック、2008年のリーマンショックと同様、急激な速度で市場に拡大する。潜在的には英国・日本・米国なども政府債務残高とその見込みという観点からは同じである。たとえば米国では、相対的な質への逃避から米国債に買いが集まっている一方で、事実上国有化されている住宅ローンに関する政府支援機関（GSE）の発行債券のスプレッドが拡大を始めている（第3図）。

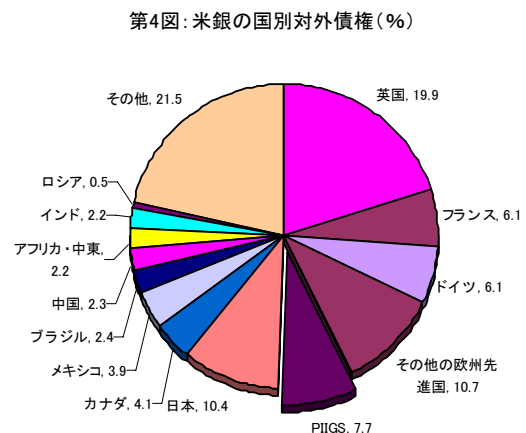


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

米銀の欧州向け資金フローの途絶の可能性

第4に、国際的な資金フローの観点からの波及がありうる。たとえば米国の銀行の海外向け債権にしめる欧州宛債権の割合は約半分に達する。うちPIIGS5カ国だけでも7.7%になる（第4図）。7.7%という数字は日本に対する債権の10.4%に比べて大きく劣後するものではない。これに比べ昨年末にショックのおきたドバイを含む中東石油輸出国宛の債権の比率は約1%である。欧州の中小国といえども、ドバイショックにくらべて米国への影響はより現実的である。

また欧州の銀行は海外の銀行からの資金調達を元にこれを海外のリスク債権に対して投資し



(資料) BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ている傾向が顕著である²。米国発のサブプライム商品を多額に購入していたのは欧州の金融機関であったし、また中東・東欧・などのエマージング向け債権に最も晒されているのは欧州銀行である。欧州のソブリン格下げが続くと、カンントリーリミット引下げなどにより米銀からの欧州への資金流入が途絶えることで危機が増幅されるという現象が再発することもありうる。

サブプライムの教訓「小さな危機を甘く見るな」

米国経済のファンダメンタルズは内需を中心に極めて強い。しかし、サブプライム問題のように経済規模的には決して大きくない危機が世界景気後退に波及した教訓からは、小国の財政危機が、単一通貨、心理や投機、グローバルな資金フローを通じて急伝染するリスクはあまり軽く見ないほうが良いだろう。当面経済・株価ともに当方シナリオ通りに動いているため、見通しの変更は不要と見るが、これまでにかなりつぶしこまれた景気先行きに対するリスク要因にまた1つ項目が加わった。

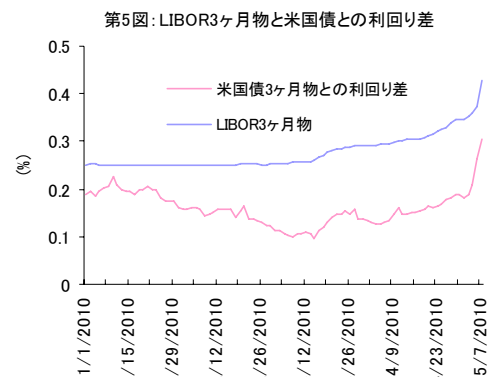
中銀による流動性供給再開か

尚、その他の市場でもさらに質への逃避が進んでいる。ドル円は週初の94円台から急落して一時88円台をつけたのち92円レベルに下げ幅を縮めて推移。ユーロは今週に入り600ポイント以上さげて一時1ユーロ=1.25ドル台にまで下落した。金価格も上昇、また10年物米国債利回りは一時3.4%を割り込んでいる。

一方、銀行間市場では3ヶ月物LIBORが上昇してきていて、市場の流動性がややタイトになってきていることを示唆する動きになってきている

(第5図)。欧州中央銀行は6日の理事会で、国債購入やその他流動性リスクへの対応を何ら打たなかった。また7日に急遽開催されたG7電話会合は、財務大臣のみの参加で中銀総裁は参加しなかった。

だが、欧州については今後流動性リスクの再発に備えて何らかの対応がされる可能性が十分にある。報道によればECBが6000億ドルのユーロ資金供給ファシリティを週末にも公表するとの噂も流れている(WSJによればECBはこの噂につきコメントを控えている)。またFRBとECBが流動性対策としての通貨スワップ契約を再開する可能性も指摘されている(7日Reuter社報道など)。ユーロ圏が危機対応モードに入れば他國中銀も連携して金融危機時と同様の流動性手当てを行う可能性もある。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(<FOCUS>)

² 前掲「日銀レビュー」。

<トピック1> 住宅インセンティブの効果ようやく

4月末で期限を迎えた初回住宅購入インセンティブ制度は、期限ギリギリになってようやく駆け込みの購入が急増、なんとかその効果は実現しそうだ。

中古住宅販売に1~2ヶ月先行する中古住宅購入成約指数は、3月に2ヶ月連続の急増となった(第1図)。中古住宅販売は3月に続き4月も増加が期待できる。

また、住宅ローンの申込状況を表す米国モーゲージ銀行協会の住宅ローン申込指数(購入指数)も4月に入って漸く上昇に転じている(第2図)。

当初この制度は昨年11月が期限で、昨年11月にかけては住宅販売が急増していた。その後は同制度の4月末までの延長法が成立したにもかかわらず、11月の駆け込みの反動減や年初の悪天候で住宅販売は低迷していた。ようやく4月になってその効果が明らかになってきたといえる。

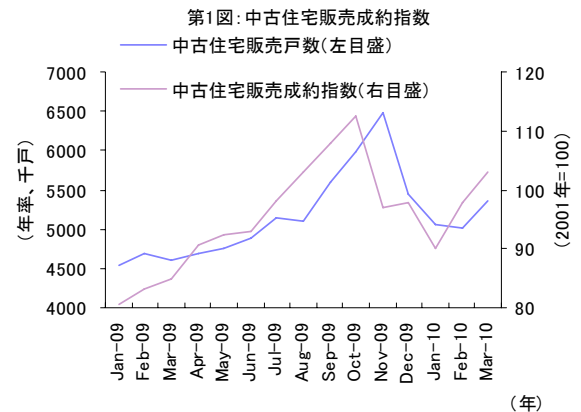
昨年11月にかけての販売急増に比べれば今回の4月期限の販売増加は穏やかなレベルにとどまっているから、その反動減も穏当なものにとどまるだろう。

問題は、4月に販売増加、5月に反動減がみられるであろうその後である。当レポートでいう第2のチェックポイントだ。

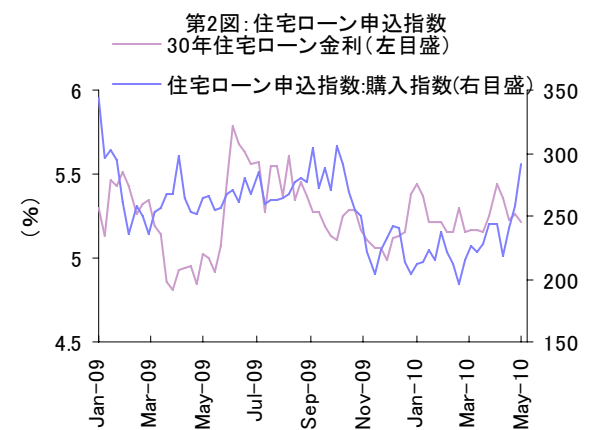
事実上国有化された住宅ローンに関する政府支援機関(GSE)が資金を供給し続ける限りは、住宅市場は安定回復ができるというのがこれまでの当レポートの見方である。

住宅ローン金利は4月まで5%台前半の歴史的な低水準にあって住宅購入を促進してきた。だが、最近の欧州財政危機により、資金が米国債に流入して米国債利回りが低下している一方、GSEの発行する債券のスプレッドは拡大傾向にある。この長期金利動向はまず1つに6月以降の住宅市場を決める大きな要素になるだろう。

欧州財政危機の波及がソブリンリスクという連想から、米国の国有GSEを再び襲うことになると少し話は厄介になってくる。第3のチェックポイントであったGSE改革はまだ先がみえず、むしろGSE宛の政府救済資金は雪だるま式に増加している。



(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



(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

<トピック1>

<トピック2> 4ヶ月連続で雇用は拡大・加速：4月雇用統計

7日に公表された4月雇用統計は、雇用拡大が確実に進んでいることを確認する結果になった（<経済指標コメント>参照）。非農業部門の雇用者数は1月から4ヶ月連続で増加したのみならず、増加ペースは月ごとに加速している。

雇用者数・業種とも増加

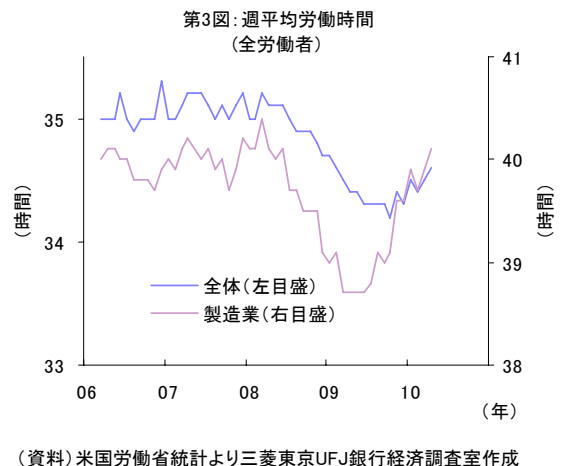
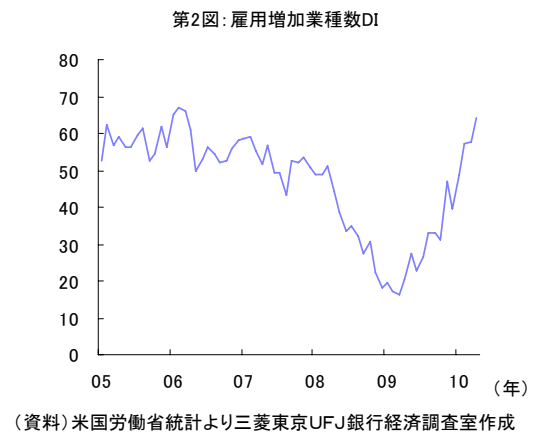
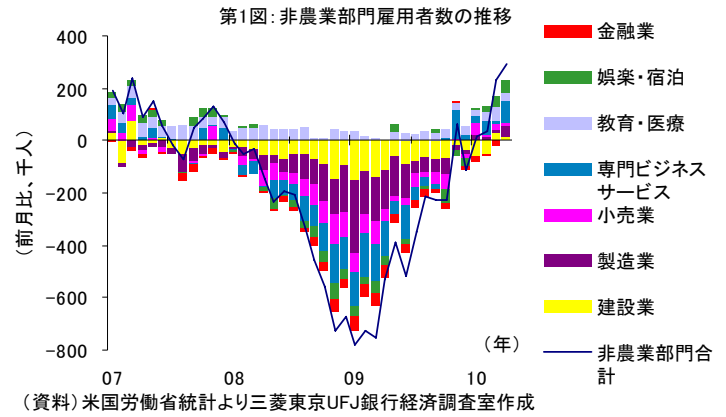
4月の雇用統計で注目できるポイントの第1は雇用者数の伸びが力強さを増していることだ、4月の非農業部門雇用者数の増加が前月比+290千人と、景気拡大期の標準的な増加ペース以上になった。また2月、3月分がいずれも上方改訂された。特に2月は雇用者数減少であったものが今回増加に改訂され、結果雇用は1月から4月まで4ヶ月連続の増加ということになった。

次に、雇用増加業種が増えていることだ。4月の連邦政府による国勢調査員の臨時採用は66千人だから、これを除いても雇用の伸びとしては十分である。また民間部門だけをとっても4ヶ月連続の雇用増加になっていて、建設、製造業、小売、金融、専門ビジネスサービス、教育・医療、娯楽・宿泊、と広い分野で雇用が増加している。雇用増加業種数の比率を表すDIは金融危機以前のレベルにまでほぼ戻っている。

先行指標となる製造業の週平均労働時間も金融危機以前の水準に戻りつつあり、このペースでの需要増加が続けば製造業ではさらに雇用の拡大が必要になるであろうことを示唆している。

失業率上昇は雇用の悪化を示唆しない

第3に失業率が上昇しているが、これは労働市場の悪化を示唆するものではない。失業率は前月まで3ヶ月連続9.7%であったのが、4月には9.9%

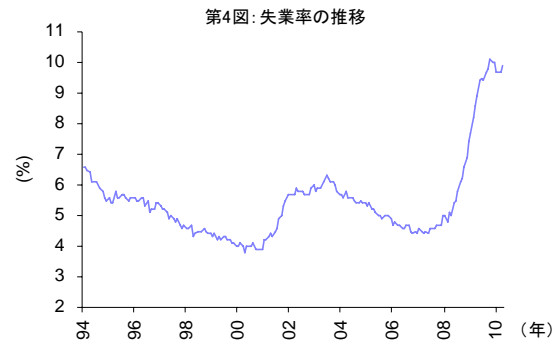


と6ヶ月ぶりに上昇した。しかしその内容を見ると、労働力人口への流入が就業者数の増加を上回ったことによる失業率の上昇であって、就業者数減少によるものではないことが分かる。いわば雇用の拡大への転換期におけるテクニカルな失業率上昇である。

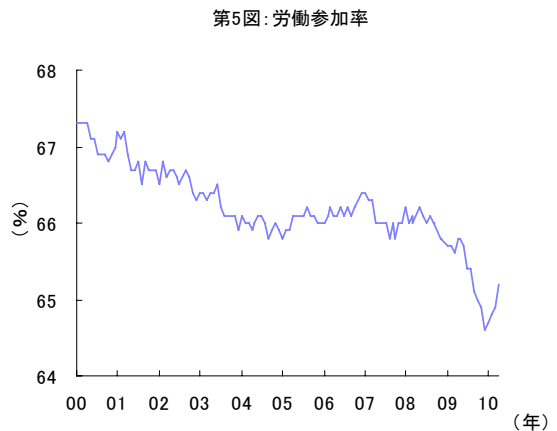
尚、労働力人口への流入は雇用好転とほぼ同時期に当たる今年初めから顕著になっている。労働参加率は昨年末をボトムに上昇に転じてきている。

失業率の上昇は数字的には望ましいことではなく、社会的には依然多数の失業者が存在することには違いない。しかし、就業者数の増加や労働参加率の上昇は明らかに雇用市場が拡大方向に向っていることを指し示しているから、目先の雇用市場の見通しは明るいといえる。

従前からも見ているように、失業率はその性格上、景気全体や雇用市場の動きには遅行する。また労働参加率の上昇が続く限りは失業率には上昇圧力がかかるから、今年の年末においても失業率は9%台半ばの高水準に位置することになるだろう。



(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



(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1表:非農業部門雇用者数の推移

	09/5	6	7	8	9	10	11	12	10/1	2	3	4
非農業部門雇用者数 (前月比、千人)	-387	-515	-346	-212	-225	-224	64	-109	14	39	230	290
民間部門	-334	-452	-297	-215	-186	-262	75	-83	16	62	174	231
製造業	-152	-129	-43	-57	-48	-57	-25	-18	22	16	19	44
自動車及び部品	-31	-22	37	-8	-1	4	-5	-1	27	-9	3	4
建設業	-59	-91	-80	-64	-71	-67	-15	-36	-60	-51	26	14
サービス業	-109	-224	-169	-85	-65	-131	108	-29	46	90	119	166
小売業	-22	-24	-54	-15	-48	-63	9	-15	49	7	15	12
金融業	-32	-31	-23	-24	-12	-19	2	-9	-22	-7	-20	3
専門ビジネスサービス業	-51	-132	-48	-34	-22	11	106	22	23	56	13	80
人材派遣業	-13	-34	-9	-16	-9	42	95	50	49	36	32	26
教育・医療サービス業	38	28	21	35	26	35	31	37	20	30	54	35
娯楽・宿泊業	23	-21	-4	-18	16	-54	-21	-33	12	23	41	45
政府部門	-53	-63	-49	3	-39	38	-11	-26	-2	-23	56	59
失業率 (%)	9.4	9.5	9.4	9.7	9.8	10.1	10.0	10.0	9.7	9.7	9.7	9.9
製造業週平均労働時間(注)	38.7	38.7	38.8	39.1	39.0	39.1	39.6	39.6	39.9	39.7	39.9	40.1
時間当たり賃金(注)	22.14	22.16	22.20	22.28	22.30	22.35	22.39	22.38	22.45	22.48	22.46	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

<トピック2>

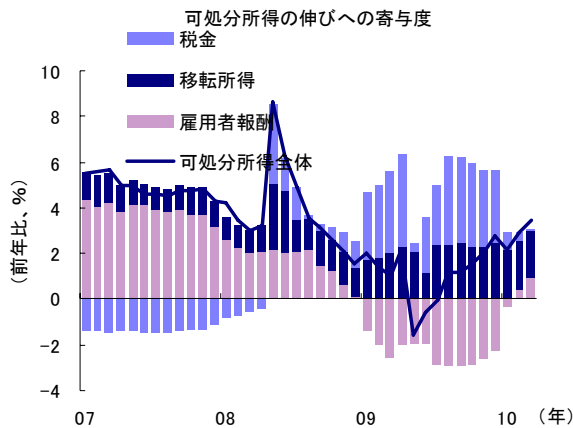
＜経済・金融の動向：5月3日～7日現在＞
收拾には数週間かかるだろう

- ▶ **株価市場**、NY ダウは2週続落となる大幅急落、前週末比 628 ドル安の 10380 ドルで7日の取引を終えた。週末2日の EU・IMF によるギリシャ救済策合意を受けて3日には株価は上昇したが、4日にはギリシャ不安が再燃、5日にはギリシャのデモが過激化するなどの様子を見て続落、6日には日中一時 1000 ドル近い暴落ののち-347 ドルの大幅安となった（＜トピック 1＞参照）。7日には混乱はやや収まったものの、好調な雇用統計にもかかわらず、値動きの荒い取引の末-139 ドル安だった。S&P500の10業種別の1週間の騰落率は、素材、資本財、エネルギーを筆頭に10業種すべてが前週末比で下落した。
- ▶ **為替市場**では、ユーロが前週末比 600 ポイント以上下げて一時1ユーロ 1.25 ドルレベルにまで売り込まれたのち 1.26 台で越週。ドル円はリスク回避の動きから円高が進み、6日には株価暴落を受けて一時1ドル 88 円台まで急落ののち、92 円台にまで戻し、結果 91 円台半ばで越週となった。**債券市場**では、米国債 10 年物利回りが質への逃避の動きで急低下し、6日には 3.4% 割り込んだのち 3.4% 台で週の取引を終えた。
- ▶ **向こう1週間**は、12日に3月貿易収支、14日に4月鉱工業生産指数、4月小売売上高、3月企業在庫の公表がある。指標は金曜日に集中していて週中は指標は薄い。引き続き市場の注目は欧州財政危機への市場センチメントとその波及状況である。また7日には緊急の G7 財務省会議が電話会議で開催された。今後流動性不安が拡大したり、銀行間市場短期金利が更に急上昇するような事態になると、市場の不安は増幅される上、中央銀行による流動性供給がまたも発動されるような場面もある可能性がある。
- ▶ 株式市場は、今週の大混乱のあとの持ち高調整など收拾にはしばらく時間がかかるだろう。当面は1日 200～300 ドルという大きな値幅の日が続きそうだ。ギリシャ問題や欧州の他国への波及の懸念は当面払拭される見込みはない。米国のファンダメンタルズは依然強く、欧州の財政危機の影響を実態経済が直接受けることは少ないが、様々な経路を通じて金融市場には既に波及している。暴落の翌日の7日の日中のレンジを目処に NY ダウは 10200 - 10600 ドルのレンジを中心とした値動きの荒い相場を予想する。ただし水準的にはこのレベルまでの株価の下げは予想通りの調整の範囲内である。
- ▶ ドル円は先週までに1ドル 95 円の上値トライに失敗したのち調整に入ったと見れば、5月中は 90 円～94 円の広いレンジ内でのこれも値動きの荒い相場を予想する。

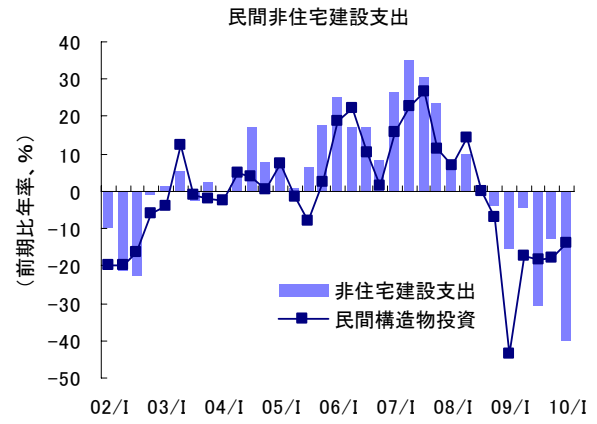
（＜経済・金融の動向＞）

<経済指標コメント>

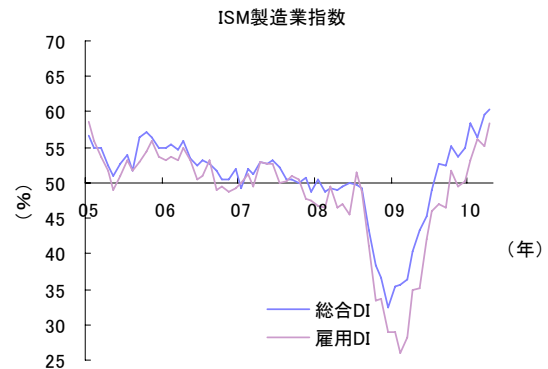
➤ **個人消費統計（3月）**：名目個人所得は前月比+0.3%（前月同+0.1%）、名目個人消費同+0.6%（前月同+0.5%）、実質個人消費同+0.5%（前月同+0.5%）：名目個人所得は8ヶ月連続の増加、前年比の伸びを内訳でみると、雇用の改善に伴い雇用者報酬が2ヶ月連続で前年比プラスの伸びに転じ、減税効果の剥落を補って可処分所得の伸びをおしあげていることが分かる。実質個人所得は2月分が大幅上方修正の上3月も前月比+0.5%と力強い伸びとなり、第1四半期の実質個人消費は前期比年率+3.6%の大幅な伸びとなった。家計貯蓄率は2.7%と3ヶ月連続の低下となり、買い控えが徐々に解消していることが分かる。個人消費支出価格指数（PCEデフレーター）は前年比+2.0%と過去4ヶ月は2%挟みで推移、また同コア指数は2ヶ月連続で前年比+1.3とこちらはやや低下傾向にある。総じて価格指数の伸びは抑制されているとわいていい。



➤ **建設支出（3月）**：は前月比+0.2%（前月同-2.1%）、民間非住宅建設支出同-0.7%（前月同-1.5%）、民間住宅建設支出同-1.1%（前月同-3.4%）：建設支出は5ヵ月ぶりの前月比増加となったが、政府建設支出の増加（前月比+2.3%）が全体をおしあげており、民間の建設支出は同-0.9%と5ヶ月連続のマイナスの伸びになっている。内訳では民間非住宅建設支出が依然減少していて昨年5月以来連続してマイナスとなった。年内は民間の非住宅建設は減少がとまりそうにない。民間住宅建設支出も2ヶ月連続のマイナスとなったが、これは住宅購入インセンティブ制度の当初期限前駆け込みの反動や悪天候による一時的な減少であって、3月以降は再び増加に向うと見る。



➤ **ISM 製造業指数（4月）は60.4%（前月比+0.8%ポイント）**：ISM 製造業指数は2ヶ月連続の上昇、かつ9ヶ月連続で景気判断の分岐点となる50%を上回った。60.4%ポイントは2004年以来の高水準である。総合DIを構成する5つのDIは、新規受注DIが65.7%ポイント（前月比+4.2%ポイント）、生産66.9%（同+5.8）、雇用58.5（同+3.4）、の3DIが前月比で上昇、入荷遅延61.3（同-3.6）、在庫49.4（同-5.9）は低下した。総じて企業部門の景況感の回復ペースは予想外の早さである。



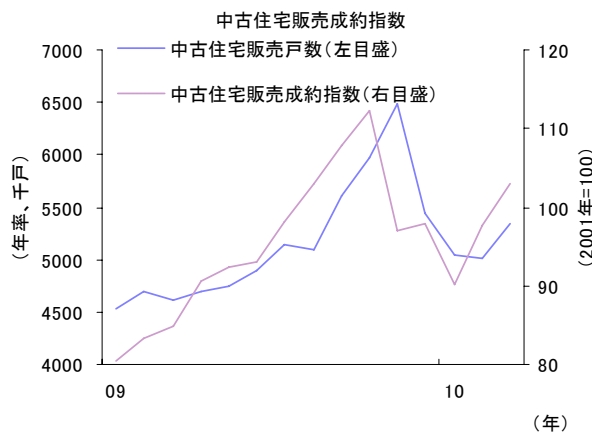
➤ **新車販売台数（4月）は年率11.2百万台（前月同11.8百万台）**：4月の新車販売台数は、3月のキャンペーンによる増加の反動でやや減少した。しかし依然増加基調は保っている。



(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

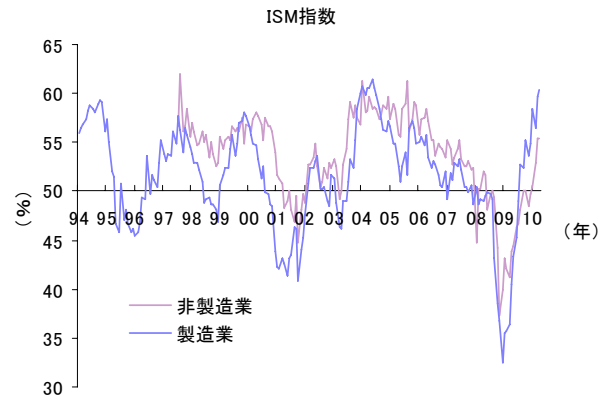
➤ **製造業受注 (3月) は前月比+1.3% (前月同+1.3%)、同出荷同+2.2% (前月同+0.4%)、製造業在庫前月比+0.3% (前月同+0.7%)、航空機を除く非国防資本財出荷同+2.3% (速報+2.2%)** : 製造業の出荷は3月に前月比+2.2%と大幅に増加した。結果在庫の伸び率はやや鈍化した。在庫売上高比率が1.27倍 (前月1.29倍) と昨年9月のリーマンショック以前の低水準にまで低下したことで、今後再び在庫積み増しのための生産が増加すると思われる。製造業分野は生産・出荷・在庫の上昇サイクルに順当に入っている。

➤ **中古住宅販売成約指数 (3月) は前月比+5.3% (前月同+8.3%)** : 中古住宅の販売成約指数 (2001年=100) は102.9ポイントと、2ヵ月連続の大幅上昇となった。4月の初回住宅購入インセンティブ制度期限前に成約は順調に増加している。急増した3月に続き4月の中古住宅販売も増加が予想される。



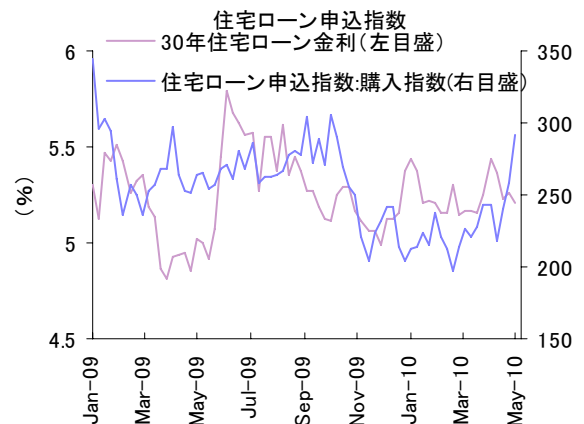
(資料) 米国不動産協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **ISM 非製造業指数 (4月) は 55.4% (前月比横ばい)** : ISM 非製造業指数は4ヶ月連続上昇のうち4月は横ばい、4ヶ月連続で景気判断の分かれ目となる50%を上回っている。総合DIを構成する4つのDIは、事業活動DIが60.3% (前月比+0.3%ポイント)、新規受注58.2% (同-4.1)、雇用49.5% (同-0.3)、入荷遅延53.5% (同+4.0) と4DI中2DIが上昇、2DIが低下した。4月はやや足踏みしたが、非製造業企業の景況感は概ね好転を示しているといっている。



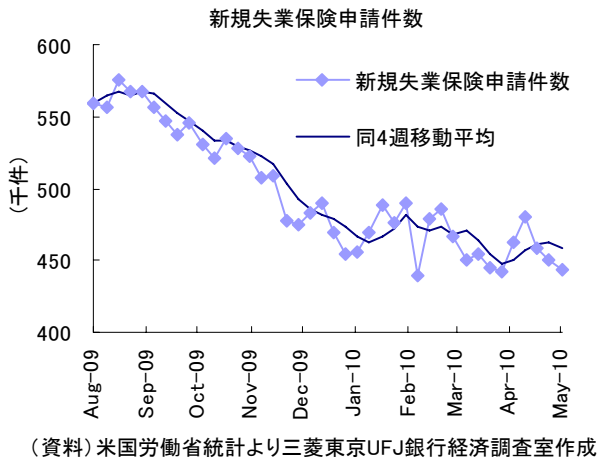
(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室

➤ **米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申込指数 (4月30日週) は前週比+4.0%、リファイナンス指数同-2.1%、購入指数同+13.0%** : 住宅ローン申込指数は反転上昇、うち購入指数は3週連続の上昇となる+13.0%の大幅上昇となった。4月末の初回住宅購入インセンティブ制度終了前の住宅ローン申込が最後の3週間で漸く実現した形だ。4月の住宅販売は3月につづき増加が見込める。

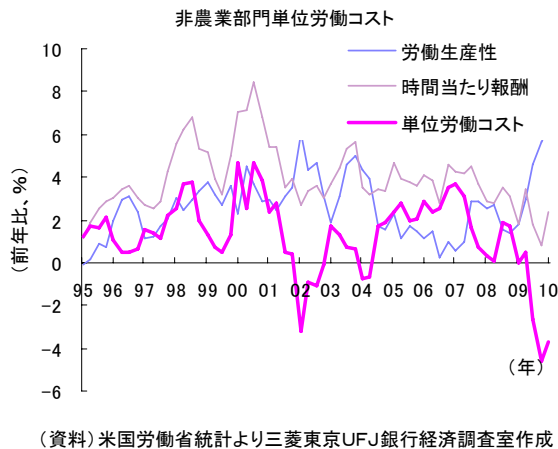


(資料) 米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **新規失業保険申請件数（5月1日ㄨ週）は444千件（前週比-7千件）、継続受給者数（4月24日ㄨ週）は4594千件（前週比-59千件）、継続受給者比率は3.6%（前月比横ばい）**：新規失業保険申請件数は3週連続の減少で5週ぶりに450千件を下回った。4週移動平均も458.5千件（前週比-4.75千件）と5週ぶりに低下に転じた。イースター要因によるぶれは解消され、失業保険申請件数は再び減少トレンドに戻ったといえる。失業保険申請の動向からは雇用が回復過程にあることが確認できているといえる。尚、このところの減少ペースにはかげりも見られる。本格的な回復のためには今後400千件割れを目指しての低下継続が必要である。

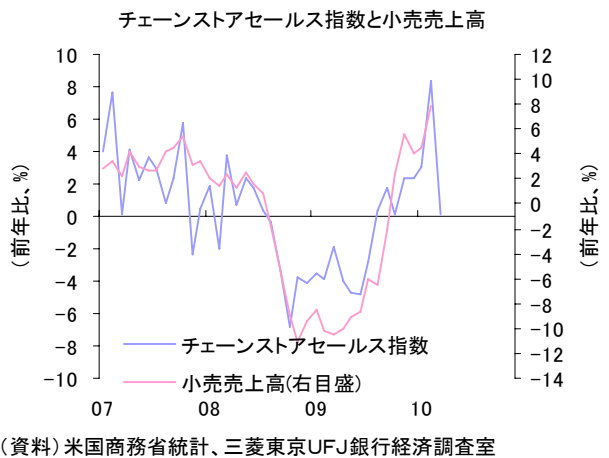


➤ **非農業部門労働生産性（第1四半期）は前期比年率+3.6%（前年比+6.3%）、単位労働コスト前期比年率-1.6%（前年比-3.7%）**：非農業部門の労働生産性は総算出量の増加（前期比年率+4.4）が総労働時間の伸び（同0.8%）を大きく上回り、+3.6%の上昇、ただし雇用調整が終期に近づいたことで、過去3四半期の6~7%の伸びからは鈍化している。単位労働コストも3四半期連続で前期比マイナスの伸び。長期トレン



ドを見るために前年比の伸びを見てみると、労働生産性の伸びは1962年代以来の高率に達している。一方単位労働コストの伸びはマイナスがつづいていて、現状ではインフレ圧力はかなり抑制されているといえる。

➤ **BTMU チェーンストアセールス指数（4月）は前年比+0.1%（前月同+8.3%）**：当行が集計する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）は前月の前年比+8.3%から大きく伸びを落とし同+0.1%となったが、これはイースターが例年より2週間ほど早い4月初にシフトしたことで、イースター前の買いものが3月に前倒しになったことによる。本来は4月は前年比マイナスの伸びであってもよかったところ、前年比プラスの伸びを維持したことはむしろ消費の力強さを物語っている。

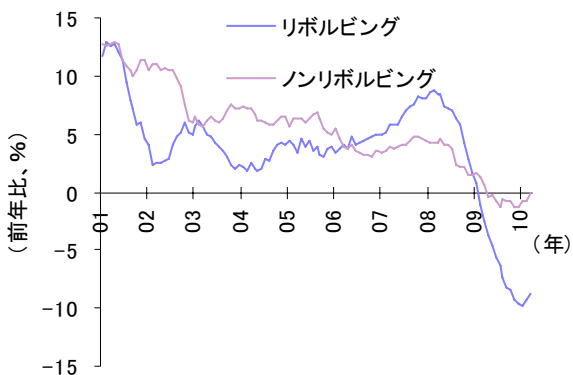


➤ **雇用統計（4月）：非農業部門雇用者数は前月比+290千人（前月同+230千人）、うち民間部門同+231千人（前月同+174千人）、失業率9.9%（前月9.7%）**：4月の非農業部門雇用者数は前月比+290千人の大幅増加となった（連邦政府による国勢調査員の臨時雇用は+66千人を除くと前月比+224千人）。また過去データの改訂により2月が同+39千人（速報同-14千人）、3月同+230千人（速報同+162千人）といずれも上方改訂となり、結果1月以降4ヶ月連続で雇用が増加しているとの結果になった。雇用の拡大は確実に進んでいることが判明したといえる。民間部門も+231千人の大幅かつ4ヶ月連続の雇用増。内訳も建設、製造業、小売、金融、専門ビジネスサービ、教育・医療、娯楽・宿泊、と広い分野で雇用が増加している。雇用者数増加業種の比率を表すディフュージョンインデックスは64.3と、3ヶ月連続で過半数をこえた上2008年3月以来の高水準に回復している。製造業週平均労働時間は40.1時間と、自動車リコールや悪天

候要因で一時的低下した 2 月以降 2 ヶ月連続で増加している、今後も雇用が拡大する可能性を示唆している。時間当たり賃金は前月比ではやや上昇したが、その伸びは景気に遅行してまだ遅い。一方で失業率は 9.9%と 6 ヶ月ぶりに上昇した。労働力人口前月比+805 千人の増加に対して就業者数の増加が 550 千人にとどまっていることから失業率は見かけ上上昇しているが、就業者数の増加は雇用の拡大を示唆しているから、実際には雇用の回復の兆しと見てよい（<トピック 2>参照）。

- **消費者信用残高（3 月）は前月比+19.5 億ドル（前月比+0.08%、前年比-3.4%）**：消費者信用残高は 2 ヶ月ぶりに前月比増加、減少ペースに漸く歯止めがかかりつつある。うちリボルビング信用は前月比-0.37%（前年比-8.8%）と依然減少を続けているが、ノンリボルビング信用は前月比+0.32%（前年比-0.2%）と、過去 6 ヶ月中 3 ヶ月において前月比で増加、前年比の伸びも横ばいに後一步にまで近づいている。

消費者信用残高



(資料)FRB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.