



# 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)

April 9, 2010

## <FOCUS>

### 生産性上昇が失業を助長？：失業率と成長の関係

- CBO 推計による潜在成長率を基にすれば、今後 2 年間 4%成長が継続すれば需給ギャップはほぼ解消するというのが当レポートの試算である。戦後最大の景気後退で大きく拡大した需給ギャップは、2010 年の成長率を当レポート予想である 3%とした場合、その後毎年 3%成長では解消に 10 年かかるが、2011 年以降 4%成長を続ければ 2013 年には解消、事実上 2012 年にはほぼ解消できる計算になる。
- しかし、3 月にサンフランシスコ連銀が発行したレポートは、こうした見方が楽観的過ぎる可能性を指摘している。同レポートでは、景気後退期に入ってしばらくたった 2009 年第 2 四半期頃から、失業率の上昇が成長率の低下ペースを上回って悪化していると指摘している。サンフランシスコ連銀レポートは、こうした成長率低下幅に対する失業率上昇幅の急上昇の原因を、今回のリセッションにおける企業のコスト削減や人員削減に伴う生産性の急上昇に求めている。そうした労働生産性向上の結果、今後景気回復期においても失業率の低下ペースが遅いであろうと結論付けている。
- サンフランシスコ連銀レポートは特に労働生産性の伸びの水準が今後も維持されることを暗に想定しているようだが、経験則的には必ずしもそうではない。第 5 図から分かるようにリセッション期に企業のリストラで労働生産性が一時的に急上昇するのは常にあることだ。したがって、通常失業率は上昇ペースは速く、下降ペースは遅い。これは今回のリセッションに限ったことではなく、いずれの失業率の動きにも見られることだ。かつ多くの場合、景気回復とともにシクリカルな労働生産性の伸びは低下していくのが通常である。

### <トピック 1> 「長期間」の運用は弾力的:3 月 FOMC 議事録

3 月定例 FOMC の議事録では「長期間に亘る例外的な低金利」の文言が、必要な場合の引締めを制約するものではないとの一部投票メンバーの認識が明らかになった。

### <トピック 2> 人民元は攪乱要因だが、ドル高円安はトレンドは維持と見る

人民元切り上げを巡る思惑が為替市場、特にドル円市場を攪乱した。ガイトナー米財務長官が 3 日、半期毎の議会宛為替報告の公表を 4 月 15 日の予定から延期することを公表したのが週初のきっかけで、さらに 8 日には同長官が急遽中国を訪問して王副首相との会談を行うに至り、人民元切り上げの思惑は更に広がった。

<経済・金融の動向：4 月 5 日～9 日現在>ダウ一時 11000 ドル超え：今後は決算もあり波乱含みに

<経済指標コメント>BTMU チェーンストアセールス指数 (3 月) は前年比+8.3% (季節調整済前月比+2.5%)、他。

<FOCUS> 生産性上昇が失業を助長？：失業率と成長の関係

米国の潜在成長率は 2000 年以降低下を続けている

第 1 図は、失業率の変化幅と実質 GDP 成長率の関係を示すオークンの法則<sup>1</sup>を用いて推計した米国の潜在成長率の推移と、同じく米議会予算局（CBO）の推計による潜在成長率の推移<sup>2</sup>である（2009 年第 4 四半期まで）。

いずれも、米国の潜在成長率が 2000 年頃をピークにほぼ継続的に低下していることを表している。筆者試算ベースでは 2009 年第 4 四半期の潜在成長率は約 2.5%、CBO 推計はこれよりなお低い 1.8%となっている。

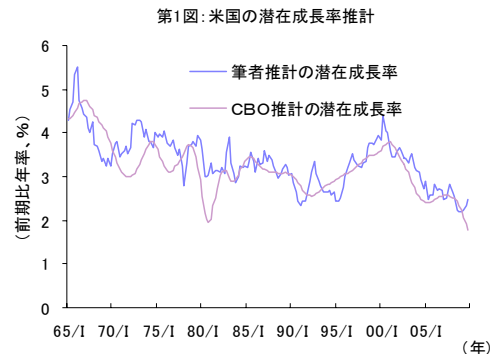
また CBO は、今後も 2011 年まで米国の潜在成長率は低下を続けると推計している。年次の潜在成長率推計によれば、2009 年の潜在成長率は 2.2%、2010 年は 1.7%、2011 年は 1.6%にまで低下し、その後 2012 年によようやく 2.0%に回復することになっている（第 2 図）。

潜在成長率低下の要因は、資本蓄積の伸びの急低下、労働力人口の伸び低下、生産性の伸びの停滞

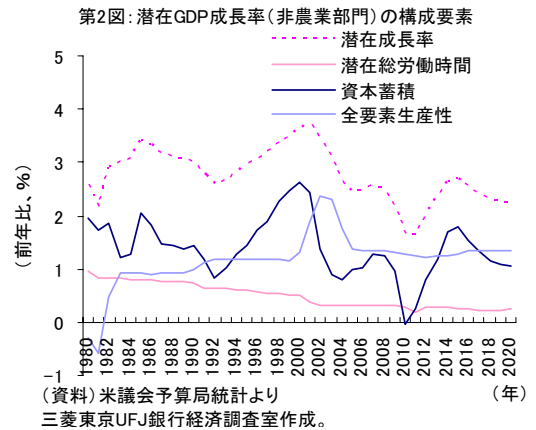
この潜在成長率の低下の背景にはなにがあるのか。まずは CBO による潜在成長率推計の手法を辿ってその根拠を見てみよう。

CBO は潜在成長率を、潜在総労働時間、資本蓄積および全要素生産性の 3 要素に分けて推計している。それぞれの要素の伸びの推移を第 2 図で見ると、2001 年からの現在までの潜在成長率低下の主要因は資本蓄積の低下であることがわかる。2000 年まで IT バブルの時代に多大に積みあがった設備投資がバブル崩壊で過剰な資本蓄積となり、その後設備投資のペースが大きく減速したという経緯がこの背景にはある。その後住宅バブルの時代には企業設備投資も一旦回復したが、2007 年以降の景気後退と金融危機で資本蓄積は一気に落ち込んでいる。

次に、潜在総労働時間の継続的な低下である。潜在総労働時間は、人口動態から推計した 16 歳以上の人口に労働参加率を掛けた労働力人口の水準がベースになっている。米国では、



第1図：米国の潜在成長率推計  
 (資料) 米国商務省・労働省・米議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。  
 潜在成長率は、(実質GDP成長率) = a\*(失業率の前期比変化幅) + cとして20四半期ローリング回帰した定数項cの値。



第2図：潜在GDP成長率（非農業部門）の構成要素  
 (資料) 米議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

<sup>1</sup> オークンの法則の等式を (実質 GDP 成長率前期比年率) = a\*(失業率の前期比変化幅) + C とすると、定数項 C は失業率が変化しない水準での成長率、つまり潜在成長率を表す。ここでは各四半期の潜在成長率を過去 20 四半期のローリング回帰により求めた。

<sup>2</sup> Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2010 to 2020, January 2010, Congressional Budget Office

人口が増加しているにも拘わらず、労働参加率が 2000 年代にほぼ一貫して低下していることが、労働力人口の増加ペースを抑制する要因になっている。

労働参加率のピークアウトには二つの要因があるとされている。男性の労働参加率が継続的に低下していることと、女性の労働参加率が頭打ちになっていることである。男女ともに高学歴化を主な理由に労働参加率が低下を続けている上に、女性の社会進出の新興が全体の労働参加率を押し上げていたのが、IT バブルころにほぼ飽和状態になったといえる。

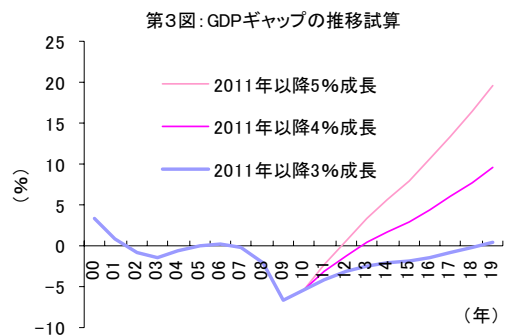
最後に、全要素生産性の伸びが 2000 年ころに大きな伸びを示してからほぼ横ばい状態になっている点も潜在成長率の抑制要因だ。IT 革命による生産性の急上昇に相当するような技術革新はこれまでのところないことがその背景にあるといえる。

設備投資の伸びの低下、労働力人口の伸び低下、生産性の伸び鈍化という 3 つの要因が米国の潜在成長率をむこう数年間は低めるとするのが CBO の見通しである。

### 潜在成長率の低下は需給ギャップ解消やデフレ回避を容易にする

潜在成長率が低下するという事は、米国がこれまでのように先進国の中では飛びぬけた経済成長を誇る国でなく、成熟した低位安定成長の国になっていくということを示唆している。しかしそれだけではない。潜在成長率が低下ということは、数字の上では生産能力の過剰が廃されて、よりインフレが起きやすい国になるということの意味する。言い換えれば、潜在成長率の低下は計算上は需給ギャップの拡大を抑制する方向に働く。

たとえば、労働参加率の低下は、労働力人口への流入ペースが鈍化することで、余剰労働力の拡大が抑制され、失業率の高止まりがおきにくくなる。CBO 推計による潜在成長率を基にすれば、今後 2 年間 4%成長が継続すれば需給ギャップはほぼ解消するというのが当レポートの試算である<sup>3</sup>。戦後最大の景気後退で大きく拡大した需給ギャップは、2010 年の成長率を当レポート予想である 3%とした場合、その後毎年 3%成長では解消に 10 年かかるが、2011 年以降 4%成長を続ければ 2013 年には解消、事実上 2012 年にはほぼ解消できる計算になる。2011 年と 2012 年に続けて 4%成長というのはかなり強気な予測になるが、全く絵空事ではない。ちなみに、直近の FOMC 委員による成長予想の中央値を用いて試算すると、2013 年にはギャップは解消する計算になる。強気見通しであれば需給ギャップの解消は容易と見たのはそうした経緯である。



(資料) 米国商務省統計、米議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>3</sup> 1月29日付当レポート「強気見通しならもはや解消は容易」参照。

## オウクンの法則の崩れ：今回のリセッションでは失業率の上昇が成長率低下ペースに比べて大きい

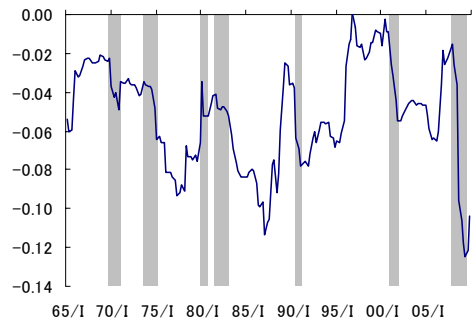
しかし、3月にサンフランシスコ連銀が発行したレポート<sup>4</sup>は、こうした見方がやや楽観的過ぎる可能性を指摘している。同レポートでは、景気後退期に入ってしばらくたった2009年第2四半期頃から、失業率の上昇が成長率の低下ペースを上回って悪化していると指摘している。

成長率と失業率の相関関係が過去の実績から逸脱していることは、冒頭のオウクンの法則における関係の崩れを意味する。同レポートでは、一般的に需給ギャップと、労働需給ギャップの間に2対1の関係（需給ギャップの2%の拡大は労働需給ギャップの1%の拡大をもたらす）が存在することを前提に、2009年以降この2対1の関係が崩れ、同じ成長率低下（需給ギャップの拡大）がより多くの労働需給ギャップの拡大（失業率の上昇）をもたらしているとしている。

この状況を別な観点から検証してみよう。冒頭の第1図の式を書き換えた等式：（失業率の前期比変化幅）=  $\alpha$ （実質GDP成長率前期比年率）+  $\beta$ における係数 $\alpha$ の値はオウケン係数とよばれ、成長率変化に対する失業率の変化度合いを表す。ある期間における失業率・成長率の関係の変化はこのオウケン係数の変化となって現れる。 $\alpha$ は通常マイナスの値をとるが、マイナス幅が大きくなる（数値が低下する）ほど、同じ成長率低下に対する失業率の上昇幅が大きくなることを表す。つまり、2009年にはいつてから、成長率低下に比べて大きな失業率上昇が起きていることはこの $\alpha$ が低下していることを表す<sup>5</sup>。

第4図は上記の式を用いて20四半期ローリング回帰によるオウケン係数 $\alpha$ を推計した結果である。確かにオウケン係数は今回のリセッション期に大幅に低下した。つまり同じ成長率の低下に対する失業率の上昇幅が急激に上昇している。これと同様の傾向は90年代、2001年のリセッション期にも見られた。特にこの2回のケースでは、リセッション終了後にオウケン係数は下げ止まるか上昇に転じている。つまり景気拡大が始まったときには今度は失業率の成長に対する相関が低下し、成長率が上昇しても失業率が下がりにくい、いわゆる「雇用なき景気回復」が起きていたことになる。

第4図：オウケン係数の推移



（資料）米国商務省・労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。シャド一部分はリセッション期。

<sup>4</sup> “Okun’s Law and the Unemployment Surprise of 2009” March 8, 2010, FRBSF Economic Letter

<sup>5</sup> ここでのオウケン係数の表記は、カンサスシティ連銀のレポート”How Useful is Okun’s Law?” Economic Review/Fourth Quarter 2007に従った。ここでの失業率変化のデータは四半期ベースなので、年率1%の成長率上昇に対応する1年間の失業率低下幅は $(4\alpha)$  %、また年間1%の失業率上昇に対応する成長率低下幅は $1/(4\alpha)$  %となる。 $\alpha = -0.1$ の場合、 $1/(4\alpha) = -2.5$ 、つまり年間失業率1%の上昇は成長率2.5%の低下に相当する。なお、1960第1四半期から2009年第4四半期までの期間の $\alpha$ は-0.0645、年間失業率1%の上昇は $1/(4 \times -0.0645) = -3.8\%$ の成長低下に相当するとの結果になった。

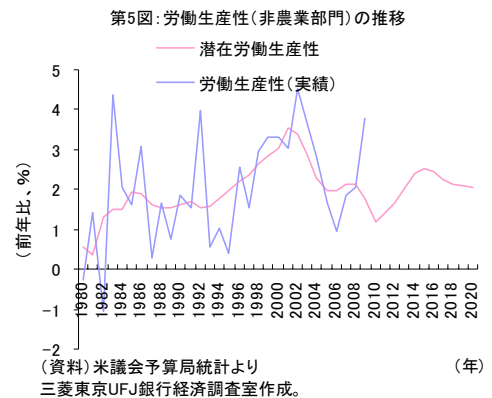
### 失業率急上昇の原因は生産性の向上なのか

サンフランシスコ連銀レポートは、こうした成長率低下幅に対する失業率上昇幅の急上昇の原因を、今回のリセッションにおける企業のコスト削減や人員削減に伴う生産性の急上昇に求めている。そうした労働生産性向上の結果、今後景気回復期においても失業率の低下ペースが遅いであろうと結論付けている。

実際に実績データを見てみると、2009年に労働生産性は急上昇している（第5図）。これは景気後退期に企業が人員削減とともに生産性の向上を進めたのが背景だ。労働生産性が上昇していると、受注が回復しても企業が追加的に必要とする労働力は生産性向上以前にくらべて少なく済むから、失業率は下がりにくくなる。現実にはCBOが想定する潜在GDPより高い供給能力が経済に存在することになる。

そうすると、少なくとも景気後退終了後の2年程の間は、米国の潜在成長率は実際にはCBOの想定する2%割れよりもやや高いところにある可能性がでてくる。

これらの結果、以下のように需給ギャップの解消が当レポートで見ているほどうまく進まないおそれが出てくることになる。まず、CBOの推計による潜在成長率は、長期的な労働生産性の伸びの停滞を前提としているため、リセッション終了後の現在の状態で、労働生産性が上昇するという現状の環境に比べて潜在成長率（供給能力）を瞬間風速ではやや過少に見積もっている可能性がある。よって、今後の需給ギャップの解消を見通すに当たり、こうした隠れた経済ののりしろの存在が、想定以上に失業率低下を遅らせたり、デフレ圧力を長期化させる可能性がある。



### 不況期の一時的な生産性向上は過去にもあったこと：恒常的な生産性上昇の証跡はない

しかしながら、このシナリオになるためには労働生産性の伸びが今後も現在の高水準を保つことが条件になる。労働生産性の伸びの水準は、今後も現在のペースを維持できるとは考えにくい。サンフランシスコ連銀レポートは特に労働生産性の伸びの水準が今後も維持されることを暗に想定しているようだが、経験則的には必ずしもそうではない。第5図から分かるようにリセッション期に企業のリストラで労働生産性が一時的に急上昇するのは常にあることだ。したがって、通常失業率は上昇ペースは速く、下降ペースは遅い。これは今回のリセッションに限ったことではなく、いずれの失業率の動きにも見られることだ。かつ多くの場合、景気回復とともにシクリカルな労働生産性の伸びは低下していくのが通常である。

むしろ、労働生産性の本質的な向上は2001年のリセッション前のIT革命の時の方が大きかったはずである。2001年のリセッションからの回復が雇用なき回復になったのは、本来リセッション前の生産性向上により既に企業は余剰人員を抱えていて、需要回復後もその労働需要がなくなったからだといわれる。こうした現象が今回のリセッションでも同様に起きている可能性は高くないように思われる。

従って、労働生産性の向上が今後構造的な高失業率を生むと考えるのはやや早計に見える。

**長期失業者の存在は労働需給ミスマッチが背景であれば、こちらの方が失業率低下阻害要因である可能性が高い**

他に今回のリセッションを従前のリセッションと区別する特徴として考えられるのは、長期失業者の高さである。27週間以上の長期失業者が失業者に占める割合は3月時点で44%を超えている。1980年代には今回とほぼ同じレベルの10%を越える高失業率が存在したが、うち長期失業者の比率は現在より遥かに低い水準だった(第6図)。

この長期失業者の存在はまず今後の失業率の低下速度を従前にもまして遅くする要因があることを示唆している。まず、27週間以上も求職活動を継続して労働力人口に存在していること自体が、

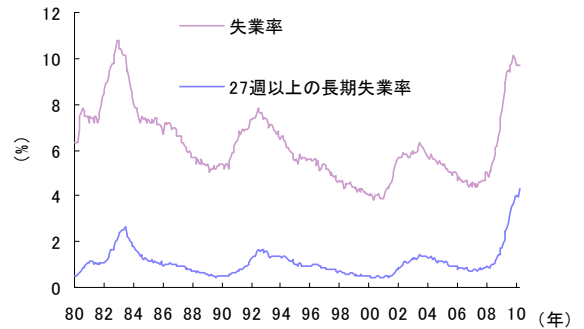
その失業の深刻さを反映している。レイオフされてもまもなく求職活動を停止して一旦労働力人口から退出し、求人が発生したところで求職活動を開始するという流動的な市場であれば、統計上も失業率の上昇は余り起きない。しかし、長期間に亘り働く意思をもって求職活動を続けている人口が多いことは、生活のための収入が不可欠な失業者が多いことを示唆している。そうするとこの人口はなかなか労働力人口から流出せず、数字上も失業率押し上げ要因になる。米国の自然失業率は4.8%とされている。仮にこの長期失業者をのぞく労働市場で完全雇用が達成されたとしても、仮に長期失業者が根雪化した失業になったとすると、数字上失業率は9%以下に下がらない計算になる。

次にこうした長期失業者の増加の背景が、労働需給のミスマッチによるもの、つまり産業構造の変化に乗り遅れた労働スキルが存在にあるとすると長期的には更に問題になる。例えば米国の中西部の製造業地域では、長期間同一の製造業に従事していた労働者が多く、他業種への転換が困難なケースが多いといわれている。特にその業種が構造的な縮小業種であった場合は、職業訓練などにより他業種への転換を促さない限り、再就職は困難になる。

失業率の低下ペースがこれまでの他のリセッションにもまして遅くなるとすれば、こうした産業構造と労働需給ミスマッチにその原因があると推測する方がより合理的だ<sup>6</sup>。

(<FOCUS>)

第6図: 27週間以上の長期失業率



(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

<sup>6</sup> 尚、サンフランシスコ連銀は4月5日付けでコアインフレに関するレポートを公表した(“The Housing Drag on Core Inflation” April 5, 2010, FRBSF Economic Letter)。これは、コア消費者インフレ指数を構成する項目の中の住居家賃の顕著な低下が見かけのコアインフレ率を実態以上に低く見せているとの一部の論調への反論である。コア個人消費支出価格指数よりから家賃をのぞいた指数を作成してみると、それでも尚コアインフレ率は低下しているとの内容だ。このレポートはNY連銀との共同執筆になっている。SF連銀からこうしたハト派的なレポートが連続して出ていることは、FOMCでハト派の代表格であるイエレン総裁のコーン氏の後任のFRB副議長就任が取り沙汰されているとの合わせても、FOMC内でのハト派のいわば発言力拡大の予兆のように見える。



## <トピック 1> 「長期間」の運用は弾力的:3月 FOMC 議事録

3月定例 FOMC の議事録では「長期間に亘る例外的な低金利」の文言が、必要な場合の引締めを制約するものではないとの一部投票メンバーの認識が明らかになった。他の一部 FOMC 委員の間では早期利上げに慎重な意見もあったようだ。しかし 3 月会合以降の経済指標は、会合当時よりも明らかに改善している。实体经济に関してはゼロ金利解除への条件はさらに整いつつある。

### 「長期間」の運用は弾力的に：必要な利上げを制約するものではない

3月定例 FOMC の声明文<sup>7</sup>は「長期間に亘る例外的な低金利」文言を据え置くなど前回 1 月声明文と本質的な変更はなく、議事録への期待はこうした様子見型の声明文の背景に如何なる議論が行われたかにあった。

6日に公表された議事録によれば、反対票を投じたカンサスシティ連銀ホーニグ総裁<sup>8</sup>を除き、概ねすんなりと文言存置は合意された模様である。

ただし「数人の a number of メンバーは、委員会の政策に対する期待は固定された暦上の期間経過ではなく、明らかに経済の動向次第であると述べた」「したがって、こうした将来へのガイダンスは、経済活動が著しく加速しているか基本的なインフレ率が目立って上昇していることを示唆する証跡があったときに委員会が速やかに金融政策引締めを開始する能力を制約しない」「逆に、引締め政策への長期間の時間はなおしばらく続く可能性があり、経済見通しが目だって悪化したりインフレの趨勢がさらに下落した場合には長期化する可能性さえある」とされた。

### 利上げ見通しに意見の一致はなさそう：機動的政策変更のフリーハンドを確保

この議論はいくつかの背景を示唆している。当レポートを含め市場では「長期間」とは FOMC 3～4 回分または約 6 ヶ月を指すという解釈が一般的になっている。この議論は「長期に亘る」という文言について画一的な概念が固定して将来の金融政策の機動的変更を阻害する可能性に対するひとつの牽制だと言える。

次にこの議事録は、引締めまでの期間につき投票メンバーの間にまだ一致した見解が存在しないであろうことを示唆している。

さらに、仮に文言を変更するにしてもその内容につき意見の一致が困難であることから文言を現状維持したという妥協的な経緯が憶測できる。文言を存置する代わりにその運用は弾力的であることを議事録に記録することで、委員間の見通しの開きを容認し、かつ将来の金融政策変更にある程度フリーハンドを確保しようとした FOMC の意図が読み取れる。

<sup>7</sup> 3月16日の定例 FOMC では金融政策は据置き、「長期案に亘る例外的な低金利」という声明文文言も存置された。

<sup>8</sup> ホーニグ総裁は前回 1 月会合同様「しばらくの間 for some time」という文言への変更を主張して、声明文に反対票を投じた。

当レポートでは「長期間」が 6 ヶ月であるとの前提で 8 月利上げがやや困難になったと考えていたが、今回の議事録からは、3 月の文言存置が 8 月利上げを少なくとも形式的に排除するものではないということになる。

### ただし一部の投票メンバーは早すぎる利上げのリスクを懸念

尚、声明文に関する上記議論の中で「何人かの a few メンバーは、現在のところ早期の利上げ開始によるリスクは遅い開始のリスクを上回っている」「なぜなら、委員会は変化する経済環境に応じて引締め幅とペースを柔軟に調整できるが、FF 金利が事実上その下限にあることから逆に金融緩和を通じて更なる刺激を供与する余裕は引続き制約されているからだ」と述べている。あくまで少数の意見であるが、金融政策の投票段階で議事録にある議論はこれだけなので、全体的に FOMC は早期の利上げには慎重な見方がまだあることは窺われる。

### 雇用・住宅は 3 月会合時点よりも改善している

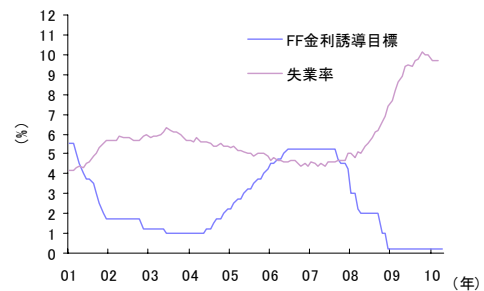
では、利上げ時期の判断材料になる景気認識はどうか。議事録ではほぼ声明文の内容通り、景気は拡大していることを皆が認識している一方で、弱い雇用、雇用住宅建設の頭打ち、商業用不動産の悪化に引続き懸念が示されるなど、これまでの FOMC のほぼ延長線上の議論がなされている。インフレが引続き抑制されていると全員が認識しているものの、将来的には財政赤字拡大がインフレ期待の上昇をもたらすことを懸念する一部委員の意見があることも従前同様だ。

しかし、3 月定例会合以降、特に実体経済に関するの経済指標の一部に明らかな改善が見られる。

まず労働市場については、2 日に公表された 3 月分雇用統計で非農業部門雇用者数は前月比+162 千人の大幅増加を示した。悪天候要因や国勢調査員採用要因を除くと、事実上 1 月から 3 ヶ月連続の雇用増加とあっていい。失業率は昨年 10 月の 10.1% をピークに 3 月には 9.7% に低下している（第 1 図）。

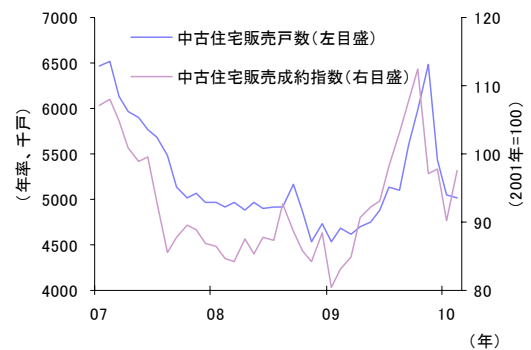
住宅販売も 4 月以降に反転する兆しがある。住宅販売戸数は昨年 12 月以降 2 月まで減少を続けたが、5 日に公表された 2 月の中古住宅販売成約指数は前月比+8.2% と久々の大幅増加に転じた（第 2 図）。これは 3 月乃至 4 月頃に中古住宅販売戸数が大幅増加する可能性を示唆している。おそらく悪天候により積みあがった仕掛り案件の成約と、4 月期限の初回住宅購入インセンティブ制度利用への駆け込み需要という一時的要因が背景だろう。しかし住宅販売がこの

第1図：FF金利と失業率



(資料)米労働省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中古住宅販売成約指数



(資料)米不動産業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成





まま悪化をたどって 2 番底になることは回避できた。上記の一時要因が剥落する 5 月または 6 月には一旦販売は減少するだろうが、購入需要の強さが確認できたことから、その後再び緩やかながら住宅販売は増加に転じるとの見通しが強まったといえる。

### 8 月利上げは技術的にも可能

「長期間」の意味する時間軸の運用は弾力的であるとの見解が示されたことで、技術的には 8 月利上げはまだ可能である。また FOMC 委員の主要懸念事項のうちの雇用と住宅に会合以降好転がはっきりしてきていることも引き締め支持材料である。

尚、今回の議事録では、インフレ上昇率の鈍化についての注目度がやや高まっている。インフレについては当レポートでも抑制された水準が続くことを予想している。しかし、4 月になってから原油価格や銅などの商品価格は上昇ペースが急加速している。コアインフレ率は 1%強の低位にとどまろうが、インフレ期待は現在の水準よりやや高めに上昇する可能性がある。これも 3 月会合以降の新たな材料だといえるだろう。

しかしながら、議事録公表の翌日 7 日に行われたバーナンキ FRB 議長の講演は、予想以上に議長の慎重な姿勢が全面に出るものとなった。議長は「経済の困難」と題した講演で、今後もまだ短期的・長期的にクリティカルな困難が残っていると述べた。特に雇用市場については長期失業者の増加に懸念を示した。またインフレについてはコントロールされていると述べていた。流動性供給手段や MBS 購入を停止した直後の割には楽観さに欠ける印象があったことは否めない。

<トピック 1>

## <トピック2> 人民元は攪乱要因だが、ドル高円安はトレンドは維持と見る

人民元切り上げを巡る思惑が為替市場、特にドル円市場を攪乱した。ガイトナー米財務長官が3日、半期毎の議会宛為替報告の公表を4月15日の予定から延期することを公表したのが週初のきっかけで、さらに8日には同長官が急遽中国を訪問して王副首相との会談を行うに至り、人民元切り上げの思惑は更に広がった。この間、NYT 紙他複数のメディアが、人民元制度変更や事実上の切り上げに関する記事を掲載したことも市場の注目を集めた。

これを受けて、先週94円台後半まで上昇し、これまでの下げトレンドの上値抵抗線を上回っていわばトレンド転換のシグナルのたドル円は今週93円レベルにまで反落した。しかしまだドル円の上昇トレンドは維持されていると見る。

### 人民元調整はドル円にとっては一時的な円高要因

人民元調整を巡る米中間の交渉状況や人民元制度変更もしくは事実上の切り上げの方法・時期を予想することは当レポートの守備範囲を越える。だが、状況証拠からは、あまりに急激な制度変更を伴う切り上げは回避されるのではないかと。仮に現状の通貨バスケット制度変更や変動幅拡大などの措置が取られるとしても、事前に何らかの方法で市場にこれを織込ませる可能性が高そうだ。そうなれば、ドル円のドル高トレンド転換に対する人民元問題の影響は一時的なものになる。

そうなれば、ドル円のドル高トレンド転換に対する人民元問題の影響は一時的なものになる。今週のドル円の下落は、テクニカルには52週移動平均線の位置する92円台後半で下げとまって反発した形になっている。ここを下回ってこない限りはドル円の上昇トレンドは継続しているといっている。

中国側としても、米国財務省による為替操作国認定猶予期間ともいうべきかなりあからさまな為替報告延長を受けてやにわに人民元の調整を行うことは米国の圧力に屈した印象を与えかねないことから避けたいことであろう。2005年の切り下げ前の事実上のペッグレートだった1ドル=8.28元から、ほぼ一貫して人民元高が続いてきたあと、2008年半ばに6.83レベルまで約21%人民元は対ドルで上昇した。しかし、2008年の金融危機前後から今日に至るまでは現状レベルの1ドル=6.83元レベルで固定されている。過去1年半のレート固定は、世界的金融危機という環境変化があったにせよ、将来完全変動相場制に移行すべき大国の通貨にはふさわしくない人為性である。形式要件からは為替操作国認定を米国にされてもおかしくはない。中国としてはまず、金融環境の改善を理由にこの直近のペッグ状況を解除していくことが第一のステップとして妥当なところである。

また、ガイトナー財務長官は今後3ヶ月間にG20会合など重要な会合が控えていることを上記の為替報告延期の理由としてあげており、こうした多国間会合での議論を重ねることで人民元の調整を導くことを念頭においている模様だ。従って訪中をもって強引に急激な人民元切り上げが実施されるシナリオはメインではなさそうだ。

## 製造業関連の中間層の雇用確保（海外への雇用流出防止）が政府のポリシーの中心にある

しかし、そもそも人民元調整圧力の背景となっている米国の国内状況は、単に為替レートによる自国製品の競争力喪失という国際市場の問題ではなく、米国内の雇用市場構造に根ざした極めてドメスティックな問題である。

そもそも、人民元切り上げによる貿易赤字縮小効果については 2005 年当時から疑問の声が大きい。中国からの輸入の多くは米国企業のアウトソースによるもので、米国企業の立場からは中国からの輸入増加が自社製品を駆逐しているわけではない。輸出倍増計画の本質は寧ろ、こうしたアウトソースにより国内の雇用が海外に流出している状況を打開して、国内の雇用確保と失業率低下、引いては中間選挙にむけた主として労働組合の支持を確保しようとするのが大統領の主な狙いだと推測できる。

オバマ大統領が 3 月 11 日にいわゆる 5 年間での貿易倍増計画を発表してから、とみに中国に対する人民元切り上げ圧力が高まっている。議会では為替操作国に対する報復措置を定めた法案が提出されるなどの動きが強まっている。その大統領の輸出倍増計画にしても、そこに品質の向上などの本質的な計画があるわけではなく、主に輸出国の貿易障壁の除去が輸出拡大対策の主な部分を占めている。米国では恒常的に製造業の雇用が減少している。また特にオバマ大統領の地元でもある中西部には長期間同一の製造業に従事してきた労働者がそのスキルの柔軟性の限界から、製造業の構造的衰退にも拘らず他業種への転職が困難な状態になっているとされている。これは今回のリセッションで長期失業者が過去に比べて大きく増加している背景だともいえる。

その意味ではこうした職種の雇用を確保するために外需にその活路を見出すのは合理的な方法である。しかし、雇用の海外流出を食い止めるために同様に取られているいわゆるバイアメリカン条項が海外の不興を買っているように、今回の人民元切り上げ要求も強引さは否めない。

<トピック 2>



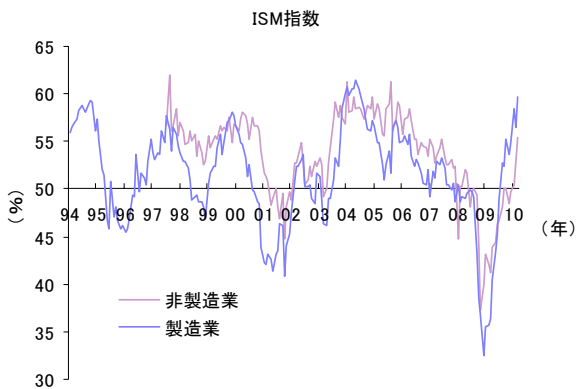
＜経済・金融の動向：4月5日～4月9日現在＞  
ダウ一時11000ドル超え：今後は決算もあり波乱含みに

- **株価市場**、NYダウは6週続伸、前週末比70ドル高の10997ドルで9日の取引を終えた。先週末の雇用統計を好感して週初めに上伸したのちは節目の11000ドルを前に一進一退となったが、9日の引けにかけて一時11000ドルを超えたのちやや割り込んで終了した。S&P500の10業種別の過去5営業の騰落率は、金融、一般消費財、エネルギー、情報技術といった景気敏感株が上昇率の上位にならび、10業種中7業種が先週末比で上昇した。下落したのはヘルスケア、生活必需品、電気通信のディフェンシブ業種だった。
- **為替市場**では先週から一転ドル安円高が進行した。ガイトナー財務長官が3日、半期の為替報告の公表を当初予定の15日から延期することを発表、また8日には急遽となる訪中を行い王副首相との会談を行ったことが、人民元切り上げの可能性の思惑を呼んで日本円の上昇につながった。ドル円は先週末の先週末の94円台後半から、9日には93円台前半にまで下落した。ユーロはギリシャ問題に関する思惑から週前半にはユーロ売りとなり一時1ユーロ1.33割れを試した。9日には格付会社フィッチがギリシャ国債の格下げを決定したがこれが寧ろEUやIMFによる救済の思惑を呼び結果1.35レベルにまで戻した。
- **向こう1週間**は1-3月期の大手企業決算発表が始まる。来週はまず大手素材メーカー、金融機関、ハイテク企業などが決算発表を予定している。経済指標は13日に2月貿易収支、14日に3月消費者物価指数、3月小売売上高、FRB地区連銀経済報告、15日に3月鉱工業生産指数、16日に3月住宅着工件数とこちらも発表ラッシュとなる。
- 株式市場は、予想通り目標であった目処の11000ドルをNYダウが達成したところで決算発表を迎える。決算発表の間は個別銘柄中心の波乱含みの展開になるだろう。全体的には、金融機関が巨額の赤字から回復したのに続き、非金融セクターの業績がどこまで回復しているかに注目が集まる。ITセクターなどが先んじて回復の可能性があるこのあたりが注目になる。経済指標では、消費者物価指数が金融政策を占うために注目になる。総合指数、コア指数ともに前月比わずかな上昇を見込むが予想を下回ると金利先高感が後退しそうだ。小売売上は引続き増加が予想される。総じて経済指標は株価には好材料となる可能性があり、基本的には株価は上下しながらも堅調と見たい。ドル円は人民元切り下げの思惑から、先週から一転して円高が進んだが、これは一時要因と見る。人民元切り下げが行われる場合でも予め市場にこれを織込ませることで為替市場への混乱を回避することが米中双方で意図されるであろうことと、中国側としてもあまりに急激な制度変更は米国の圧力に屈したとの印象を避けるためにも取りたくない方法だ。テクニカルには52週移動平均線（現在92円台後半）では辛うじてドル円は下げとまっている。概ね92円台を維持している間はドル高円安基調は不変とみる。

（＜経済・金融の動向＞）

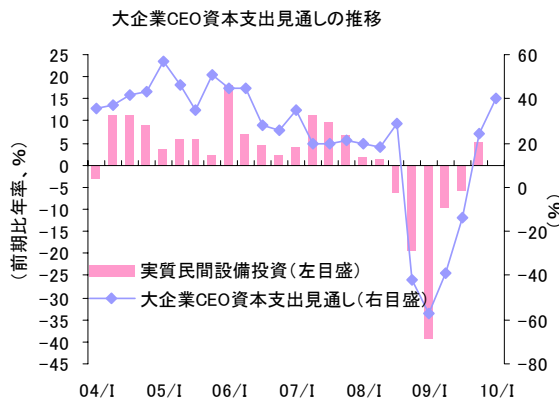
<経済指標コメント>

- ISM 非製造業指数 (3 月) は 55.4% (前月比 +2.4%ポイント) : ISM 非製造業指数は 4 ヶ月連続上昇となる 55.4%で、3 ヶ月連続で景気判断の分かれ目となる 50%を上回った。総合 DI を構成する 4 つの DI は事業活動 DI が 60.0% (前月比 +5.2%ポイント)、新規受注 62.3% (同 +7.3)、雇用 49.8% (同 +1.2)、入荷遅延 49.5% (同 -4.0)。事業活動、新規受注は依然好調をたもち、雇用は 50%まであと一歩のところまで上昇してきている。



(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

- ビジネスラウンドテーブル CEO 経済見通しサーベイ (2010 年第 1 四半期)、経済アウトック指数は 88.9 ポイント (前期比 +17.4 ポイント) : 米国大企業の CEO で構成する企業団体ビジネスラウンドテーブルが四半期ごとに実施する CEO 宛サーベイ (調査期間は 3 月 15 日~30 日) では、大企業 CEO の景況感がさらに好転していることが判明した。総合経済アウトック指数は 88.9 ポイントと 4 四半期連続の上昇で、

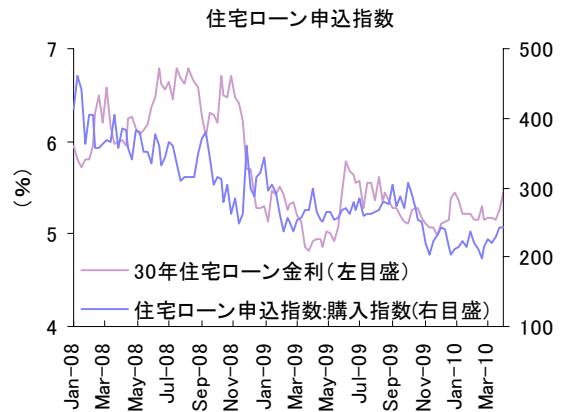


(注)「資本支出見通し」は今後6か月間に増加するとの回答割合から減少するとの回答割合を引いたもの。

(資料) Business Roundtable "CEO Economic Outlook Survey"、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

金融危機前の 2006 年以来的の水準に回帰した。総合指数を構成する項目ごとの DI (50+ (「増加」-「減少」) \*0.5) を計算してみると、雇用 54.0 (前期比+10.0)、売上 84.0 (同+8.5)、資本支出 88.9 (同 17.4) といずれも項目も大幅な上昇となっている。水準的には他の企業景況感調査同様、雇用 DI の好転ペースがやや遅い。しかしそれでも、今後 6 ヶ月間に雇用を「増加させる」との回答が「減少させる」との回答を 8 四半期ぶりに上回った。これは雇用統計が 3 月時点で増加に転じたのち今後も雇用拡大を続けるという予想を支持するものである。

- 米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申込指数 (4 月 2 日 ㄨ週) は前週比 -11.0%、リファイナンス指数同 -16.9%、購入指数同 +0.2% : 住宅ローン申込指数は大幅低下。住宅ローン金利の上昇 (30 年物固定住宅ローン金利は今年 1 月以来の高水準となる前週比 +0.19%の 5.44%) でリファイナンス申込が大幅に低下したのが要因。購入指数は金利上昇にも関わらず、仕掛かり案件の消化と、4 月末のインセンティブ制度利用に向けた申込で押し上げられていると思われ、前週比わずかながら上昇し、3 週連続の増加となった。

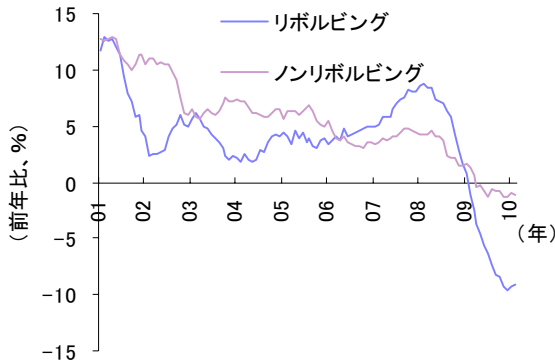


(資料) 米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- 消費者信用残高 (2 月) は前月比 -0.47% (前年比 -4.0%)、うちリボルビング信用前月比 -1.09% (前年比 -9.1%)、ノンリボルビング信用前月比 -0.13% (前年比 -1.1%) : 消費者信用残高は引き続き減少中で、特にクレジットカードなどのリボルビング信用残高の減少は著しい。しかし、前年比のマイナスの伸びは鈍化しつつあり、信用収縮のペースは徐々に緩和されているといえる。自動車ローン等のノンリボルビン

グ信用は前年比ほぼ横ばいのレベルにまで収縮が落ちてきてきている。また可処分所得に対する消費者信用残高の比率も 22.1%にまで低下した。これは概ね 2000 年の時点の水準にまで借入比率が低下してきたことを表している。

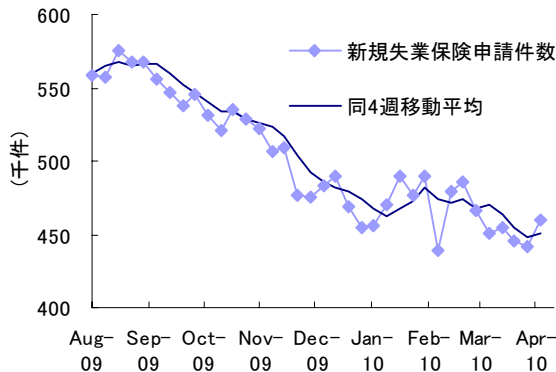
消費者信用残高



(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **新規失業保険申請件数 (4月3日ㄨ週)は460千件 (前週比+18千件)、継続受給者数 (3月27日ㄨ週)は4550千件 (前週比-131千件)、継続受給者比率は3.5% (前週比-0.1%)** : 新規失業保険申請件数は3週ぶりの増加、過去3週間分の減少を打ち消す大幅増となった。4週移動平均も450.25千件 (前週比+2.25千件)と4週ぶりに上昇に転じた。ただし4月3日ㄨ週は4月4日のイースターや2日の聖金曜日を含む週で、季節調整が困難になっている可能性がある。ちなみに季節調整前の新規申請件数は414.657千件 (前週比+6492件)。次週以降には季節調整後の件数は再び450千件を下回る水準に低下する

新規失業保険申請件数

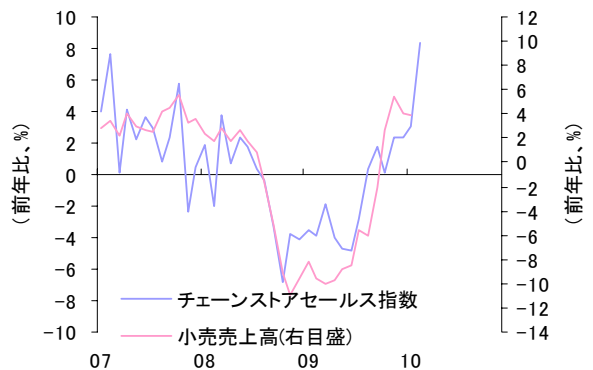


(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

と見る。

➤ **BTMU チェーンストアセールス指数 (3月)は前年比+8.3% (季節調整済前月比+2.5%)** : 当行集計の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+8.3%の大幅な伸び。2月の悪天候の反動や、今年はイースターが4月4日と例年より1週間ほど早い (昨年は4月12日) という一時的要因もある。それにしても個人消費は好調である。キャンペーンの効果で増加した新車販売台数とあわせ、3月の個人消費は好調で、GDP統計上の第1四半期の個人消費は前期比年率+3%を越える伸びになると見る。

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

( < 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、宜しくご願ひ申し上げます。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.