



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)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

September 6, 2013

<FOCUS>

冴えない雇用統計 VS 企業マインド好調

- 8月の雇用統計は総じて低調だった。非農業部門雇用者数は前月比+16.9万人と前月からは持ち直したものの、3ヵ月移動平均は同+14.8万人と、今年初めの20万人近傍の増加ペースから、10万人台半ばまで鈍化してきた。失業率は改善したが、労働参加率の低下が失業率を押し下げる形となっている。一方、労働投入量は労働時間の増加を受けて持ち直したものの低水準にあり、労働投入の点から第3四半期の成長加速はまだみえない。
- 軟調な雇用統計とは対照的に、企業センチメントは改善が目立っている。8月ISMのヘッドラインは製造業55.7、非製造業58.6と、7月に続き高水準で推移、民間部門の成長ペースが+3%程度へ上昇している可能性が示唆される。改善が目立つ受注指数については、2010年以降続いてきた「年後半失速」パターンを抜け出す動きをみせており、今年は財政や欧州問題を巡る不透明感が相対的に小さいことが好影響を及ぼしている可能性がある。
- ISMを重視するなら民間部門を中心とするモメンタムが増していることとなるが、雇用の伸び悩みは今後の需要にとってややマイナス要因となる。一方、先行きについては、長期金利上昇や、債務上限問題など財政面でのハードルがある。足元は丁度そうした景気下押し要因が顕現化する前の局面での持ち直しと捉えることができるだろう。企業活動の持ち直しが最終需要増に繋がり回復力がより高まるかは、政策動向が鍵を握る面が大きい。
- 5月下旬以降の長期金利上昇については、その悪影響はまださほど出ていないとみられる反面、住宅投資の名目金利に対する感応度は相応に強く、住宅投資の成長率への寄与度は、年終盤にかけて0.2%ポイント程度下がってくる公算が大きい。長期金利のさらなる上昇回避にはQE3の縮小プロセスを極めて慎重に行うことが不可欠であろう。
- 財政面については、増税の影響が既に剥落した点はプラス材料の一方、今後、債務上限引き上げなど山積する課題をうまく乗り越えられる（あるいは先送りできる）かが焦点。今のところ、財政問題に関する新聞記事数の増加は限定的だが、消費マインドにも影響する財政協議は来週以降山場を迎える。シリア情勢緊迫も加わるなか、民間部門の回復力の高まりを軌道に乗せられるかは、今後の財政・金融政策に左右されることになるだろう。

<FOCUS> 冴えない雇用統計 VS 企業マインド好調

雇用統計は不発

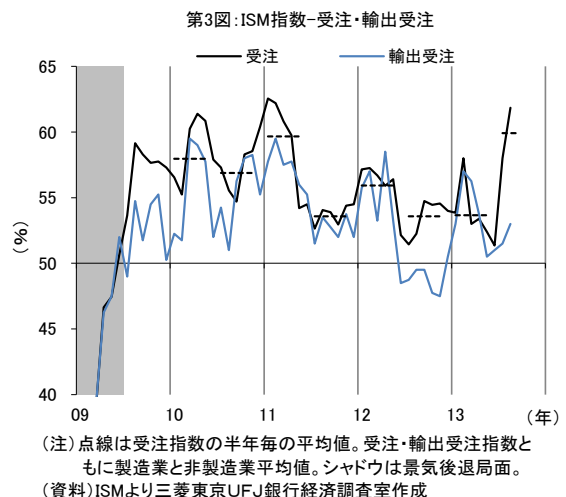
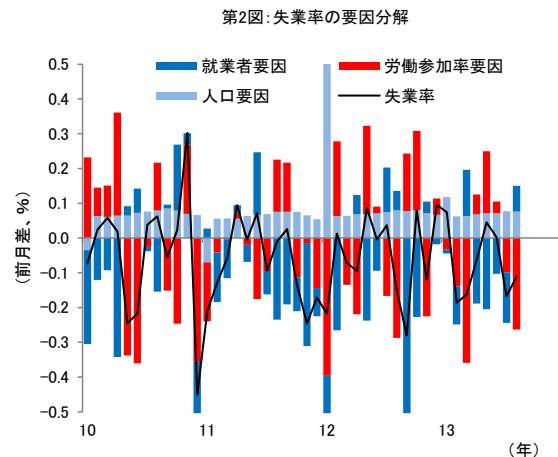
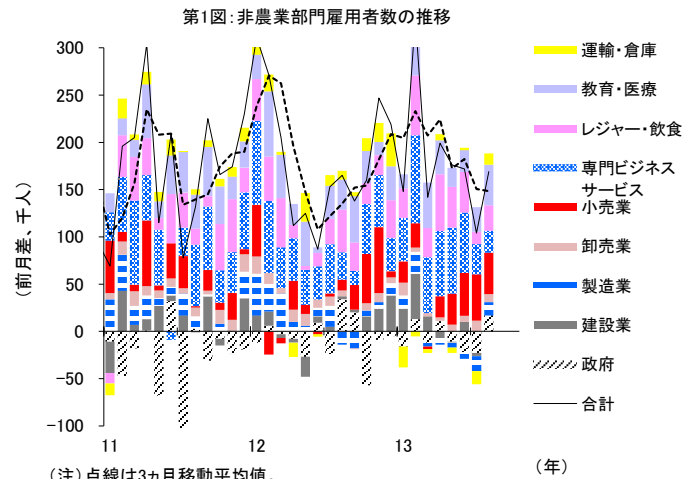
8月の雇用統計は総じて低調だった¹。非農業部門雇用者数は前月比+16.9万人、うち民間雇用者数は同+15.2万人と、下方修正された7月からは持ち直したものの、3ヵ月移動平均はそれぞれ同+14.8万人、同+15.8万人と、今年初めの20万人近傍の増加ペースから、10万人台半ばまで鈍化してきた（第1図）。小売業の雇用増はプラスだが、企業の雇用スタンスを敏感に反映する専門ビジネスサービスが冴えないのはやや懸念される。

失業率は7.3%へ0.1ポイント改善したが、家計調査ベースの就業者数が5ヵ月振りのマイナスとなるなか、労働参加率の低下が失業率を押し下げる形となった（第2図）。労働参加率は63.2%と1978年以来の水準まで低下、高齢化による下押し圧力が加わるなか、循環的な労働市場改善を受けた持ち直しの動きは確認できない。一方、労働投入量は労働時間の増加を受けて前月の3ヵ月前比年率+0.6%から同+1.7%へ持ち直したが、第2四半期の平均同+2.1%と比べるとやや低水準にある。労働投入の点からは第3四半期の成長加速はまだみえない状況だ。

今年の企業センチメントは年後半も好調

軟調な雇用統計とは対照的に、企業センチメントは改善が目立っている。8月ISMのヘッドラインは製造業が55.7、非製造業は58.6と、7月に続き高水準で推移した。55ポイント超のISM両指数は、民間部門（実質GDPベース）の成長ペースが年率+3%程度へ上昇している可能性を示唆するものである。

足元で改善が目立つISMのうち受注指数についてみると、足元は今回復局面で最も高い水準並みとかなり好調に推移しており（第3図）、2010年以降続いてきた「年後半失速」パターンを抜け出す動きをみせている。欧州債務危機が年半ばから後半にかけて繰り返されたことや、



¹ 詳細は本日付Diaryご参照。

米国の債務上限・財政の崖などがこうした動きの背景にあったが、今年例年に比べれば不透明感が相対的に小さいことが、企業活動に好影響を及ぼしている可能性が指摘できるだろう。今年前半の足踏みからの反動増も加わって、企業による生産活動は一旦加速しつつあると考えられる。

景気の本質は政策動向が左右

ISMの上昇を重視するならば米国経済は民間部門を中心とするモメンタムが増していることとなるが、上述した雇用の伸び悩みは、今後の需要にとってややマイナス要因だ。一方、先行きについては、FRBのQE3からの出口模索を受けた長期金利上昇や、債務上限問題など財政政策面でのハードルがある。したがって、足元は丁度そうした景気下押し要因がまだ顕現化する前の局面での持ち直しと捉えることができるだろう。企業活動の持ち直しが、この先意図せざる在庫増に繋がるのか、あるいは個人消費など最終需要に繋がり、回復力がより高まるのかは、政策動向が鍵を握る面が大きいとみられる。この点は少し時間をかけて判断する必要がある。

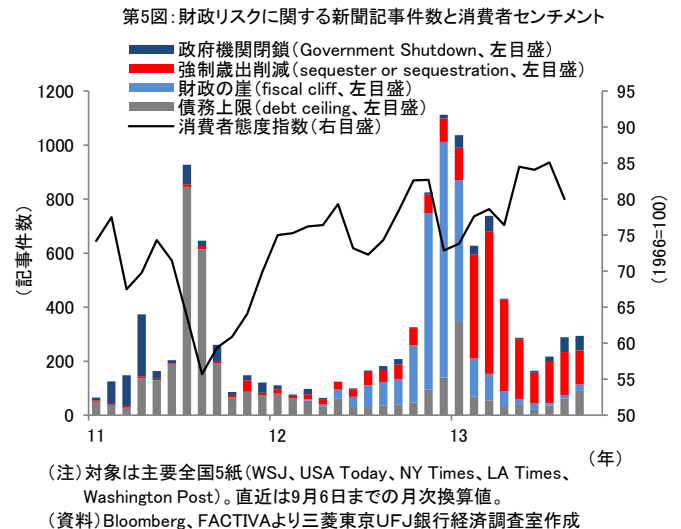
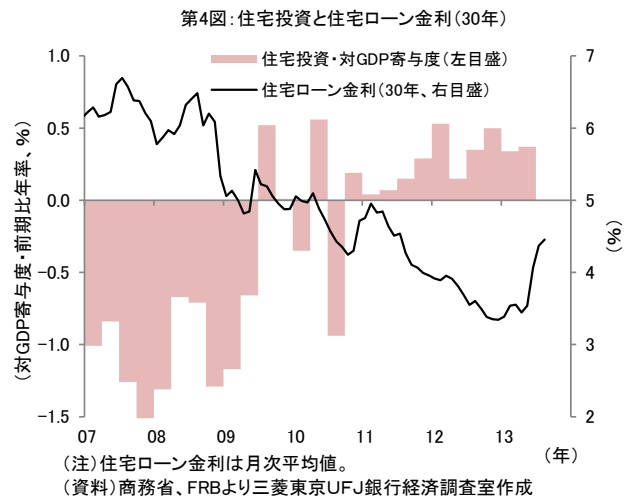
金利上昇の影響は足元プラス、年終盤にかけマイナス

まず、5月下旬以降の長期金利上昇については、その悪影響はまださほど出ていないとみられる。むしろ住宅市場については駆け込み的な需要増に繋がっている可能性が高い。

住宅ローン金利(30年)と住宅投資(実質GDPベース)の関係からは、名目金利に対する住宅投資の感応度は相応に強いことがみてとれる(第4図)。住宅価格上昇による実質金利抑制が支えになるため、住宅投資は腰折れするわけではないほか、今後の金利動向にもよってくるが、住宅投資の実質GDP成長率への寄与度は、年終盤にかけてこれまでの0.4%程度からは0.2%ポイント程度には下がってくるとみる必要があるだろう(同図)。仮に長期金利の中長期的な均衡水準を3%台半ば程度とみた場合、長期金利のさらなる上昇を回避するにはQE3の縮小プロセスを極めて慎重に行うことが不可欠となる。

財政の季節

財政面については、年初の増税の影響が既に剥落してきた点はプラス材料の一方、今後、2014年度予算策定・債務上限引き上げ・歳出の強制削減への対応と、財政面で山積する課題をうまく乗り越えられる(あるいは先送りできる)かが焦点である。歳出の強制削減の影響はGDP統計上は限定的だが、月次の国防関連支出でみる限り継続している。今のところ、財政問題に関する新聞記





事件数の増加は限定的であるが（第5図）、消費マインドにも影響する財政協議は来週以降山場を迎えることになる。シリア情勢の緊迫も加わるなか、民間部門の回復力の高まりをうまく軌道に乗せられるかは、今後の財政・金融政策の対応次第で大きく変わって来ることになるだろう。

<FOCUS>

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.