



# 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)

October 1, 2010

## <FOCUS>

### 構造的難題：労働市場のミスマッチ

- 米国の失業率が下がらない理由として、経済全体の需要不足という理由に加えて、労働市場のミスマッチが発生しているという見方がある。失業の増加が需要不足によるものであれば時間の経過で需給ギャップが縮小すれば失業も減少するはずだ。しかし需要構造や産業構造の変化によって、必要とされる労働スキルと、市場にある労働スキルにミスマッチがある場合はより構造的な問題である。これは、職業訓練や教育改革により労働供給側を変革するか、産業構造改革により需要側を変革するしかなく、10年単位の話になってくる。
- 米国労働省によれば、求人一人当たりの失業者数が今回のリセッションにおいて、前回の2001年のリセッション時に比べて著しく高くなっている。これは、市場において、求人に対する失業者の比率が高いことを表す。つまり、相応の求人があってもかかわらずそこに当てはまる労働者がいないこと、つまり労働力のミスマッチがおきている可能性を示唆している。
- 経済全体の需給ギャップ（潜在GDPと実際のGDPとのギャップ）と、労働需給ギャップ（自然失業率と実際の失業率とのギャップ）の相関関係から、現在の需給ギャップに見合った失業率を試算してみると、おおむね8.2%となる計算になった。現実の失業率はこれよりも約1.4%高い。この差額は、80年代のピーク時の長期失業率（4%）と現在の長期失業率（2.6%）の差におおむね相当する。現在の失業率のうち約1.4%は需要不足だけでないほかの理由により発生し、かつこれが長期失業として上乗せされている可能性もあるわけだ。この部分は雇用ミスマッチにより発生している失業だとの推測ができる。

### <トピック1> 年末商戦は3%台の伸びを予想する

今年の年末商戦では、前年比+3%台半ばの売上の伸びを予想する。この伸び率は2007年の商戦の伸びにほぼ匹敵する。また金額ベースでは金融危機以前の水準を上回る。

### <トピック2> NY連銀総裁は追加緩和を支持

NY連銀ダドリー総裁は講演で、現状の失業率とインフレ率は追加的な金融緩和を正当化するものだとの考えを述べた。

<経済・金融の動向：9月27日～10月1日現在> 株は一服したが再び上値トライと見る

<経済指標コメント> 実質GDP成長率（第2四半期、確報値）は前期比年率+1.7%、他。

<FOCUS> 構造的難題：労働市場のミスマッチ

米国の失業率が下がらない理由として、経済全体の需要不足という理由に加えて、労働市場のミスマッチが発生しているという見方がある。失業の増加が需要不足によるものであれば時間の経過で需給ギャップが縮小すれば失業も減少するはずだ。しかし、需要構造や産業構造の変化によって、必要とされる労働スキルと、市場にある労働スキルにミスマッチがある場合はより構造的な問題である。これは、職業訓練や教育改革により労働供給側を変革するか、産業構造改革により需要側を変革するしかなく、10年単位の話になってくる。

長期失業者の比率が過去に比べ著しく高いのはミスマッチのせい

今回のリセッションの失業率の特徴は長期失業者の比率が高いことだ。8月現在で全体の失業率は9.6%、人数にして約14.9百万人の失業者が存在する。その内27週以上の長期失業者の比率が42%（約6.2百万人、労働力人口比では約4%）に達する。

1980年代に現在とほぼ同じレベルの10%を超える失業率だった時期でも、27週以上の長期失業者の比率はピーク時で26%だった（労働力人口比で2.6%）。長期失業者がいるということは、単に景気が悪いということのほか、失業者が自分のスキルに見合った職を見つけられないという、雇用ミスマッチがある可能性を示唆している（第1図）。

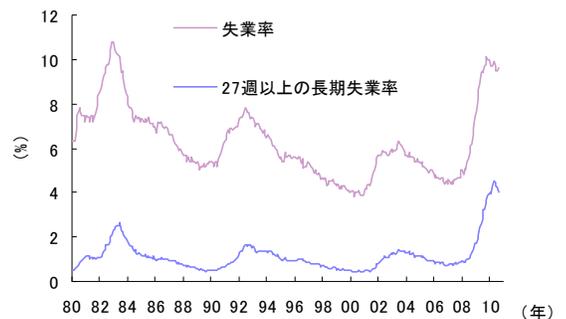
さらに失業期間が長期化するほど、スキルの低下により職場への復帰が困難になる。これがさらに将来の失業率の高止まりの助長する可能性がある<sup>1</sup>。

求人が増えているにもかかわらず失業も増加している

雇用ミスマッチの存在の可能性を示す別の指標に求人状況がある。米国労働省の求人労働移動統計（JOLTS）からは、各産業ごとの求人数と求人比率（求人数/（求人数+就業者数））がわかる。

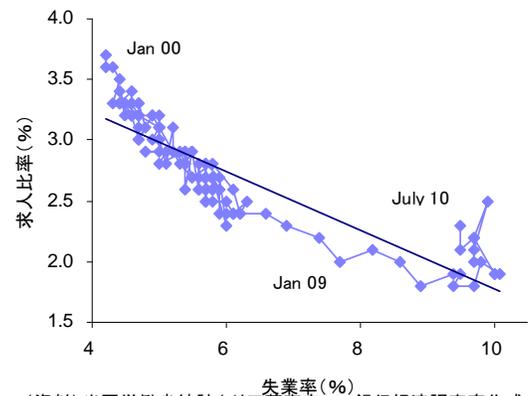
米国労働省によれば、求人一人当たりの失業者数が今回のリセッションにおいて、前回の2001年のリセッション時に比べて著しく高くなっている。これは、市場において、求人に対する失業者の比率が

第1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

第2図：失業率と求人比率



(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>1</sup> バーナンキFRB議長は、高い長期失業者の比率につき繰り返し懸念を表明している。最近では7月21日の半期議会宛金融政策報告など。

高いことを表す。つまり、相応の求人があってもかかわらずそこに当てはまる労働者がいないこと、つまり労働力のミスマッチがおきている可能性を示唆している。

同様に、失業率に対する求人比率の割合が今回のリセッションでは過去に比べ大きい。通常、失業率が高いと求人比率は低下、失業率が下がると求人比率は上昇する。この関係が今回のリセッションではくずれ、この曲線（UV曲線）が上方シフトしている（第2図）。これは同じ失業率において、より高い求人比率が存在することを表している。これも雇用ミスマッチの存在の可能性を示唆するものである<sup>2</sup>。

ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁は、8月17日の講演で労働市場のミスマッチに着目している。同総裁は、失業率と求人比率の関係が2008年6月以降崩れている点に着目し、これを「ミスマッチ」によるものと見ている。同総裁は、ミスマッチの原因に「地理的」「スキル」「人口動態」などを挙げ、これを「構造的」な問題としている。さらにミスマッチに対しては金融政策では対応できないと述べている。

### ミスマッチによる失業率押上げの試算

雇用ミスマッチにより失業がどの程度押し上げられているのか。まずは、経済全体の需要不足からくる失業率を試算し、それを超える部分がミスマッチによるものと仮定してみよう。

経済全体の需給ギャップ（潜在GDPと実際のGDPとのギャップ）と、労働需給ギャップ（自然失業率と実際の失業率とのギャップ）の相関関係から、現在の需給ギャップに見合った失業率を試算してみると、おおむね8.2%となる計算になった（第3図）。現実の失業率はこれよりも約1.4%高い。この差額は、80年代のピーク時の長期失業率（4%）と現在の長期失業率（2.6%）の差におおむね相当する。現在の失業率のうち約1.4%は需要不足だけでないほかの理由により発生し、かつこれが長期失業として上乗せされている可能性もあるわけだ。この部分は雇用ミスマッチにより発生している失業だとの推測ができる。

上記のコチャラコタ総裁の推計では、雇用ミスマッチがなかったとした場合、講演当時の2.2%の求人比率に対応する失業率は6.5%（当時の実際の失業率は9.5%）になるはずだとしている。つまり、雇用ミスマッチにより失業率が実に3%押し上げられているとしている<sup>3</sup>。

逆に、ゴールドマンサックス証券のエコノミスト、ハチウス氏は、雇用ミスマッチによる失業率上昇は0.75%程度と、比較的小さめに見積もっている<sup>4</sup>。

第3図：失業率の推移試算



(資料)米労働省統計、米議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(注)失業率推計は、GDPギャップと労働需給ギャップの相関から推計。

<sup>2</sup> Bureau of Labor Statistics “Job Openings and Labor Turnover Survey Highlights”, July 2010.

<sup>3</sup> Narayana Kocherlakota “Inside the FOMC”, August 17, 2010.

<sup>4</sup> The Wall Street Journal “Behind Stimulus Argument, Debate on Causes of Joblessness Grows”, 4 September, 2010.

## ネガティブエクイティが地理的ミスマッチを起こす

実際の雇用ミスマッチがどのように発生しているかの検証は容易ではない。ただ、個別にそうした状況を生み出している状況証拠はある。

たとえば、地理的なミスマッチが発生している可能性がある背景に、住宅価格の下落によるネガティブエクイティの問題がある。現在、全米の家計住宅におけるネガティブエクイティ、つまり住宅価格が住宅ローン残高を下回る状態の比率は低下傾向にあるが、それでも約 23%とされている<sup>5</sup>。ネガティブエクイティ状態の持ち家保有者が失業状態にあった場合、仮に引越しをすれば新しい仕事につける場合でも実際にはそれができない。自宅を売却してもローンの返済ができないからだ。住宅バブルの崩壊と住宅価格の下落は、労働力の地理的な流動性を奪っている可能性がある。

## スキルと産業構造のミスマッチ

また、スキルに関しては、たとえば自動車産業における問題があると推測できる。自動車・同部品製造業は、リセッション入りした 2007 年 12 月から今年の 8 月までに約 270 千人の雇用を喪失している。これは同産業における雇用者数が約 28%減少したことを意味する。その間、自動車生産台数は 2007 年 12 月時点の年率 10.4 百万台から、今年の 8 月には 7.86 百万台に約 24%減少している。自動車販売と生産はここ 1 年間にはほぼ横ばいである。今後金融危機前の水準にもどるのには数年かかると見られる。その場合、この 270 千人の労働供給は自動車製造業では吸収されないと考えられる。しかし、これらの失業者が他の職種につけるスキルをもたなかった場合、この失業は長期化する可能性が高い。

同様に、当面リセッション前の水準に戻る見込みの薄い住宅建設業は、リセッション開始以降今年の 8 月までに約 323 千人、非住宅建設業は約 150 千人の雇用が喪失した。自動車とあわせて 744 千人の失業は、労働力人口（8 月時点で 154 百万人）の約 0.5%に相当する。これら 3 業種の失業が、雇用ミスマッチにより発生しているとした場合、ミスマッチによる失業率上昇は少なくとも 0.5%は存在することになる。

なお、業種別の求人比率の推移を見てみると、専門ビジネスサービス業の求人比率が一環して高く、またリセッション終了後の上昇も急であることがわかる。反対に、建設業の求人比率は現在でも低水準だ。自動車製造を含む製造業の求人比率は意外にも上昇率が高い。これは、自動車以外の製造業の大幅生産カットに対する反動と考えられる。

そのほかにも、FRB 地区連銀経済報告（ページブック）でもしばしば労働市場におけるスキルのミスマッチが報告されている。たとえば 9 月ページブックでは、ボストン連銀が「軽工業、情報技術、医療」などの分野で多くの求人があるにもかかわらず、これらの職種の採用は難しい状況にあるとされている。

<sup>5</sup> CoreLogic Inc. August 26, 2010.

## 高年層の労働参加率の上昇が若年層をクラウドアウト

人口動態に関連しては、若年層の失業率の高さが問題になる。通常のことではあるが、今回のリセッションでも、若年層の失業率が極めて高い（第4図）。一般的には若年層のスキルが企業の求めるスキルに見合わないことや、すでに職についていて企業に貢献するスキルを持っている中間年齢層などにくらべて職の維持において不利であることがある。

さらに長期的なトレンドをみると、高年層が過去に比べてより長く労働市場に残り続ける傾向が顕著で、これが若年層の参入を困難にしている可能性がある。

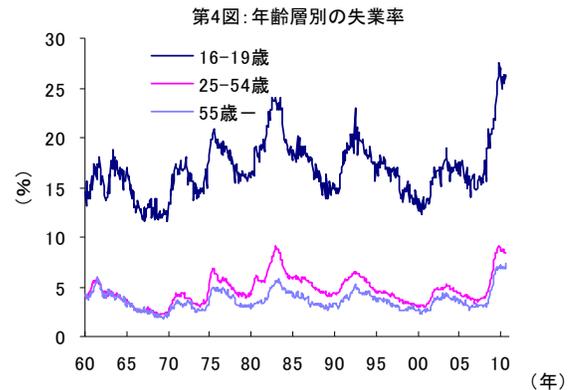
若年労働人口のうちのティーンエイジャー（16-19歳）の労働参加率は70年代以降継続的に低下している。中間年労働人口（25-54歳）の労働参加率は2000年代以降わずかずつであるが低下傾向にある。一方で高年労働人口（55-65歳）の労働参加率は90年代以降継続的に上昇している（第5図）。

サンフランシスコ連銀は9月に、年齢別の労働参加率に関する論文を公表している<sup>6</sup>。これによれば、若年層の労働参加率の低下は主に高学歴化によるもの。中間年齢層の労働参加率低下は、ひとつには社会保障における障害給付が充実したこと、もうひとつには、低スキルの労働力に対する需要が低下したことによる。また高年層の労働参加率の上昇は、90年代以降、社会保障、年金などの老後の福利厚生プランの価格が低下し、早期に退職するインセンティブが低下したことや、医学や健康法により高年層の体力が増進したことなどが挙げられている。

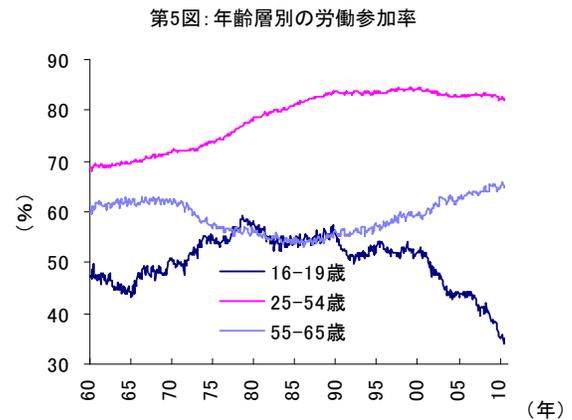
高年層の労働参加率の上昇は、市場全体での労働力の維持の源泉としては重要である。しかし、リセッションなどの景気悪化時には、高年層の労働参加の高さが、若年層の労働力参入をクラウドアウトしている可能性がある。

## 需給要因だけでも失業率の平時への回帰には10年を要する

かように、米国の労働市場において、構造的な雇用ミスマッチが起きている可能性は十分にあり、これが今後も失業率の高止まりをもたらすひとつの要因になるだろう。



(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

<sup>6</sup> FRBSF Economic Letter “Labor Force Participation and the Future Path of Unemployment”, September 13, 2010.

需給要因だけで見ても、失業率の低下ペースはきわめて遅いといえる。筆者試算では、今後GDPが毎年3%の成長を継続したとしても、需給ギャップの解消には10年以上を要する。いかえれば、失業率が自然失業率のレベルである5%にまで低下するには10年以上かかるということになる。さらに、リセッションに対応したコスト削減などによる生産性の上昇が失業率の低下を阻害する要因にもなる。

これとは別に経済政策による失業の助長の可能性もある。つまり、最大99週間に延長されている失業保険給付の長期化が再就職意欲を阻害して失業の長期化をもたらしている可能性がある。

また、短期的には、景気の好転に伴い労働市場に人口が再流入することで失業率が一時的に上昇する。就業者数が増加しているにもかかわらず統計上の失業率が上昇する現象は最近の雇用統計にはしばしば見られる現象である。

### 即効的なミスマッチ解消法はない

ここに構造要因が加わると、さらに失業率の低下ペースは遅くなるだろう。欧米議会予算局の推計では、現在、米国の自然失業率は2000年以降2020年まで5%で一定とされている。だが、もし構造的な要因が今回のリセッション以降に雇用ミスマッチを起こしているとすれば、長期的なトレンドの失業率はもう少し高いところに位置する可能性もある。

雇用ミスマッチの解消方法としては、職業訓練による供給側からのミスマッチ解消がある。また、産業構造の転換により、スキル要因によるミスマッチを解消することも長期的には可能だ。オバマ大統領が提唱する輸出振興策や、労働の海外流出防止政策はそうした観点に基づくものだ。つまり、内需の不足を外需で補うことや、製造業などの海外生産移転を抑制することで、国内の雇用ミスマッチを解消しようというものである。

だが、グローバルベースで地理的、スキルの雇用ミスマッチが起きている際に、一国についてだけミスマッチを解消して辻褄を合わせる方法是对症療法に過ぎないといえるだろう。

コチャラコッタ総裁が前傾講演で提案しているのは、失業保険給付の期限を無期限にする代わりに、給付額を低額にして求職意欲の喪失を防ぐ方法である。

(＜FOCUS＞)

## <トピック 1> 年末商戦は3%台の伸びを予想する

今年の年末商戦では、前年比+3%台半ばの売上の伸びを予想する。この伸び率は2007年の商戦の伸びにほぼ匹敵する。また金額ベースでは金融危機以前の水準を上回る。

### 個人消費、センチメントは低位ながら堅調

個人消費は一時の景気二番底懸念にもかかわらず堅調に推移している。8月の実質個人消費は4ヶ月連続の増加となる前月比+0.2%だった。8月は自動車販売が減少、また電力・ガスを中心とするサービス消費も横ばいだったにもにもかかわらず、非耐久消費財の消費が大幅に伸びて堅調な消費継続になった。第3四半期のGDP統計上の実質個人消費の伸びを当レポートでは前期比年率+2.0%と予想している。8月までの消費の実績はほぼこれに沿った動きになっている。

個人所得は雇用の増加に合わせて遅いペースではあるが増加している。消費者信頼感も、5月のギリシャショックによる株価下落以降、9月までに再び株価が年初来高値をうかがうところまで回復するまでの間、低水準かつ方向感のない動きながらほぼ横ばいで推移している。

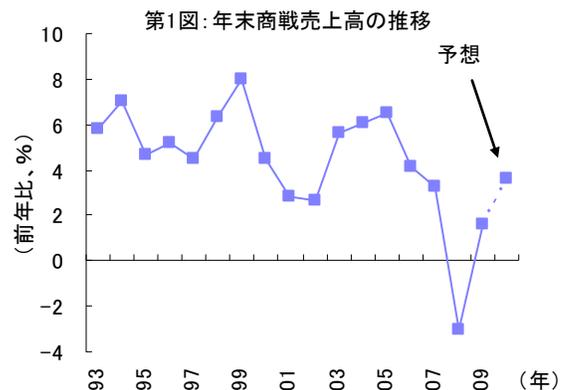
高失業率や住宅価格の低迷という中期的な問題があることから、消費拡大ペースが金融危機以前のペースに戻るにはまだ何年かを要する。しかし、短期的に年末までを見越した場合に、消費が急激に鈍化する要因はないといえる。

### 年末商戦は3%半ばの伸びを予想する

小売業の業績や消費の行方を大きく左右するのが年末商戦だ。現在の状況からは、今年の年末商戦は、金融危機前の伸びには回復しないものの、昨年を上回る伸びを示すと考えている。

当レポートでは、年末商戦売上の定義として「11月、12月の小売売上高から自動車・同部品ディーラー、ガソリンスタンド、飲食店の売上を除いたもの」を使用している。このベースでの今年の年末商戦売上高は前年比+3%半ばになると見込む。これは、サブプライム問題で金融市場の流動性が悪化し、結果的にリセッション入りの時期にかさなった2007年の年末商戦の伸びを回復することになる(第1図)。

また金額ベースでは2007年の売上高を3年ぶりに更新する計算になり、伸び・金額ともに金融危機前の水準に回帰することを意味する。



(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。年末商戦売上高は11月-12月の小売売上の合計から自動車関連・ガソリンスタンド・レストランの売上を除いたもの。

### 現在の小売は4%、所得は3%のペース：年末まで維持可能

上記のペースの小売売上高の月次の動きをみたのが第2図である。これによると、自動車・ガソリン・レストランを除く小売売上高はほぼ前年比4%のペースで、やや減速しながら推移している。今年前半の消費の回復は積み上がり需要の実現もあって急速だったが、年後半に入って積み上がり需要が息切れしてきたことでやや減速している。

一方、個人の名目可処分所得は、雇用の増加による押し上げに対して、2009年景気対策法による減税の効果の剥落などでこれもやや減速して、現在は前年比約3%の伸びになっている。貯蓄率は高水準ながらおおむね6%弱で横ばい推移しているから、消費者の購買力はおおむね前年比3%程度の巡航速度で走っているといえる。

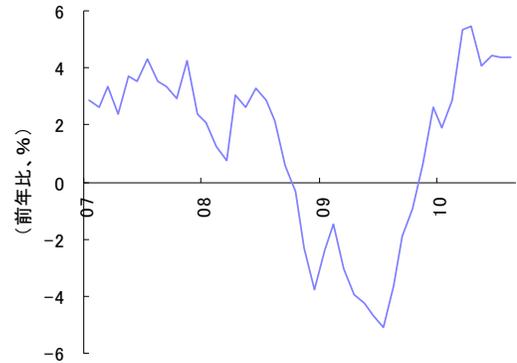
消費者信頼感も上記の通りおおむね横ばいで推移している。今後消費者信頼感短期的な影響を与えるものがあるとすれば株価の変動である。株価は現在NYダウ11000ドル付近にあり、年末にかけてはさらに上昇を予想している。仮に株価が調整を始めたとしても、現在のバリュエーションからは10000ドルを大きく割り込むことはないとしている。年末にかけて消費者センチメントの悪化が小売売上を大きく下ぶれさせる可能性は低い。

8月までの小売売上高統計によれば、9月以降年末商戦定義ベースの小売売上が前月比+0.2%の伸びを続ければ、上記の3%半ばの年末商戦売上は優に達成できる計算になる。より実態に近い予想は、9月分の小売売上高公表（15日予定）後に行う。

前哨戦となるハロウィン商戦(今年のハロウィンは昨年と同じ10月31日)につき、全米小売業連盟

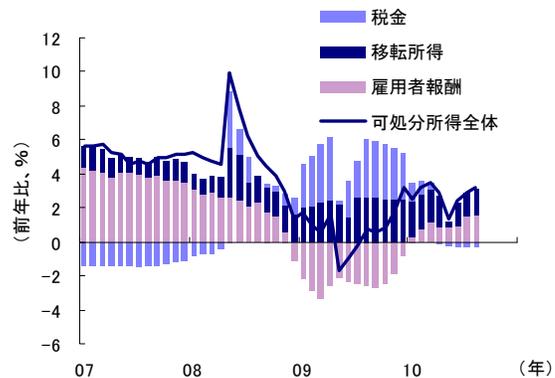
(NRF)は一人当たり66.28ドルの消費を予想している。これは2009年の56.31ドルを上回り、2008年の66.54ドルにほぼ匹敵する水準への回復だとしている。

第2図：小売売上高(自動車・ガソリン・レストランを除く)



(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

第3図：可処分所得の伸びへの寄与度



(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

<トピック1>

## <トピック 2> NY 連銀総裁は追加緩和を支持

NY 連銀ダドリー総裁は講演で、現状の失業率とインフレ率は追加的な金融緩和を正当化するものだとの考えを述べた。

ダドリー総裁は1日、NYで「見通し・金融政策の選択肢と我々の使命」と題した講演を行った。同総裁はまず、最近の経済成長率が「年初の控えめな予想」に対してさえ「失望させるもの」と述べた。特に年後半の経済成長の減速は通常のソフトパッチ（景気の一時的な軟化）とは異なり、今後長期化する可能性があること、またこれがゼロ金利の状態でおきていることが過去のソフトパッチとは異なると述べた。

また最近のインフレ率の低下につき、これがFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）が物価安定に整合すると見る水準を下回っているとした。

ゼロ金利の元での追加緩和策として、FRBのバランスシート拡大による長期金利の抑制を上げ、この効果として①住宅、株式、家計純資産などの資産価格の維持、②住宅購入を容易にしました低金利での住宅ローンリファイナンスを容易にする、③企業の資本コストを低減する、といった経路を通じて経済を支援するとした。

そして最後に「現在の失業とインフレの水準、そしてこれらが我々（FRB）の使命に合致する水準に回復するまでの時間は、容認できないものだとは私は評価している」「さらに、この状態が長く続いて米国経済が現在の経済ののりしろ（slack）とデイスインフレ圧力にとらわれれば、更なるショックがあった場合に我々の使命の目標からさらに遠のき、一方的なデフレーションに近づく」として「経済の見通しが、雇用とインフレが遠からず良い結果になると自信がもてる方向に転換しない限り、私はさらなる行動が正当化される可能性が高いと結論する」と述べ、FRBのバランスシート拡大による追加的な金融緩和を支持する考えを明言した。

FOMCの副議長を務めるNY連銀総裁がかように明らかに追加緩和支持を明言していることは、11月のFOMCで追加緩和が決定される可能性を大きく支持する材料だ。

当レポートでは、9月のFOMC声明文が追加緩和の可能性を示唆していてもなお、実施の可能性は五分五分と見ていた。しかし、FOMC内の有力者の意見は明らかに追加緩和に傾いている。ダドリー総裁が「年初の控えめな予想」としているFOMCの経済見通しは明らかに楽観的であった。2010年前半の成長率が年初の「控えめな予想」から2.75%に減速したのが「失望的」であるならば、年後半の成長が2%に減速することはさらに失望的であろう。

さらに、先週の当レポートで見たように、住宅価格の上昇が本格的に始まらないうちに長期金利が上昇することは個人消費に大きな悪影響を与える可能性がある。11月のFOMCでの追加緩和が決定される可能性が高まったといわざるを得ない。ただその場合でも、すでに追加緩和を織り込んでいる長期金利は2%台半ばが底で、実際の緩和開始後はじりじりと上昇に転じる可能性が高いというのが、2009年のFRBによる長期国債購入実施のときの経験則である。

<トピック 2>

## ＜経済・金融の動向：9月27日～10月1日現在＞

### 株は一服したが再び上値トライと見る

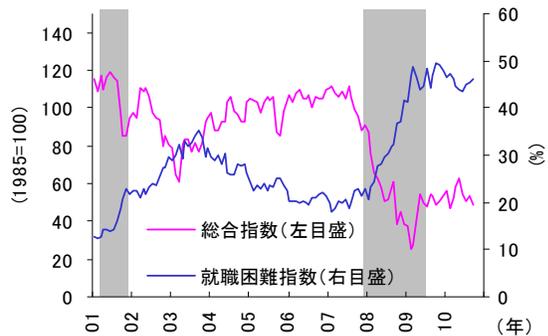
- **株式市場**、NY ダウは5週ぶりに小幅反落、前週末比 31 ドル安の 10829 ドルで1日の取引を終えた。節目の 11000 ドルを前に方向感ない動きが続き、30日には日中一時 11948 ドルまで上昇したがここでは頭を抑えられた。S&P500 の 10 業種別で前週末比で上昇したのは、原油価格の上昇を好感したエネルギーのほかディフェンシブな電気通信、公益事業の 3 業種のみで、他の 7 業種は前週末比で下落した。材料難と利益確定売りによる上昇一服と考えられる。
- **為替市場**ではドルが円、ユーロに対して続落した。ドル円は先週の 84 円台前半から今週は 83 円台前半にまでドルじり安となった。先月の介入があったレベルの 83 円台前半では一旦警戒感から下げ止まった形だ。ユーロは先週の 1 ユーロ 1.35 ドルレベルからさらに今週は 1.38 レベルにまで大幅続伸した。FRB の追加緩和期待が引き続きドル売り要因になっている。欧州では、アイルランド政府の大手銀行追加救済、スペインの格下げなど財政・金融危機が再燃しているが、いずれもユーロ売り材料には今のところなっていない。
- **向こう1週間**は、4日に8月中古住宅仮契約指数、5日に9月 ISM 非製造業指数、7日に大手小売業既存店売上高、8日に9月雇用統計と、注目の経済指標が続く。バーナンキ FRB 議長はじめ FRB 幹部の講演も複数予定されている。雇用統計では引き続き民間部門の雇用者数が数万人の増加になると見込む。
- 株式市場は今週は一服したが、第3四半期に入り再び上値を追うとみる。株価は依然として割安圏にある。ファンダメンタルズ指標は米国経済が緩やかながら底堅い拡大をしていることを示唆している。また FRB の追加緩和期待が高まっていることも株価の底支え材料になるだろう。当面の上値の目処は4月につけた年初来高値の NY ダウ 11200 ドルレベルである。
- 為替市場では、ドル全面安の動きになっているが、対円では介入警戒感からもドルの下値は限られよう。4日、5日には日銀の政策決定会合が予定されている。ユーロの上昇にはやや行き過ぎ感があると見る。欧州特に景気回復の遅れた国々の財政金融の悪化は本来ユーロ安要因である。回復の早いドイツではすでに失業率が金融危機以前の水準にまで低下、今度は賃上げによるインフレ懸念もでてきている。またユーロ加盟国に対して財政赤字を GDP の 3%以内に収めるルールを厳格化する方向で検討する動きもある。これらは、回復に格差のあるユーロ圏全体の景気全体にとっては重しになる可能性が高い。

（＜経済・金融の動向＞）

<経済指標コメント>

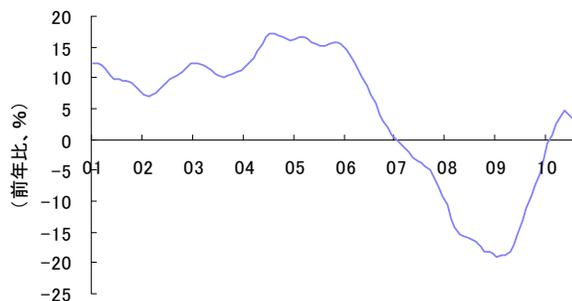
➤ **カンファレンスボード消費者信頼感指数（9月）は48.5ポイント（前月比-4.7ポイント）、就職困難指数は46.1ポイント（前月比+0.6ポイント）**：消費者信頼感指数は前月の上昇（+2.2ポイント）から転じて-4.7ポイントの低下。過去4ヶ月中3ヶ月で低下した。48.5ポイント（1985年=100）の水準は2月以来。内訳が現況指数が23.1ポイント（前月比-1.9ポイント）、期待指数が65.4ポイント（同-6.6ポイント）といずれも低下した。特に現況指数は5月をピークに4ヶ月連続低下している。中期的にはリセッション終了後の昨年後半から1年以上にわたり50ポイントレベルで一進一退の動きが続いている。失業率との連動性の高い就職困難指数は3ヶ月連続の上昇（悪化）。今後も失業率は一時的に上昇する可能性があることを示唆している。消費者信頼感は大幅な悪化ではないが低調であり、個人消費の今後の伸びは低成長が続くという見方を支持するものとなっている。

消費者信頼感指数の推移



（資料）カンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。シャドー部分はリセッション期。

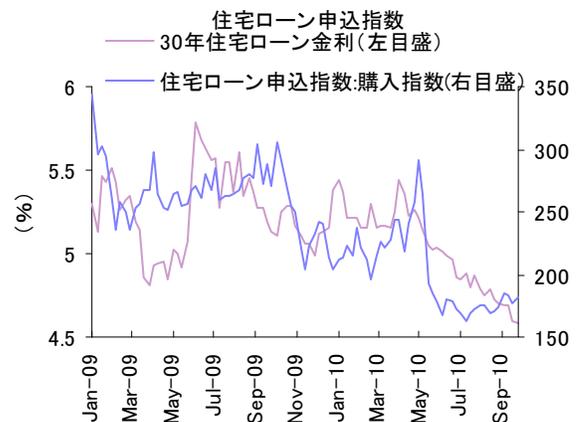
S&P ケース・シラー住宅価格指数 20都市



（資料）Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

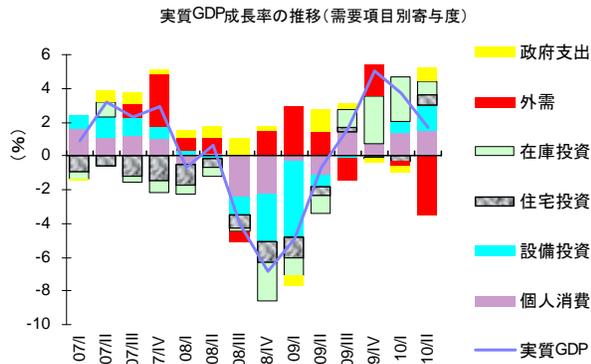
➤ **S&P ケースシラー住宅価格指数（7月、20都市）は前年比+3.2%、季節調整済み前月比-0.1%**：住宅価格指数は5月の+4.6%をピークに2ヶ月連続で前年比の伸び率を減速させた。季節調整済み指数は4ヶ月ぶりに前月比で低下に転じた。20都市中、前月比で指数が上昇したのはボストン、シカゴ、NY、ワシントンDCの4都市のみだった（前月は7都市が上昇）。4月末の初回住宅購入インセンティブ制度終了による住宅価格の頭打ちが明瞭になってきている。住宅販売がしばらく低迷する数ヶ月間は、住宅価格がふたたび下落に転じるという当レポートの見方に一致する動きになっている。

➤ **米国モーゲージ銀行協会（MBA）住宅ローン申込指数（9月24日♯週）は前週比-0.8%、リファイナンス指数同-1.6%、購入指数同+2.4%**：住宅ローン申込指数は4週連続の低下。ただし低下したのはリファイナンスであって、購入指数は3週ぶりに上昇している。30年物固定住宅ローン金利は4.58%（前週比+0.02%）とさらに最低水準に低下している。



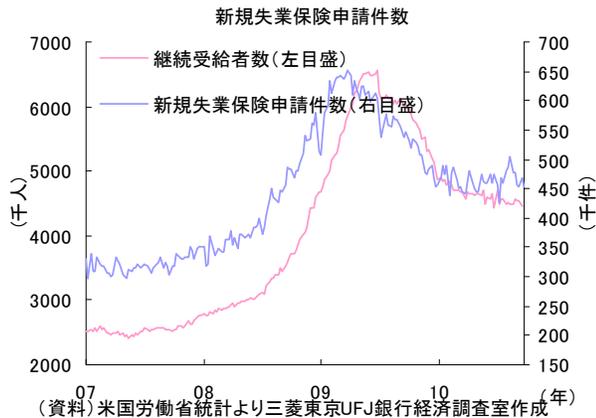
（資料）米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **実質 GDP 成長率（第2四半期、確報値）は前期比年率+1.7%**：第2四半期の実質 GDP 成長率は8月に公表済みの改訂値（前期比年率+1.6%）から+0.1%上方改訂となる同+1.7%。改訂は限定的であって、経済見直しにはほとんど影響がない。内訳は個人消費が同+2.2%（改訂値同+2.0%）、設備投資同+17.2%（改訂値同+17.6%）、住宅投資同+25.7%（改訂値同+27.2%）、政府支出同+3.9%（改訂値同+4.3%）、在庫投資+688億ドル（改訂値+632億ドル）、純輸出-4490億ドル（改訂値-4449億ドル）。個人消費、在庫投資の上方改訂が全体の上方改訂に寄与している。



(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

- **新規失業保険申請件数 (9月25日週) は453千件 (前週比-16千件)、継続受給者数 (9月18日週) 4457千人 (前週比-83千人)**：新規失業保険申請件数は前週の増加から転じて-16千件の減少。4週移動平均も458千件と5週連続で低下している。前週まではレーバーデー休日の関係で申請件数がぶれていた可能性があるが、25日週は休日要因を影響を受けない実態を反映した数字といえる。失業保険件数は依然高めの水準にあるものの、減少傾向にはあることがわかった。ただし雇用市場の好転を示唆するのは通常400千件前半、また雇用の継続的増加を示唆する水準は370千件レベルである。



(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

- **個人消費統計 (8月)、名目個人所得は前月比+0.5% (前月同+0.2%)、名目個人消費は前月比+0.4% (前月同+0.4%)、実質個人消費は前月比+0.2% (前月同+0.2%)**：名目個人所得は前月比+0.5%と高めの伸びになった。内訳は、雇用者報酬前月比+0.3%、自営所得同+1.0%、賃貸所得同+0.8%、利子配当同-0.6%、移転所得同+1.6%。移転所得の増加は、失業保険給付の増加によるもの。税金支払いを差し引いた名目可処分所得も前月比+0.5%と強めの伸び。実質個人消費は4ヶ月連

続の増加となる前月比+0.2%の伸び。自動車販売の減少により耐久財消費が減少、サービス消費は横ばいだったが、非耐久財消費の増加が全体を押し上げた。



(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

- **ISM製造業指数 (9月) は54.4% (前月比-1.9%ポイント)**：ISM製造業指数は前月の上昇から転じて反落、過去6ヶ月で4ヶ月で低下した。リセッション後のピークは2010年4月の60.4%。総合DIを構成する5つのDIの内訳は、受注DIが51.1% (前月比-2.0%ポイント)、生産56.5% (同-3.4)、雇用56.5% (同-3.9)、入荷遅延52.3% (同-4.3)、在庫55.6% (同+4.2)。生産、受注ほか4指標が低下、在庫のみが上昇している形はあまり好ましいものではない。特に先行性のある受注DIは4ヶ月連続の低下。経済はペースを落としながら拡大していることを示唆しているが、景気の拡大・縮小の分岐点である50%が近づいてきていることはやや留意が必要である。

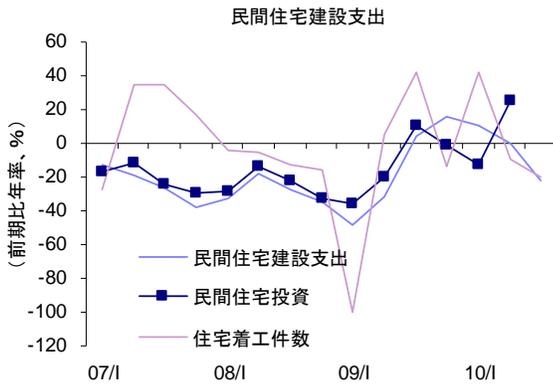


(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **建設支出 (8月) は前月比+0.4%、民間住宅建設支出同-0.3%、民間非住宅建設支出同-1.4%**：建設支出は小幅増加。うち民間住宅建設支出は4ヶ

月連続の減少。住宅購入インセンティブ制度終了後5月から連続減少している。ただしその減少ペースは鈍ってきていて、底入れが近そうだ。ただし、第3四半期の民間非住宅建設支出は8月までで前期比年率-22.6%と、前期の同-0.3%からマイナス幅が大幅拡大している。GDP統計上の住宅投資は前期の大幅プラスから転じて第3四半期には一時的に大幅マイナスになるという予想に沿っている。民間非住宅建設支出は先月の小幅増（前月比+0.2%）から再び大幅マイナス。ほぼ2年間にわたる減少は止まっていない。ただその減少ペースは徐々に鈍化してきている。

(＜経済指標コメント＞)



(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。

	2007	2008	2009	2008				2009				2010		寄与度 (%)
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
実質GDP	1.9	0.0	-2.6	-0.7	0.6	-4.0	-6.8	-4.9	-0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	1.72
個人消費支出	2.4	-0.3	-1.2	-0.8	0.1	-3.5	-3.3	-0.5	-1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	1.54
耐久消費財	4.2	-5.2	-3.7	-10.8	-2.9	-12.0	-22.3	4.8	-3.1	20.1	-1.1	8.8	6.8	0.49
非耐久消費財	2.0	-1.1	-1.2	-3.0	2.0	-5.5	-4.9	0.4	-0.7	1.7	3.1	4.2	1.9	0.31
サービス	2.2	0.9	-0.8	1.9	0.0	-1.3	0.6	-1.6	-1.7	-0.5	0.5	0.1	1.6	0.75
民間固定資本形成														
民間設備投資	6.7	0.3	-17.1	2.0	-1.6	-8.6	-22.7	-35.2	-7.5	-1.7	-1.4	7.8	17.2	1.51
構造物投資	14.1	5.9	-20.4	-0.1	7.5	-3.6	-8.9	-41.0	-20.2	-12.4	-29.2	-17.8	-0.5	-0.01
機器ソフトウェア投資	3.7	-2.4	-15.3	3.0	-6.0	-11.1	-29.5	-31.6	0.2	4.2	14.6	20.4	24.8	1.52
民間住宅投資	-18.7	-24.0	-22.9	-27.9	-14.0	-22.6	-32.6	-36.2	-19.7	10.6	-0.8	-12.3	25.7	0.55
民間在庫投資(億ドル)	277	-376	-1131	-82	-206	-274	-943	-1,258	-1,618	-1,282	-367	441	688	0.82
純輸出(億ドル)	-6,549	-5,041	-3,630	-5,299	-4,938	-5,148	-4,777	-3,892	-3,420	-3,908	-3,301	-3,384	-4,490	-3.50
輸出等	9.3	6.0	-9.5	5.7	13.2	-5.0	-21.9	-27.8	-1.0	12.2	24.4	11.4	9.1	
輸入等	2.7	-2.6	-13.8	-1.4	2.9	-0.1	-22.9	-35.3	-10.6	21.9	4.9	11.2	33.5	
政府支出・投資	1.3	2.8	1.6	2.3	3.3	5.3	1.5	-3.0	6.1	1.6	-1.4	-1.6	3.9	0.80
(国内民間最終需要)	1.6	0.1	-0.1	-1.8	-0.8	-5.1	-7.4	-7.2	-3.0	1.8	0.6	2.1	4.6	3.60
GDP価格指数	2.9	2.2	0.9	1.9	3.2	4.5	-1.2	1.1	0.3	0.7	-0.2	1.0	1.9	-

(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  
 2010年第2四半期のGDPは9月30日発表の確報値。「民間在庫投資」「純輸出」は年率換算した額(2005年連鎖価格)。  
 国内民間最終需要は個人消費支出・民間設備投資・民間住宅投資の合計



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.