



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

November 5, 2010

<FOCUS>

過去は将来を示唆せず：10月雇用統計

- 10月の非農業部門雇用者数は予想をはるかに上回った。しかし、内容を見るとまだ玉虫色で、今後の雇用拡大加速を示唆するものでは必ずしもない。今後の雇用市場の回復加速にはまだ慎重でいたほうがよい。
- 10月の非農業部門雇用者数は前月比+151千人（うち民間部門+159千人）の増加だった。過去2ヶ月のデータも上方改訂されていて、結果民間部門では7月以降4ヶ月連続で100千人を超える増加が続いたことになる。しかし、今回の雇用統計は、将来この雇用拡大ペースがさらに加速することを必ずしも示唆しない材料を含んでいる。
- まず、雇用増加の業種にかなり偏りがあることだ。10月は小売業、専門ビジネスサービス業、教育・医療サービス業が雇用を増やしたが、製造業、金融業、娯楽・宿泊業、政府部門は雇用をへらした（国勢調査員の業務終了に伴う連邦政府の雇用減少は前月比-5千人にまで縮小している）。また雇用増加業種の割合を示すディフュージョンインデックスは55.0と、雇用者数の増加にかかわらず2ヶ月連続で低下している。雇用を増やした業種の数は2ヶ月連続で減少しているわけだ。
- また、労働力が引き続き労働力人口から退出している様子が見られる。失業率算出の基となる家計調査によれば、事業所調査とは逆に、10月には就業者数が減少、失業者数が増加している。かつ労働力人口が減少していて、労働参加率は80年代半ば以来の最低水準にまで低下している。失業率は少数第1位までの四捨五入表示では9.6%と前月比横ばいだったが、実際には先月の9.5%台から、10月には9.6%台に上昇している。

<トピック1> 6000億ドルの米国債追加購入決定：11月FOMC

2日、3日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）では、6000億ドルの米国債を2011年第2四半期末までに毎月約750億ドルずつ購入する追加金融緩和政策（QE2）が決定された。

<トピック2> 協調か敵対か：中間選挙後の経済政策

2日に投票が行われた米議会中間選挙では、大方の予想通り共和党が大幅躍進した。共和党は下院で大幅に議席数を逆転させ過半数を獲得した。上院では民主党が過半数を維持したものの大幅に議席を減らした。また州知事選挙でも多くの州で民主党知事から共和党知事への交代があった。

<経済・金融の動向：11月1日～5日現在> 怒涛の週が終了：株価は高値更新、ドルは底入れの兆し

<経済指標コメント>個人消費統計（9月）、名目個人所得前月比-0.1%、名目個人消費同+0.2%、実質個人消費同+0.1%、他。

<FOCUS> 過去は将来を示唆せず：10月雇用統計

10月の非農業部門雇用者数は予想をはるかに上回った。しかし、内容を見るとまだ玉虫色で、今後の雇用拡大加速を示唆するものでは必ずしもない。今後の雇用市場の回復加速にはまだ慎重でいたほうがよい。

民間部門は4ヶ月連続の100千人台増加だが、

10月の非農業部門雇用者数は前月比+151千人（うち民間部門+159千人）の増加だった。過去2ヶ月のデータも上方改訂されていて、結果民間部門では7月以降4ヶ月連続で100千人を超える増加が続いたことになる（<経済指標コメント>参照）。

10月単月の急増ではなく、過去の上方向改訂を反映した雇用の伸びはこれまでの想定よりもかなりしっかりしたものに見える。通常景気拡大期には毎月200千人以上の雇用増加があるが、100千人はその最低ラインと考えられる。増加ペースからは雇用市場はかなり安定しているようにも見える（第1図）。

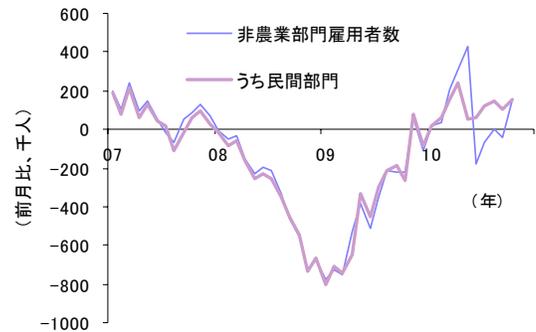
雇用増加業種には偏りがある

しかし、今回の雇用統計は、将来この雇用拡大ペースがさらに加速することを必ずしも示唆しない材料を含んでいる。

まず、雇用増加の業種にかなり偏りがあることだ。10月は小売業、専門ビジネスサービス業、教育・医療サービス業が雇用を増やしたが、製造業、金融業、娯楽・宿泊業、政府部門は雇用をへらした（国勢調査員の業務終了に伴う連邦政府の雇用減少は前月比-5千人にまで縮小している）。また雇用増加業種の割合を示すディフュージョンインデックスは55.0と、雇用者数の増加にかかわらず2ヶ月連続で低下している（第2図）。雇用を増やした業種の数も2ヶ月連続で減少しているわけだ。

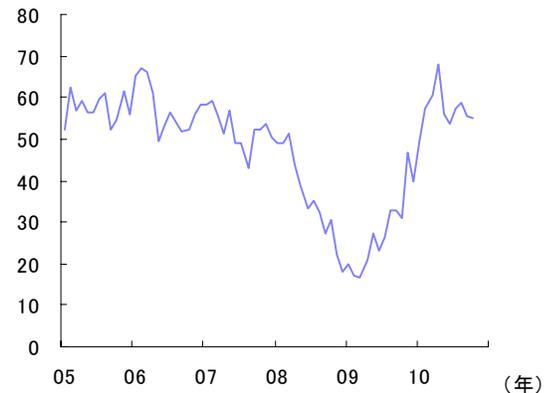
10月には建設業がわずかに雇用を増加させている。しかしその内訳は、主に非住宅建設業の一時的な増加が占めていて、今後持続性のあるものとはいえない。

第1図：非農業部門雇用者数の推移



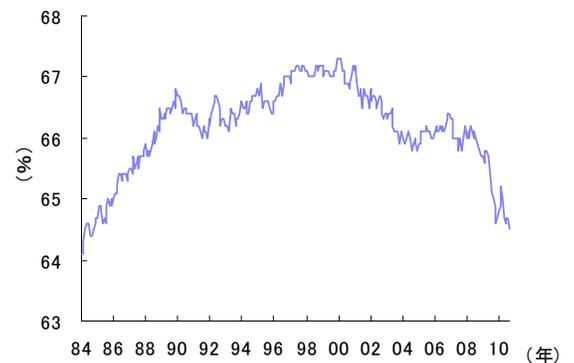
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：雇用増加業種数DI



(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3図：労働参加率



(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

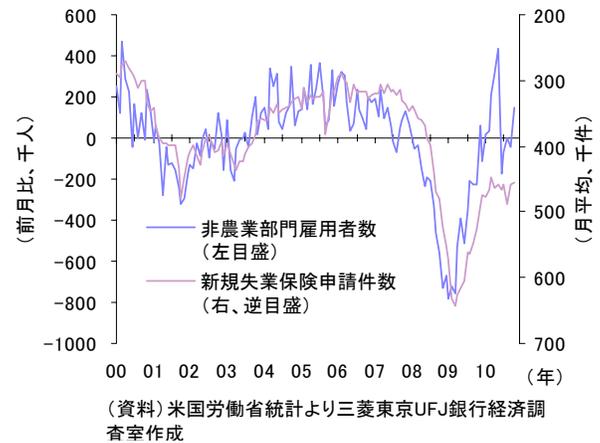
労働力市場からの退出は続いている：労働参加率はさらに低下した

また、労働力が引き続き労働力人口から退出している様子が見られる。失業率算出の基になる家計調査によれば、事業所調査とは逆に、10月には就業者数が減少、失業者数が増加している。かつ労働力人口が減少していて、労働参加率は80年代半ば以来の最低水準にまで低下している（第3図）。失業率は少数第1位までの四捨五入表示では9.6%と前月比横ばいだったが、実際には先月の9.5%台から、10月には9.6%台に上昇している。

雇用統計以外の短期的な指標も11月以降の雇用拡大が加速することを示唆していない。新規失業保険申請件数は過去1年間ほぼ週当たり450千件水準で膠着したまま減少していない。失業保険申請件数と非農業部門雇用者数増減の関係は、雇用増加数が上方に乖離したままだ（第4図）。

こうした状況からは、10月雇用統計も特段にこれまでの雇用市場の緩やかな回復というシナリオに大きな影響を与えるものではないといえるだろう。

第4図：非農業部門雇用者数と新規失業保険件数



製造業の労働時間と受注の増加は、正規雇用への転換の兆し

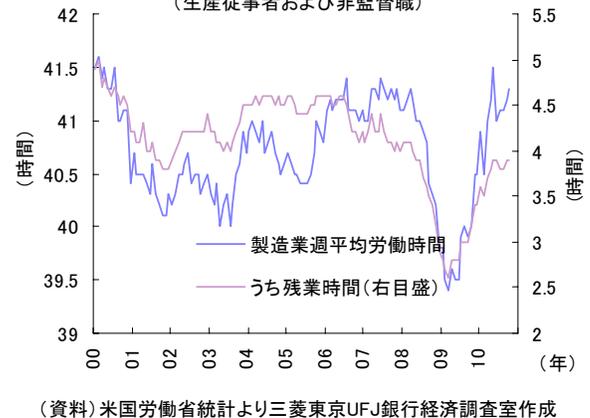
もっとも、先行指標を見ると明るい材料もある。製造業の週平均労働時間は再び増加傾向にある。生産従事者・非監督職の週平均労働時間は、自動車増産のあった夏場の増加の反動で一時減少していたが、再び増加しつつある。その水準は10月現在で41.3時間と、製造業の週労働時間の過去の上限に近いところまできている。

製造業はここ3ヶ月連続で雇用を減少させている業種だが、労働時間がフルに近づいてくると今後は雇用が増加する可能性がでてくる。おそらく現状は臨時雇用による対応が主で、人材派遣業にその増加が計上されていると思われる。今後需要が継続的に増加して労働時間が現状のレベルを保てば、臨時雇用の正規化が進んで、より労働市場が安定することになるだろう。

幸い、ISM 製造業指数の受注 DI は10月に大幅に上昇している。これは製造業の雇用見通しにとっては短期的には朗報である。

とはいえ、臨時雇用から正規雇用への転換は数字上は雇用の増加をすぐにはもたらさない。総じて雇用市場の回復はまだ一進一退で、今後の雇用増はこれまでよりやや目線が上がるもの

第5図：週平均労働時間（製造業）
（生産従事者および非監督職）



の、月あたり 100 千人前後で推移するだろう。これは当レポートのこれまでの成長予想の前提を変動させるものではない。

第1表:非農業部門雇用者数の推移

	09/11	12	10/1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
非農業部門雇用者数 (前月比、千人)	64	-109	14	39	208	313	432	-175	-66	-1	-41	151
民間部門	75	-83	16	62	158	241	51	61	117	143	107	159
製造業	-25	-18	22	16	19	38	39	4	32	-26	-2	-7
自動車及び同部品	-5	-1	27	-9	4	4	9	-5	23	-21	0	3
建設業	-15	-36	-60	-51	27	22	-29	-9	-2	34	-8	5
サービス業	108	-29	46	90	101	174	30	60	80	126	111	154
小売業	9	-15	49	7	23	14	-6	-16	11	6	12	28
金融業	2	-9	-22	-7	-19	2	-9	-11	-10	-3	-2	-1
専門ビジネスサービス業	106	22	23	56	1	70	26	33	-5	38	19	46
人材派遣業	95	50	49	36	32	23	30	19	-7	23	24	35
教育・医療サービス業	31	37	20	30	49	28	25	30	26	41	22	53
娯楽・宿泊業	-21	-33	12	23	23	36	-15	30	11	24	39	-5
政府部門	-11	-26	-2	-23	50	72	381	-236	-183	-144	-148	-8
失業率(%)	10.0	10.0	9.7	9.7	9.7	9.9	9.7	9.5	9.5	9.6	9.6	9.6
製造業週平均労働時間(注)	39.6	39.6	39.9	39.7	40.0	40.1	40.5	40.1	40.1	40.2	40.2	40.3
時間当たり賃金(注)	22.39	22.38	22.45	22.48	22.48	22.50	22.55	22.55	22.59	22.65	22.68	22.73

(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。

(< FOCUS >)

<トピック 1> 6000 億ドルの米国債追加購入決定：11 月 FOMC

2 日、3 日に開催された FRB の連邦公開市場委員会 (FOMC) では、6000 億ドルの米国債を 2011 年第 2 四半期末までに毎月約 750 億ドルずつ購入する追加金融緩和政策 (QE2) が決定された。

第 1 表：FOMC 声明文の骨子

	今回(11月3日)		前回定例会合時(9月21日)
FF 金利 誘導目標	0.00%~0.25%	←	0.00%~0.25%
公定歩合	0.75%	←	0.75%
量的緩和	<ul style="list-style-type: none"> 保有証券からの元本支払を再投資する既存の政策を維持する。 <u>6000 億ドルの長期米国債を 2011 年第 2 四半期の終わりまでに、毎月約 750 億ドルのペースで購入する。</u> 		<ul style="list-style-type: none"> 保有証券からの元本支払を再投資する既存の政策を維持する。
委員会 判断 (主に「委員会」を主語に持つ、または含む部分)	<ul style="list-style-type: none"> <u>最大雇用と物価安定を促進することを追及する。</u> <u>現状、委員会が長期的にその二つの使命に整合すると判断するレベルに比較して、失業率は高く、基礎的なインフレ指標は幾分低い。</u> <u>物価安定を伴うより高いレベルの資源利用への緩やかな回帰を見込むものの、その目標にむけた進歩は失望的に遅い。</u> 低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済状態が、長期間に亘る FF 金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと見込みつつけている。 経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復を支援することと、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルにすることを<u>確実にすることを支援するために、必要に応じ政策手段を採用していく。</u> 	←	<ul style="list-style-type: none"> 物価安定を伴う経済成長の強化とより高いレベルの資源利用へのゆるやかな回帰を見込む。 基調的なインフレ指標は現在、委員会がその使命である雇用最大化の促進と物価安定に長期的に最も整合すると判断する水準を幾分下回っている。インフレは委員会がその使命に整合的と考える水準まで上昇する前に暫くの間抑制されたままになる可能性が高いと見込む。 低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済状態が、長期間に亘る FF 金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと見込みつつけている。 経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復を支援することと、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルに回帰させることのために、必要であれば追加的な緩和を供与する用意がある。

追加緩和の内容は概ね予想通り：6000 億ドルを毎月 750 億ドルずつ 8 ヶ月間

11 月 FOMC の結果は当レポートの予想・時期にほぼ近い内容だった。6000 億ドルの米国債を 2011 年第 2 四半期の終わりまでに毎月 750 億ドルのペースで購入するという追加金融緩和策が決定された。当方の予想は 5000 億ドルを半年掛けて購入というものだったから、緩和の規模、期間は予想よりも幾分大きい。ただこれは、市場の一部にさらに巨額の緩和を期待する向きもあったであろうことから、FOMC が市場に失望感を与えないよう必要額に幾分上乗せしたということではなかろうか。

また当レポートでは、購入金額を最大値で決定することを想定していたが、今回の声明文では 6000 億ドルを購入すると明言している。代わりに声明文では同時に、今後の経済金融動向

に照らして必要に応じて資産購入計画を規模やペースを含め見直していくという、機動的な対応をも記している。

雇用・物価についての使命と不満足感を強調

11月のFOMC声明文では、その内容に大きな変更が加えられた。まず冒頭の景気判断について「法令に則り委員会は最大雇用と物価安定を促進することを追及する」というあらためての決意表明のような断固たる文言が加えられた。つづいて、現状の失業率とインフレ率がFOMCの使命に整合する水準に満たない悪さであること記した。前回まではこの点は主に低インフレ率について記述されていたのが、今回は失業率も加わり、FOMCの2つの使命のいずれもが達成されていない不満足感が強調されている。

そして、依然委員会が物価安定とより高い資源利用率への回帰を見込んでいながら「その目的に向けた進歩は失望的に遅い」ときわめて強い文言で現状の雇用・インフレ動向に不満足感を示している。

時間軸文言は存置された

続いて上記の合計6000億ドルを2011年第2四半期末までに毎月約750億ドルずつ購入することの決定が記された。次いで、委員会はこの規模とペースを今後定期的に見直して調整していくことを記した。

6000億ドルを毎月750億ドルずつ2011年第2四半期まで(8ヶ月)かけて購入するという規模、ペースは、当方の予想よりやや大きく長い。当レポートでは、NY連銀ダドリー総裁の講演での例示(5000億ドル)やセントルイス連銀バラード総裁の講演での例示(1000億ドル)を手がかりに、今回の緩和規模を5000億ドル、約半年と見ていた。今回の実際の決定は、おそらく直近の市場観測にてらし、その最小限よりもやや大目に金額期間を設定することで、公表直後の市場の失望感をあらかじめ回避しようとしたものと推測できる。

NY連銀の同日の公表によれば、今回の米国債購入の年限は残存2年半から10年までの間にほぼ均等に(ただし5年半から10年の期間にやや厚めに)配分される予定だ。前回の購入が残存5年近辺をもっとも多く購入したのにくらべ、やや年限が長めにシフトしている。

尚、緩和政策の時間軸に関する文言は従前のまま「長期間に亘る例外的な低金利」で存置された。この時間軸をより長期化するような変更は加えられなかった。

利上げ開始は早くて2011年後半か：さらなる追加緩和の社会的圧力はリスク要因

この追加緩和のマクロ経済への効果については先週の当レポート¹で述べたとおり、GDPを押し上げる効果はきわめて限られていると考えている。この追加緩和の効果としては、中央銀行の緩和姿勢を明確にすることで、市場のインフレ期待を維持し、デフレリスクを防止する効果をもっとも大きいといえる。

¹ 10月29日付当レポート<トピック1>参照。

筆者は本来この追加緩和は効果も限られている上に、米国経済が極めて深刻な状況にはないと見ていることから、追加緩和の必要性には懐疑的であった。したがって、緩和政策は今回のQE2でデフレを阻止することができれば十分だと考えている。今回の追加緩和がデフレ防止と株価など資産価格の上昇を支援し、かつ総合インフレ率が2011年に2%レベルを回復すれば、現状の成長予想では2011年末には1%の政策金利が正当化できる計算になる。

FRBの利上げ開始時期はその意味では2011年後半ころになるのがこれまでの見方に整合的である。当レポートが維持してきた2010年前半の利上げ開始予想はもはや非現実的になっている。金融政策予想の修正は改めて今後行うが、2011年末に1%のFF金利を想定するとすれば、利上げへの転換は2011年9月頃という計算になる。

しかし現実的には2011年内の利上げ予想にはリスクが付きまとう。たとえば、失業率の低下はこのQE2では加速しないだろう。そうなると市場からQE3、QE4を求める声が出てくる可能性がある。折しも、FOMC声明文公表の前日に実施された米議会中間選挙で民主党が大敗した。今後は大型の財政出動がされる見込みは薄れている。すると金融政策への市場の圧力が高まる可能性がある。結果利上げ時期がさらに2012年に後倒しになるケースも想定しておかねばなるまい。

ただ、かように量的緩和が無制限に拡大することになると、低インフレ、低金利、低成長が長期にわたり定着するリスクが台頭してくる恐れがあることが、利上げ予想時期を大きく後倒しすることを躊躇させる要因だ。

ドル売り、債券買い材料には出尽くし感があると見る

QE2実施後の金融市場について当レポートでは、これまでの追加緩和期待によるドル安、金利安、株高の材料出尽くし感が台頭すると見ている。為替市場では、米国景気減速感に加え通貨安競争と追加緩和期待がドル安の流れを作ってきた。しかし、これらはあくまで市場の期待観測に基づくもので、実際に緩和が決定されたあとは更なるドル売り材料には乏しいと考えている。長期金利についても同様で、かつ2.5%を下回る金利水準は、米国の成長率とインフレ率からは正当化しにくい。むしろQE2がインフレ期待の低下を予防して景気回復期待をもたらすのであれば、長期金利は上昇圧力がかかってくるはずだ。もっとも株式については、企業収益に比較した割安感から中期的にはまだ来年にかけて上昇を続けると見ている。ただ短期的には、緩和期待で年初来高値更新が実現したあとは、一旦は下方への調整があってもよいはずである。

尚、バーナンキFRB議長はFOMC声明文公表の翌4日、ワシントンポスト紙への寄稿論文²で、改めてこの追加緩和の意義を解説している。そこでは、FRBによる長期国債の購入が、主に長期金利を低位に抑制することを通じて、株価上昇、家計・企業の資金調達を促すことを主な目的としていることが述べられている。

² “Aiding the Economy: What the Fed did and Why”, Ben S. Bernanke, The Washington Post, 4 November 2010.

むしろ、過去のバランスシート拡大政策はマネーサプライの増加をもたらさなかったとして、長期的なインフレを懸念する批判への反論として用いられている。

第2表:FOMC 声明文の内容

今回例会(11月3日)	前回定例会(9月21日)
<p><u>9月</u>に開催された委員会以降入手された情報は、産出と雇用の回復ペースが軟化し続けたことを確認した。家計消費は徐々に増加しているが、高水準の失業、緩やかな所得の伸び、住宅価格の下落、タイトな信用により抑制されたままである。機器ソフトウェアの設備投資は、今年前半ほど速くはないが増加中である、一方非住宅構造物の設備投資は弱いままである。雇用主は雇用を追加するには消極的なままである。住宅着工は沈滞し続けている。(右下線削除)長期インフレ期待は安定したままだが、基礎的なインフレは最近のいく四半期かの間趨勢が低下した。</p>	<p>8月に開催された委員会以降入手された情報は、産出と雇用の回復ペースがここ数ヶ月の間に減速したことを示唆した。家計消費は徐々に増加しているが、高水準の失業、緩やかな所得の伸び、住宅価格の下落、タイトな信用により抑制されたままである。機器ソフトウェアの設備投資は、今年前半ほど速くはないが増加中である、一方非住宅構造物の設備投資は弱いままである。雇用主は雇用を追加するには消極的なままである。住宅着工は沈滞した水準にとどまっている。銀行貸出は縮小を続けたが、ここ何ヶ月かは縮小減速している。委員会は、短期的な経済回復のペースは緩慢である可能性が高いものの、物価安定を伴うより高いレベルの資源利用へのゆるやかな回帰を見込む。</p>
<p>法令による使命に則り、委員会は最大雇用と物価安定を促進することを追及する。現状、委員会が長期的にその二つの使命に整合すると判断するレベルに比較して、失業率は高く、基礎的なインフレ指標は幾分低い。委員会は、物価安定を伴うより高いレベルの資源利用への緩やかな回帰を見込むものの、その目標にむけた進歩は失望的に遅い。</p>	<p>基調的なインフレ指標は現在、委員会がその使命である雇用最大化の促進と物価安定に長期的にもっとも整合すると判断する水準を幾分下回っている。大幅な資源の余剰(slack)がコスト圧力を抑制し続けていること、また長期インフレ期待が安定していることから、委員会は、インフレ圧力は、委員会がその使命に整合的に考える水準まで上昇する前に暫くの間抑制されたままである可能性が高いと見込む。</p>
<p>より強いペースの経済回復を促進しインフレが時期を経て委員会の使命に整合的なレベルにあることを確実にすることを支援するため、委員会は本日その証券保有を拡大することを決定した。委員会はその証券保有からの元本償還の再投資という既存の政策を維持する。これに加え、委員会はさらに 6000 億ドルの長期米国債を2011年第2四半期の終わりまでに、月ごとに約750億ドルのペースで購入するつもりだ。委員会は定期的に証券購入のペースと資産購入プログラムの規模を入手される情報に照らして見直し、雇用最大化と物価安定をもっともよく促進するために必要に応じてプログラムを調整する。</p>	
<p>委員会は、FF金利の誘導目標レンジを0%~0.25%に維持し、また、低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済条件が、長期間に亘るFF金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと引続き見込んでいる。(右下線上海落へ移動)</p>	<p>委員会は、FF金利の誘導目標レンジを0%~0.25%に維持し、また、低い資源利用率、抑制されたインフレ趨勢、そして安定したインフレ期待を含む経済条件が、長期間に亘るFF金利の例外的に低いレベルを正当化する公算が高いと引続き見込んでいる。委員会はさらに、その保有証券からの元本支払を再投資する既存の政策を維持する。</p>
<p>委員会は経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復を支援すること、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルにすることを確実にすることを支援するために、必要に応じ政策手段を採用していく。</p>	<p>委員会は経済見通しと金融動向を監視し続けて、経済回復を支援すること、将来的にインフレをその使命に整合的なレベルに回帰させることのために、必要であれば追加的な緩和を供与する用意がある。</p>

(次ページに続く)

<p>FOMCによる金融政策決定に賛成したのは、バーナンキ、ダッドリー、バラード、デューク、ピアナルト、<u>ラスキン</u>、ローゼングレン、タルーロ、ウォーシュ、<u>イエレン</u>。</p> <p>政策決定に反対したのは<u>ホーニグ</u>。ホーニグは、<u>追加的な証券購入のリスクはその利益を上回ると考えた</u>。ホーニグはまた、<u>この高水準の金融緩和が将来の金融不均衡と、時期を経て長期的なインフレ期待の上昇させ経済を不安定にすることを懸念した</u>。</p>	<p>FOMC による金融政策決定に賛成したのは、バーナンキ、ダッドリー、バラード、デューク、ピアナルト、ローゼングレン、タルーロ、ウォーシュ。</p> <p>政策決定に反対したのは、<u>経済は緩慢に回復しつつあると判断したホーニグ</u>。それゆえ彼は、<u>長期間に亘る例外的に低い水準のFF金利期待を表現し続けることはもはや正当化されず、長期的な安定成長を阻害する将来の不均衡につながる</u>と考えた。さらに、<u>経済と金融の条件からみて、ホーニグ氏は保有証券からの元本支払を再投資し続けることは委員会の政策目標を支持するのに必要とされないと考えた</u>。</p>
--	---

(注) 下線部は、前回定例会合時と今回の声明文で異なる表現が用いられた部分。イエレン FRB 副議長、ラスキン理事が 10 月 4 日に新規着任。11 月 FOMC 時点で 7 名の理事中 1 名が空席。1名の理事候補は、4 月 29 日にオバマ大統領により指名済み。

(資料) FOMC 声明文より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成。

<トピック 1>

<トピック 2> 協調か敵対か：中間選挙後の経済政策

2日に投票が行われた米議会中間選挙では、大方の予想通り共和党が大幅躍進した。共和党は下院で大幅に議席数を逆転させ過半数を獲得した。上院では民主党が過半数を維持したものの大幅に議席を減らした³。また州知事選挙でも多くの州で民主党知事から共和党知事への交代があった。

民主党の大幅後退で目立つのは、オバマ大統領の地元であるイリノイ州を含む五大湖地区で民主党が多くの議席や州知事ポストを失ったことである。下院では、五大湖周辺の5州（ミシガン、オハイオ、インディアナ、イリノイ、ウィスコンシン）だけでネット14議席を共和党が獲得した⁴。またこれら5州のうち、上院選が行われなかったミシガン以外の4州ではいずれも共和党候補が勝利した。

共和党の躍進の原動力となるといわれていたティーパーティ支持による候補者は、予想ほどには強くなかった。ネバダ州上院選ではティーパーティ支持を受けたアングル候補が現職の民主党リード院内総務に敗れるなど、事前予想を覆す民主党勝利もあった。

また民主党は東西沿岸部では依然として強みを発揮、カリフォルニア州上院選では民主党の現職ボクサー候補が、共和党のフィオリナ候補を破って議席を確保した。

かかる共和党圧勝後の米国の経済政策の行方について、2つのシナリオが考えられる。ひとつは当レポートでメインと見ているシナリオで、オバマ政権が共和党の政策と協調し、これまでの分配中心政策からより成長重視路線にシフトするというものである⁵。

その兆候としては、まずオバマ大統領が中間選挙前の9月に提唱した企業の設備投資ボーナス償却による減税措置などがある。この企業減税はかつての共和党の政策に近いものであることから、中間選挙での敗北を見越した大統領があらかじめ共和党の政策への歩み寄りを見せたものとも読める。

また、2010年末で期限を迎えるブッシュ減税の個人所得減税部分につき、選挙以前にオバマ大統領は所得250ドル以上の富裕層に対してはこれを継続しないとの立場を明らかにしていた。しかし中間選挙の結果を受けて大統領は、ブッシュ減税の完全継続を主張する共和党との妥協を考えているとの報道もある⁶。

オバマ政権の経済政策は、就任当初の金融危機の時期には、経済の更なる悪化を食い止めたという実績を上げた。7870億ドルの財政出動を含む景気対策法の成立、大手自動車メーカーの救済などを遂行したことは政権発足時の功績だった。しかし、経済がリセッションを脱却し

³ 5日現在で下院（定数435議席、全議席改選）では共和党が239議席（改選前比+60議席）、民主党が188議席（同-68）を獲得。上院（定数100議席、うち改選議席37）では共和党が46議席（同+5）、民主党51議席（同-6）を獲得している。また37州で行われた州知事選では、共和党知事が改選前比5人増加している（USA Today紙集計による）

⁴ 4日付USA Today紙集計による。

⁵ 約1年前、2009年12月24日付当レポート「成長路線へ転換の時期」でこの点は指摘済みである。

⁶ 4日付ロイター社報道など。

てからの現政権の政策にはやや手詰まり感が否めない。分配重視の手法では米国経済の回復ペースをこのまま加速させるのは困難であろう。共和党との協調により最適な経済政策が施行できるようになれば、民間による自律的な経済回復の加速を支援できる結果にもなりうる。

ただし、リスクシナリオとして、こうした協調がうまく運ばない事態が想定できる。そのリスクは民主党、共和党の双方のスタンスに潜んでいる。ひとつはオバマ大統領がこれまでとおりに共和党や金融機関、大企業への攻撃的なスタンスを緩めない場合である。もうひとつは共和党が民主党への敵対的スタンスを拡大する場合である。

共和党はオバマ政権発足後ほぼ一貫して民主党の打ち出す法案に「何でも反対」の姿勢を貫き、上院では議事妨害（フィリバスター）を繰り返してきた。

中間選挙での大勝が決まったあとの、共和党ベイナー下院院内総務（新議会では下院議長に就任する可能性が高い）の演説からは、これまでの民主党の政策をすべて変える（change course）という、かなり敵対的なトーンが感じられる。共和党は、民主党議会時代に成立した医療保険制度改革法、金融監督改革法をすべて再変更することを企図しているとの観測もある。

協調か敵対かによって、今後の米国経済の行方も左右されることになりうる。

<トピック 2>

<経済・金融の動向：11月1日～5日現在>

怒涛の週が終了：株価は高値更新、ドルは底入れの兆し

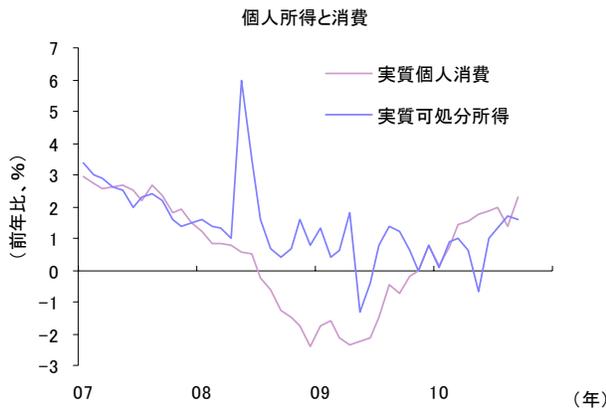
- ▶ **株式市場**、NY ダウは大幅反発、前週末比 325 ドル高の 11444 ドルで 5 日の取引を終えた。NY ダウ、ナスダックともに 4 月以来はじめて年初来高値を更新した。NY ダウは週初 FOMC 待ちながら小幅続伸した。3 日に FOMC の追加金融緩和が決定した直後は乱高下ののち 26 ドル高までの上昇にとどまったものの、翌 4 日には 219 ドルの大幅高。雇用統計が市場予想を上回った 5 日には、金利高・ドル高を嫌気して日中は小安く推移したものの引けに掛けて上昇に転じ、結果 6 日続伸となった。S&P500 の 10 業種別の前週末比騰落率は、金融、エネルギー、素材など景気敏感業種中心に 10 業種すべてが前週末比で上昇した。
- ▶ **為替市場**はドル円はもみ合いののち最終的にはドル高となり、1 ドル=81 円前半で越週した。前週 80 円前半で越週したドル円は、3 日の FOMC の追加緩和決定後に 81 円レベルまで上昇、その後 80 円台に下落したものの、5 日には雇用統計公表直後に 81 円台半ばにまで急伸、やや押しして 81 円前半で 5 日の取引を終了した。ユーロは先週末の 1 ユーロ=1.39 ドル台からユーロが上伸し、4 日には ECB トリシェ総裁が出口政策の継続を示唆したことで 1 ユーロ=1.42 ドル台にまでユーロが上昇したが、5 日には強い雇用統計を受けてドルが反発、ユーロは 1.40 ドル台にまでやや下げて 5 日の取引を終えた。
- ▶ **債券市場**では金利が小幅低下。FOMC の金融緩和を前に 10 年物米国債利回りは前週末の 2.6%レベルから徐々に低下、緩和決定後には一時上昇する場面もあったが 4 日には 2.4%台に低下した。5 日の雇用統計後にはやや上昇して 2.5%台で越週した。
- ▶ FOMC 声明公表の前日 2 日に行われた米議会中間選挙では、大方の予想通り共和党が下院で多数を奪回、上院では民主党が過半数を確保しながらも議席を減らした。上下院ともに、オバマ大統領の地元イリノイ州を含む五大湖地区での共和党の躍進が目立つ。州知事選でもウィスコンシン州、オハイオ州などの地区で共和党が知事職を奪回した。ブッシュ減税（所得 250 千ドル以上の高所得層への減税を含む）についてオバマ大統領が共和党による延長意見に妥協するとの報道もあり、今後オバマ大統領ならびに議会の政策が中道よりにシフトしていく可能性が高いと当レポートでは見ている。一方で、オバマ大統領のリベラルな個性、また共和党ベイナード下院院内総務の勝利演説の民主党に対する敵対的トーンからは、こうした妥協が実現するかやや懸念される点もある（<トピック 2>参照）。
- ▶ **向こう 1 週間**は経済指標は薄め、10 日は 9 月貿易収支統計、12 日のミシガン大学消費者信頼感指数（速報）。また 11 日、12 日には韓国で G20 サミットが開催される。

- ▶ 中間選挙・FOMC・雇用統計と、経済・金利・為替にかかわる重要イベントが続いた怒涛の1週間を終えて、為替は当方の予想通りドルに底入れの兆し、また長期金利も底入れの兆しがある。ドル売り、債券買いの材料が出尽くしに近いことで、これまでのドル安、金利低下の流れは徐々に巻き戻されていくとの見方を維持する。株価だけは、FOMC後に下方調整が入るという当方の予想に反し大幅高となった。もとより中期的にはまだ株価は企業収益との関係では割安であり、今後年末に掛けては12000ドルを目指して上昇すると従前より見ている。
- ▶ 株式市場は、今週年初来高値を更新したことで達成感もあり、これまでの緩和期待材料も出尽くしたことから、小さめの調整が入る時期だと引き続き見ている。兆候としては、5日の雇用統計後に金利上昇を嫌気してやや株価の頭が重かったことなどがある。ただ5日の業種別の値動きを見ると主に景気敏感業種が買われ、売られたのはディフェンシブ業種であることから、次なる上伸に向けたポートフォリオ入れかえの調整にとどまる可能性もある。
- ▶ 為替市場では、まもなく年内にはドルが底入れするとの見方を維持する。ただまだ市場にはドル先安感もあり、また11-12日のG20サミットで通貨安競争回避が再び議題になる可能性が高い。しかし、G20については、「通貨安競争」の軸が多岐にわたっていて、合意に至る可能性は低いと見る。23日のG20財務相・中央銀行総裁会合の声明では、通貨安競争回避は新興国に限られ、先進国は為替の過度な変動を警戒するとされている。またこの会合前後に米財務長官は強いドル政策を表明した。23日の声明と同じ政策に落ち着くならば、来週のG20サミットも本来的にはドル買い材料である。ひきつづき神経質な相場展開ながら、ドル円が徐々に底値を切り上げていく動きを予想する。

(＜経済・金融の動向＞)

<経済指標コメント>

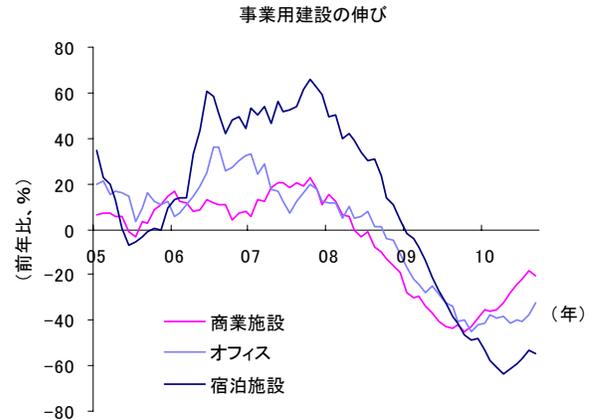
➤ **個人消費統計(9月)、名目個人所得前月比-0.1%、名目個人消費同+0.2%、実質個人消費同+0.1%** : 名目個人所得は2009年7月以来の前月比マイナスの伸び。ただしこれは、緊急失業保険給付法の延長の成立で前月8月の給付額が増加したことに対する反動減であり、一時的なものといえる。個人所得の内訳は、雇用者報酬前月比横ばい、自営所得同+0.5%、賃貸所得同+1.2%、利子配当同-0.3%、政府からの移転所得(失業保険給付を含む)同-0.9%と、まずまずしっかりした増加を示している。税引き後の可処分所得はこれも2009年7月以来のマイナスの伸びとなる前月比-0.2%だった。名目個人消費は前月比+0.2%と、前月の+0.5%からやや伸びを縮めた。実質個人消費は前月比+0.1%と低めの伸びだった。しかし、7月、8月分がいずれも上方改訂されていて、第3四半期の実質個人消費は前期比年率+2.6%と、3四半期連続の加速となった。年末商戦を前に、可処分所得の伸びは前年比+3.0%とまずまずのペースの伸びを続けている。うち雇用者報酬の伸びも前年比+1.7%と、じりじり加速している。トレンドとしては、伸びは低位であるもののリセッション脱却後に家計の可処分所得はじりじり増加している。尚貯蓄率は5.3%と前月比-0.3%低下したものの、金融危機以降ほぼ5%以上の高率を維持している状況には変わらない。



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

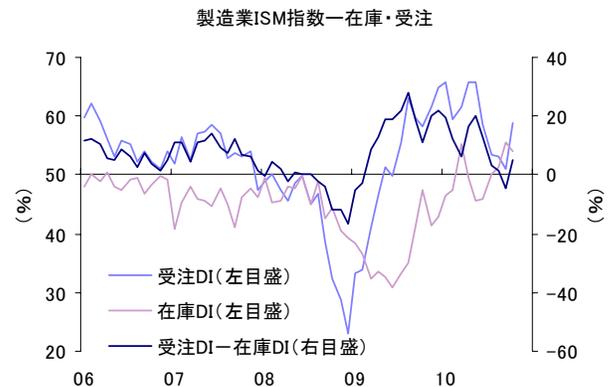
➤ **建設支出(9月)は前月比+0.5%、民間住宅建設支出同+1.8%、民間非住宅建設支出同-1.6%** : 建設支出は3ヶ月ぶりの前月比増加。民間住宅建設支出が5ヶ月ぶりに増加に転じた。住宅着工件数統計で8月に着工件数が増加していることの反映と思われるが、着工件数は9月には減少に転じていることから、住宅建設支出の持続性は疑問だ。GDP統計上の構造物投資の基礎統計となる民間非住宅建設支出は8月におよそ1年半ぶりに前月

比増加したにもかかわらず9月には再び大幅マイナスとなった。非住宅建設支出の減少はさらに長引いている。ただ、減少ペースは徐々に鈍化していて、特に商業施設の建設支出は今年に入り前年比のマイナス幅を着実に縮めている。



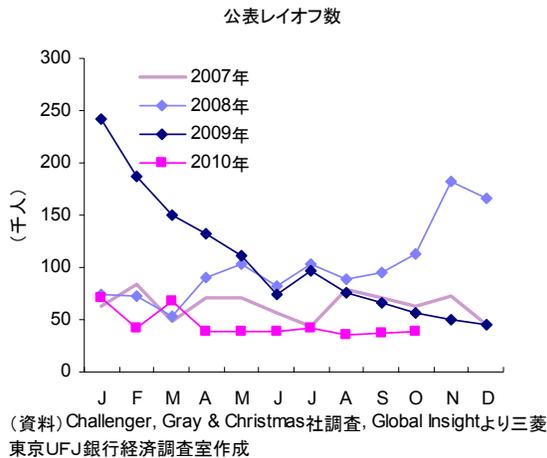
(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **ISM 製造業指数(10月)は前月比56.9%ポイント(前月比+2.5%ポイント)** : ISM 製造業指数は前月の-1.9%ポイント低下を跳ね返す+2.5%ポイントの上昇、2010年5月以来の水準に回復した。総合DIを構成する5つのDIの内訳は、新規受注DIが58.9%(前月比+7.8%ポイント)、生産62.7%(同+6.2)、雇用57.7(同+1.2)、入荷遅延51.2(同-1.1)、在庫53.9(同-1.7)。新規受注、生産の主要DIが大幅に上昇しているのは景気全体にとりよい兆候。新規受注DIと在庫DIのスプレッドは9月にマイナスに転じていて、景気後退期にみられる水準に低下していたが、10月には5%に回復している。

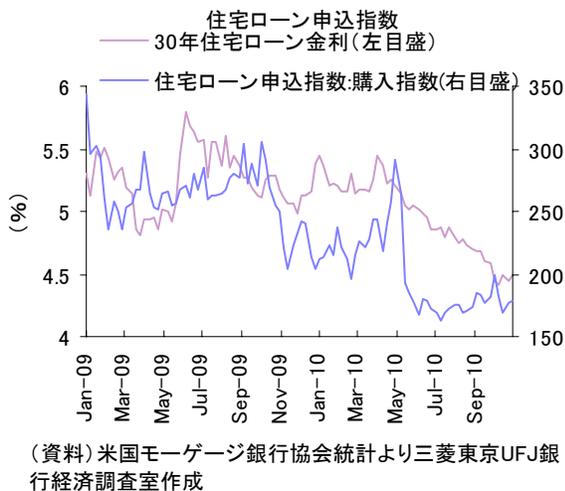


(資料)全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **チャレンジャー社公表レイオフ数(10月)は38.0千件(前年比-31.8%)**：チャレンジャー社集計による公表レイオフ数は引き続き低水準にとどまっている。現在、新たな大型人員削減の兆候はなく、雇用は低位ながら増加基調をたどると考えられる。

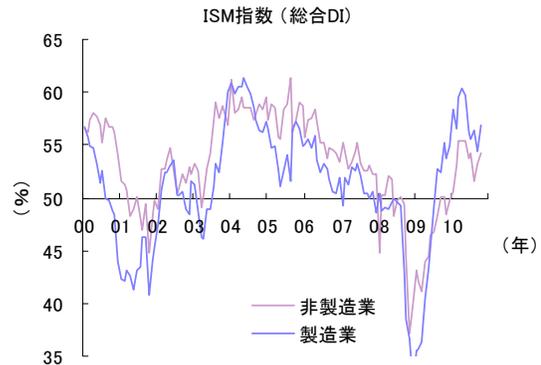


- **米国モーゲージ協会住宅ローン申込指数(10月29日㊦週)は前週比-5.0%、リファイナンス指数同-6.4%、購入指数同+1.4%**：住宅ローン申込指数は前週の+3.2%上昇から転じて-5.0%の低下。リファイナンス指数の同-6.4%の低下が全体を押し下げたが、購入指数は2週連続の上昇となる前週比+1.4%。30年物固定住宅ローン金利は4.5%と、米国債利回りの底入れを反映して前週の4.45%からわずかに上昇している。

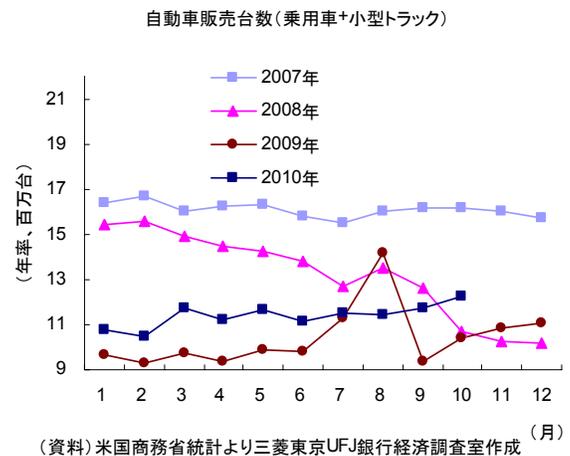


- **ISM非製造業指数(10月)は54.3%(前月比+1.1%ポイント)**：ISM非製造業指数は2ヵ月連続の上昇。7月時点の水準を回復した。総合DIを構成する4つのDIの内訳は、事業活動DIが58.4%(前

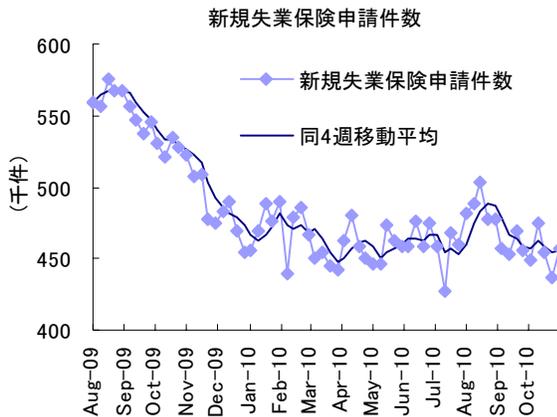
月比+5.6%ポイント)、新規受注56.7%(同+1.8)、雇用50.9%(同+0.7)、入荷遅延51.0%(同-4.0)。



- **新車販売台数(10月)は年率12.2百万台(前月同+11.7百万台)**：新車販売台数は2ヵ月連続の増加で、かつ2009年7月(廃車インセンティブ制度により14.1百万台の販売)以来の12百万台を回復、廃車インセンティブの効果のあった2009年7月を除けば2008年9月以来の水準になる。

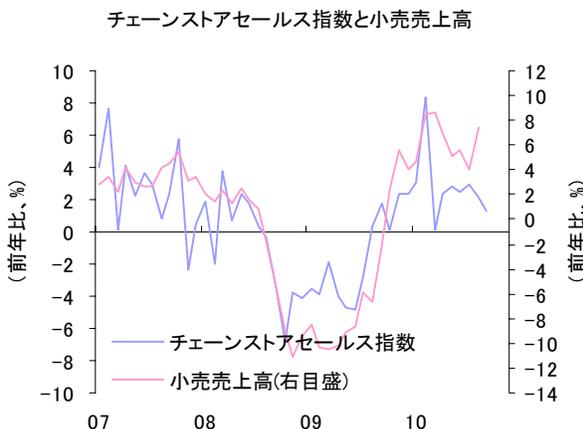


- **新規失業保険申請件数(10月30日㊦週)は457千件(前週比+20千件)、継続受給者数(10月23日㊦週)は4340千人(同-42千人)**：新規失業保険申請件数は3週ぶりに増加。前週はおおよそ半年以上ぶりの450千件割れとなったにもかかわらず、1週で再び450千件台にもどった。4週移動平均も456千件(前週比2千件)と3週ぶりに上昇した。季節調整などの一時要因はなく、ほぼ実態を反映した指標だと考えられる。失業保険申請件数は450千件レベルが実態で、過去の雇用市場との関係で見れば、まだ雇用市場は本格拡大には至っていないということになる。



(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

- **チェーンストアセールス指数 (10月) は前年比+1.3% (季節調整済前月比-0.6%)** : 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、前年比+1.3%と、前月の同+2.1%から大きく減速し、4月以来の2%われとなった。季節調整済み指数の前月比の伸びは3ヶ月ぶりの低下。ただし、不振の要因の多くは例年比温暖な秋の気候により秋冬物の衣服などの売れ行きが不振だったことによるものようだ。そうであれば、今後その先延ばし需要が11月から年末にかけて実現する可能性が高い。年末商戦の予想はこの10月のチェーンストアセールスの不振にかかわらず現状を維持する。

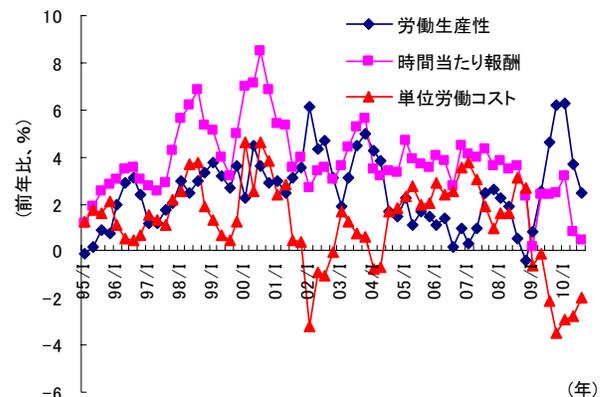


(資料) 米国商務省統計、三菱東京UFJ銀行経済調査室

- **非農業部門労働生産性 (第3四半期) は前期比+1.9% (前年比+2.5%)、単位労働コストは前期比-0.1% (前年比-1.9%)** : 第3四半期の非農業部門労働生産性は、前期比+1.9%の伸びと、前

期の-1.8%の低下から上昇に転じた。生産の増加 (前期比+3.0%) が総労働時間の伸び (同+1.1%) を上回った。しかし、前年比の労働生産性の伸びは2四半期連続で低下している。これは総労働時間が2四半期連続で増加に転じたことが大きな要因。景気の回復とともに労働時間が増加していることで、景気悪化時に最小人員で生産をした生産性の伸びは低下している。単位労働コストの伸びは時間当たり報酬の伸び (前期比+1.8%) が生産性を下回ったことで前期比-0.1%の低下、前年比の伸びは7四半期連続マイナスの伸びとなる-1.9%。

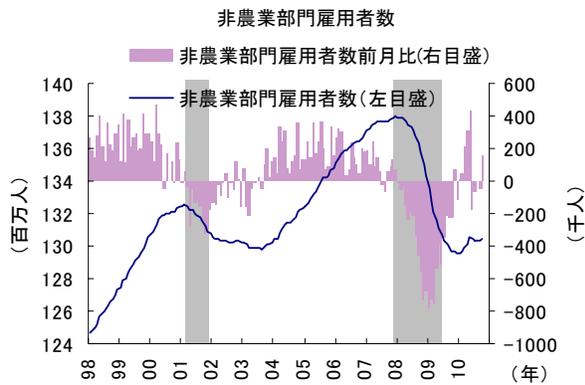
非農業部門労働生産性の推移



(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

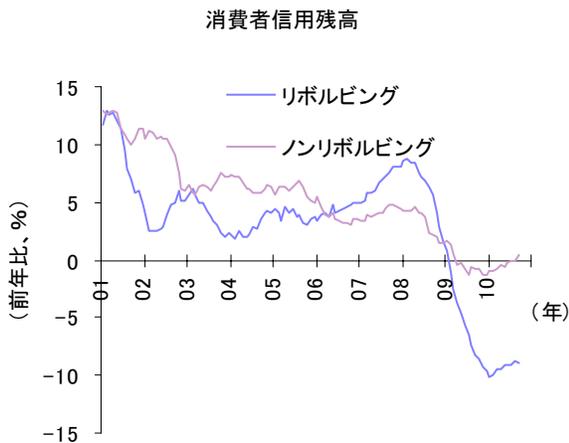
- **雇用統計 (10月)、非農業部門雇用者数は前月比+151千人 (前月同-41千人)、民間部門は同+159千人 (前月同+107千人)、失業率9.6% (前月比横ばい)** : 非農業部門雇用者数は5月以来の大幅な伸びとなる前月比+151千人、うち民間部門も4月以来の大幅な伸びになる+159千人に伸びを加速させた。また、8月、9月の数値が上方改訂されていて、結果、民間部門では7月以降4ヶ月連続で100千人を越える増加がつづいたことになる。10月および過去3ヶ月の雇用増加は、これまでの想定や予想よりも力強いものであったことを表している。ただし、雇用増加にはまだばらつきがある。10月は小売業、専門ビジネスサービス業、教育・医療サービス業が雇用を増やしたが、製造業、金融業、娯楽・宿泊業、政府部門は雇用をへらした (国勢調査員の業務終了に伴う連邦政府の雇用減少は前月比-5千人にまで縮小している)。また雇用増加業種の割合を示すディフュージョンインデックスは55.0と、雇用の増加にかかわらず2ヵ月連続で低下している。ただ、先行指標の状況は悪くない。製造業の週平均労働時間 (全従業員) は、一時の減少から再び上昇基調にもどつつある。時間当たり賃金の伸びは前年比で2.1% (生産および非監督従事者) と低下に歯止めがかかる兆しがある。家計調査では、事業所調査とは逆に、就業者数が減少、失業者数が増加して、

かつ労働力人口が減少、結果失業率は 9.6%と前月比横ばい（実際はやや上昇）となった。労働参加率は 80 年代半ば以来の最低水準にまで低下している。総じて、事業所調査で見ると、7 月以降の雇用市場はこれまでの想定よりもつよい拡大をしてきたことになるが、一方で業種の偏りや労働参加率の低下は、雇用市場がまだ完全に安定的な状態ではないことを表しているといえる（<FOCUS>参照）。



(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
シャドー部分はリセッション期。

- **消費者信用残高（9 月）は前月比 21 億ドル、リボルビング信用同-82 億ドル、ノンリボルビング信用同 104 億ドル**：消費者信用残高は 1 月以来の前月比増加。クレジットカードなどのリボルビング信用残高は 2 年間減少をつづけているが、自動車ローンなどのノンリボルビング信用残高が 2 ヶ月連続となる大幅増加で全体が増加した。ノンリボルビング信用は前年比の伸びが+0.5%とプラスに転じている。



(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.