



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

March 4, 2011

<FOCUS>

消費増を示唆する雇用・所得の回復

- 今週公表された経済指標は、雇用と所得両面の改善が続き、今後の個人消費の増加を示唆する内容だった。雇用関連では2月の非農業部門雇用者数は前月比+192千人と、前月の+63千人から拡大、失業率も8.9%と前月の9.0%から小幅改善した。
- その他の雇用関連指標も改善。ISM指数の雇用指数は製造業、非製造業ともにそれぞれ1973年1月、2006年4月以来の高水準となった。また、新規失業保険件数も4週平均で400千人近辺まで改善する動きが続いている。足元は、前月比+100~200千人台の雇用増が期待できる局面に徐々に入りつつあると判断される。
- 所得面では、オバマ減税の好影響が出始めた。1月の可処分所得の内訳をみると、社会保障税がこれまでのマイナスから押し上げ要因に転じている。可処分所得全体に対する押し上げ効果は+0.6%程度だが、景気回復局面においては異例ともいえる政策効果が出つつある。貯蓄率は5.8%と前月の5.4%から小幅上昇したが、消費マインドは雇用回復を受けて緩やかながら改善してきている。消費性向が緩やかながらも上昇すれば、個人消費の増加を支える材料になるとみられる。
- 他方、賃金の動きは依然鈍い。この先、エネルギー価格の上昇を受け、ヘッドラインCPIの伸びが高まってくれば、実質賃金の伸びが小幅マイナスとなる可能性は小さくない。インフレ率と時間当たり賃金の伸びは引き続き注視したい。
- 今月15日のFOMCでは、FRBは景気判断を小幅上方修正させるものの、高い失業率を背景とした賃金の弱さ、コア・インフレ率の先行きに対する見方は大きくは変更されないであろう。ただ、昨今の資源高を踏まえるとQE IIの解除に関わる議論がもう少し進展すべき局面に入りつつあるのかも知れない。

<トピック> 3月ページブック：資源高を受けた価格転嫁が進む

3月のページブックでは緩やかな景気回復の継続を確認。個人消費や製造業が堅調な一方、不動産・建設セクターの弱さという構図に大きな変化は無い。若干変化があったのは、ここもとの資源高を受けて企業による価格転嫁が進んでいる点。FRBは静観するスタンスだが、価格転嫁が加速すれば、コストプッシュ・インフレは景気抑制要因であるため金融緩和を継続するというロジックは徐々に困難となる可能性がある。

<経済指標コメント>

ISM製造業指数(2月)は61.4%(前月比+0.6%ポイント)、2004年5月以来の高水準。非農業部門雇用者数は前月比+192千人、失業率は8.9%、他。

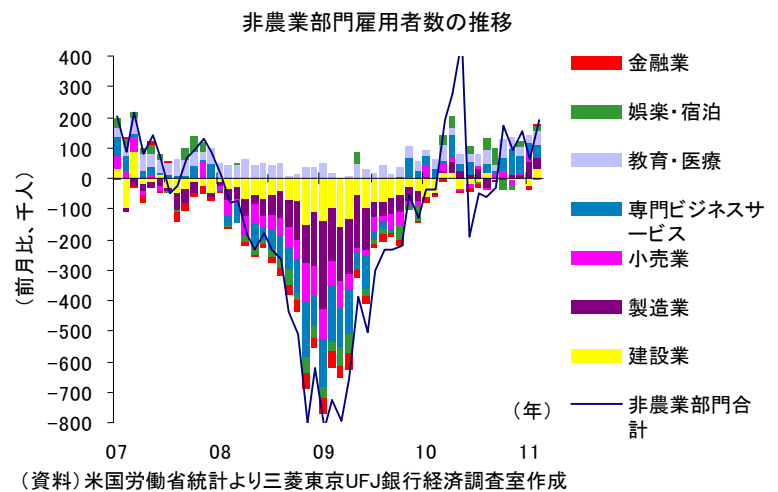
<FOCUS> 消費増を示唆する雇用・所得の回復

2月の雇用統計は大雪の反動もあり堅調

今週公表された経済指標は、雇用と所得両面の改善が続き、今後の個人消費の増加を示唆する内容だった。

まず、雇用関連では2月の雇用統計が前月の大雪の反動もあって堅調に推移した。非農業部門雇用者数は前月比+192千人と、前月の+63千人から拡大、失業率も8.9%と前月の9.0%から小幅改善した。

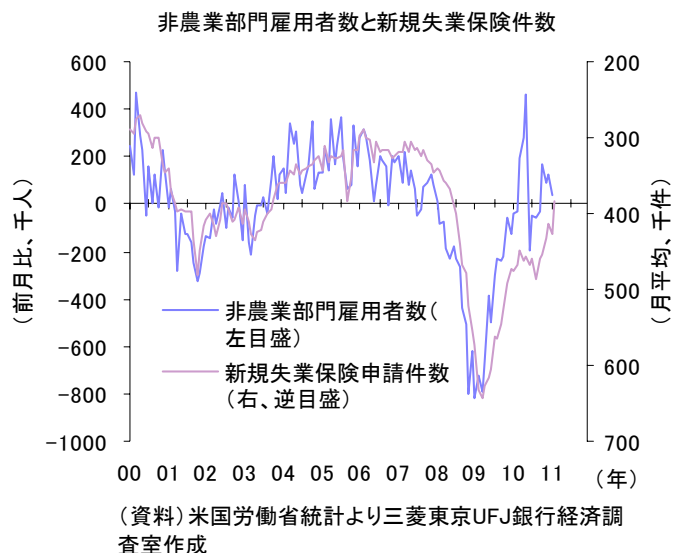
雇用者数をセクター別にみると、小売が同▲8千人とマイナスに転じたほかは、専門ビジネスサービスが同+47千人、教育・医療が同+36千人、前月大幅なマイナスだった運輸が同+22千人と広義のサービス業が全体を牽引、製造業も同+33千人と増加が続いた。3ヶ月平均でみると、非農業部門雇用者数は前月比+136千人と、昨年12月以降は100千人台強の増加ペースが持続している。



月+100千人台の雇用増加局面に

その他の雇用関連指標も改善を示した。1日と3日に公表されたISM指数の雇用指数も、製造業が64.5、非製造業が55.6と、それぞれ1973年1月、2006年4月以来の高水準となった。

また、26日週の新規失業保険件数は368千人と2008年5月以来の水準まで低下。21日がプレジデントデーで祝日だった影響が出ている点は割り引く必要があるが、一般的に雇用が増加するとされる400千人近辺(4週移動平均)まで改善する動きが続いている。ISM指数や新規失業保険申請件数と雇用者数の関係は必ずしも安定的とは言えないが、足元は、前月比+100~200千人台の雇用増が期待できる局面に徐々に入りつつあると判断される。



オバマ減税の効果を確認

また、所得面では、オバマ減税の好影響が出始めた。

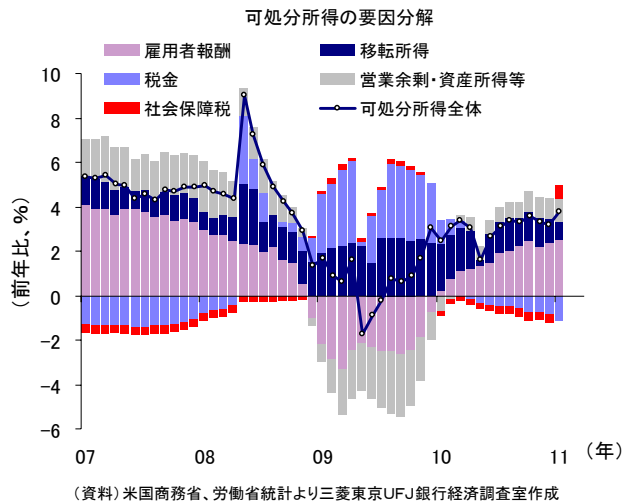
1月の可処分所得の内訳をみると、社会保障(給与)税(6.2%から4.2%へ軽減)がこれまでのマイナスから押し上げ要因に転じている。可処分所得全体に対する押し上げ効果は+0.6%

程度だが、前月までのマイナスの寄与と比較すれば約 1%程度の押し上げ効果となる。景気回復局面においては、所得の増加に伴い、社会保障税は可処分所得のマイナス寄与となるのが通常であることと比較すると、今般のオバマ減税はかなり異例である。

1月の貯蓄率は上昇

一方、1月の個人消費は前月比+0.2%と小幅の伸びにとどまり、この結果、貯蓄率は5.8%と前月の5.4%から小幅上昇したが、これは大雪の影響で個人消費が押し下げられたためと考えられる。

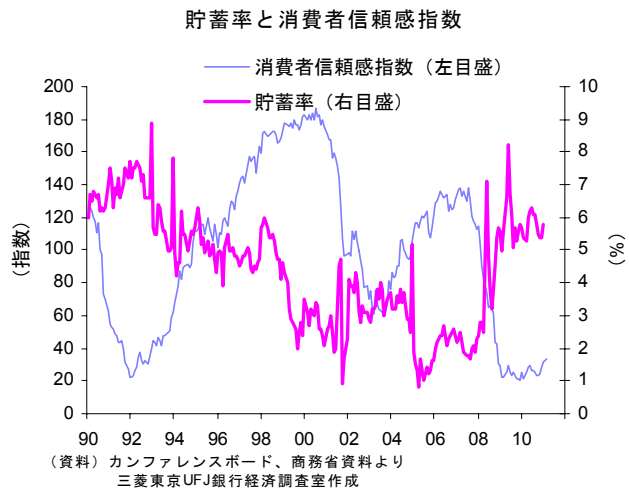
家計のバランスシート調整は道半ばであり、貯蓄率の高止まり自体は続いているが、貯蓄率を左右する今一つの要因である消費マインドは雇用回復を受けて緩やかながら改善してきている。緩やかながらも貯蓄率は低下（消費性向は上昇）傾向にあり、個人消費の増加を支える材料になるとみていだろう。



ヘッドラインCPIは要注視

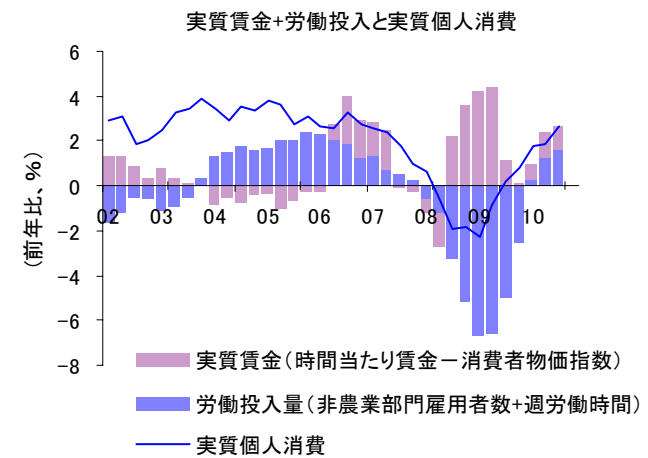
以上のように、足元の雇用・所得環境は政策効果もあって緩やかな改善が続き、消費マインドの改善も踏まえれば、今後の個人消費の増加を示唆する動きとなっている。

ただ、賃金の動きは依然鈍い。前年比でみた時間当たり賃金の上昇率は直近1月は+1.7%と今のところ鈍化傾向が続いている。足元のガソリン等エネルギー価格の上昇を受け、ヘッドラインCPIの伸びが高まってくれば、この先、実質賃金の伸び（賃金上昇率-CPI上昇率）が小幅マイナスとなる可能性は小さくない。労働投入、すなわち雇用者数と労働時間が緩やかな回復を続けることで、個人消費は底堅く推移するとみるのが、ヘッドラインのインフレ率と時間当たり賃金の伸びは引き続き注視したい。



15日のFOMCは様子見継続の公算

こうしたなか、今月15日のFOMCでは、景気判断を小幅上方修正させるものの、高い失業率を背景とした賃金面の弱さ、コア・インフレ率の先行きに対する見方は大きくは変更されないであろう。現状6月末





までとされている QE II の終了にはまだ若干時間があるため、「より力強い雇用創出の持続を確認するまでは、真に自律的景気回復とは言えない（1 日のバーナンキ FRB 議長による議会証言）」との判断の下、雇用の増加ペースを慎重に見極めるスタンスを維持するとみられる。

ただ、QE II による資金供給や超金融緩和の継続期待も昨今の資源高の一つの背景にあるとすれば、「景気の展望がより明るくなり続ければ、QE II を早期に解除する政策も排除しない（2 月 23 日、プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁による発言）」といった議論がもう少し進展すべき局面に入りつつあるのかも知れない。

(<FOCUS>)

<トピック>

3月ページブック:資源高を受けた価格転嫁が進む

景気・労働市場の緩やかな改善が継続

本日公表された3月のページブックでは、引き続き緩やかな景気回復が続いていることが確認された。

雇用面では特に製造業や、ヘルスケア・医療における労働需要の増加が指摘された。また、大雪の影響が北東部と南部の一部で出たものの、製造業の堅調や小売売上高の増加が継続、観光等も一部地域で回復と報告されている。一方、不動産・建設セクターは引き続き弱い。一部地域では住宅市場の改善や商業用不動産・リース市場の改善が報告されたが、全地域において住宅販売と建設は低水準、ほとんどの地域で住宅以外の建設投資も弱いとされている。全体としては、個人消費や製造業の堅調が続く一方で、不動産セクターの弱さが残るという姿で、前回1月分から大きくトーンは変わっていないといえる。

物価面では若干の変化

一方、物価面では前回から若干変化がみられる。資源高に伴う投入コストの増加を受けて、前回は企業による「最終財への価格転嫁はごく僅か」とされていたのが、今回は「多くの地域で製造業による消費者への価格転嫁が容易化」、「幾つかの地域では小売業が値上げを実施ないし予定」とされている。「大幅な需給ギャップが残るなか価格転嫁はなかなか進まない」との見方もあるが、資源価格の上昇ペースが速いこともあって、今後とも総合ベースでみたCPIはじわじわと伸びを高めそうである。

今後、金融政策の焦点はインフレ率へ

もちろん、バーナンキFRB議長も川上からの物価上昇圧力については認めており、1日の議会証言でも、今後の「一時的かつ総じて緩やかなインフレ率の上昇」について触れている。緩やかなインフレ率にとどまるというシナリオの下、超金融緩和を継続するスタンスだが、昨今の資源高のペースを踏まえると、FRBがいずれコストプッシュ・インフレへの対応を迫られる可能性も見ておく必要がある。インフレ率が一段と加速してくれば、「資源高に伴う物価上昇は景気抑制要因であるため、金融緩和を続ける」というロジックは、グローバルな金融緩和が資源高の一因とも指摘されるなか、徐々に難しくなるであろう。

なお、賃金面では、「全地域で賃金上昇圧力は限定的」とされたが、今回、フィラデルフィアなど3地域では、高スキル人材についての賃金上昇が報告されている。全体の失業率が9%と高止まりするなかでも、一部の労働市場では需給が改善していることを示唆している。

通常、失業率と賃金は逆相関の関係にあるが、足元では両者の関係は大きく乖離してい



(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



る。今後、高い失業率に賃金が鞅寄せされるのか（賃金低下）、乖離が残ったまま賃金が安定・上昇するのか、注目される。足元の高失業率が構造的なものだと判断するのであれば後者となる¹。

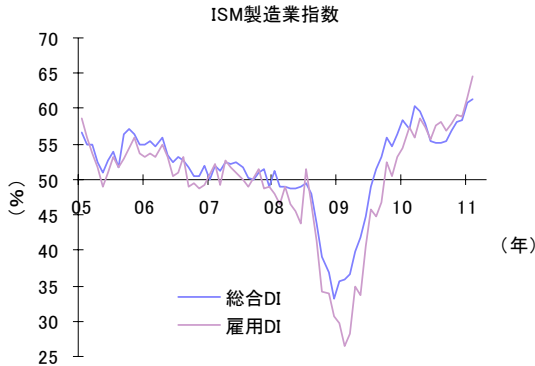
<トピック>

¹ 2010年10月1日付 Weekly ご参照。

<経済指標コメント>

ISM 製造業指数 (2月) は 61.4% (前月比+0.6%ポイント) : ISM 製造業指数は前月からさらに上昇し、2004年5月以来の高水準。雇用指数も 64.5%と 1973年1月以来の高さとなった。新規受注も 68.0%と高水準にあり、当面の製造業の生産活動と雇用が堅調に推移することを示唆している。

新車販売台数 (2月) は年率 13.4 百万台 (前月比+6.4%) : 新車販売は前月比 6.4%増の年率 13.4 百万台。新車販売台数は引き続き回復軌道を進んでおり、年間の廃車台数とされる 1300 万台を上回ってきた。



(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



(資料) 米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

非農業部門雇用者数は前月比+192 千人 : 前月の+63 千人から拡大、大雪の反動もあって堅調に推移した。失業率も 8.9%と前月の 9.0%から小幅改善。小売が同▲8 千人とマイナスに転じたほかは、専門ビジネスサービスが同+47 千人、教育・医療が同+36 千人、前月大幅なマイナスだった運輸が同+22 千人と広義のサービス業が全体を牽引、製造業も同+33 千人と増加が続いた。3ヶ月平均でみると、非農業部門雇用者数は前月比+136 千人と、昨年12月以降は 100 千人台強の増加ペースが持続している。

(<経済指標コメント>)

表 非農業部門雇用者数の推移

		10/3/2	4	5	6	7	8	9	10	11	12	11/1	2
非農業部門雇用者数 前月比、千人)	-35	192	277	458	-192	-49	-59	-29	171	93	152	63	192
民間部門	-21	144	229	48	65	93	110	109	143	128	167	68	222
製造業	-3	9	38	27	12	32	-29	-6	-6	15	11	53	33
自動車及び同部品	-10	2	5	7	-1	21	-20	0	3	-2	-2	20	1
建設業	-52	17	16	-37	-18	-11	20	-6	-2	-8	-6	-22	33
サービス業	29	110	168	47	65	65	111	115	142	120	163	33	152
小売業	0	25	16	-3	-13	11	-7	18	26	-16	6	31	-8
金融業	-9	-14	5	-8	-12	-10	-2	0	1	-1	1	-12	3
専門ビジネスサービス業	31	2	69	25	43	-2	30	8	40	85	58	35	47
人材派遣業	23	30	21	30	19	-3	17	20	27	27	43	-5	16
教育 医療サービス業	28	56	27	26	27	36	41	19	64	37	28	24	40
娯楽 宿泊業	1	31	35	-3	23	-5	38	52	-31	-15	17	-3	21
政府部門	-14	48	48	410	-257	-142	-169	-138	28	-35	-15	-5	-30
失業率 (%)	9.7	9.7	9.8	9.6	9.5	9.5	9.6	9.6	9.7	9.8	9.4	9.0	8.9
製造業週平均労働時間 (注)	39.7	40.0	40.2	40.5	40.1	40.2	40.2	40.3	40.4	40.4	40.3	40.4	40.5
時間当たり賃金 (注)	22.48	22.48	22.52	22.57	22.57	22.61	22.67	22.70	22.77	22.76	22.77	22.86	22.87

(注) 民間全雇用者

資料) 米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。



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.