



# 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](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

December 6, 2013

## <FOCUS>

### 指標改善で徐々に近づく量的緩和縮小

- 米国労働市場は緩やかながら着実な改善が続いている。11月雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅は3ヵ月移動平均では+20万人台を下回ったが、年央よりペースは上がってきている。業種別には総じてバランスの取れた増加となり、失業率も7.0%と、バーナンキFRB議長が当初量的緩和政策が終了するであろうとしていた来年半ば頃の想定値へ低下、賃金・労働時間の増加と合わせ、労働市場の幅広い改善持続が確認出来る。
- 足元の雇用増は、増加率で見ると前月比年率+2%弱程度と、2011年以降の平均並みであり、足元の増加ペースは好調と言うには幾分物足りない。もともと、景気回復が続くなか、ISMでみた企業の雇用スタンスは引き続き底堅く、雇用・賃金増を受け家計実質所得は+2%を若干上回る伸びへ回復してきた。企業部門を起点とする景気加速が引き続き示されている。
- もちろん、需要サイドからみると、足元の景気加速は在庫投資が主導しており、成長の牽引が消費や投資など最終需要へシフトできるかが焦点であることは不変だが、在庫投資増加が、企業行動の積極化を反映している点は評価できる。ISM在庫指数は、今次回復局面では、総じて低調に推移してきたが、今年に入ってから徐々に水準を切り上げてきている。
- 加速が待たれる最終需要のうち、設備投資については、第3四半期の企業収益が緩やかな増益基調を維持した点はプラス。金利上昇が避けられれば過度の減速懸念は不要とみられる。他方、個人消費については、12月のミシガン大学消費者センチメントが大幅に改善、マインド好転が年末商戦を含む個人消費を押し上げることが期待される。
- 足元は企業景況感改善を受けた在庫投資増による成長加速であり、引き続き最終需要の加速を待つ局面にある一方、経済指標は今年前半と比べ緩やかながら着実に改善してきている。金融政策へのインプリケーションとしては、景気情勢面からはFRBによる資産買入額の縮小が徐々にだが近づいていると捉えられる。再来週のFOMCに向けた焦点は、ファンダメンタルズ面（ディスインフレ懸念は残るが）から、13日の期限に向けた財政協議の行方、金融市場の安定（株安・金利上昇回避）、に移ってきた感がある。

<FOCUS> 指標改善で徐々に近づく量的緩和縮小

労働市場の回復継続

米国の労働市場は緩やかながら着実な改善が続いている。金曜日に公表された11月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+20.3万人、うち民間部門雇用者数が同+19.6万人と底堅い増加を示した（第1図）。非農業部門雇用者数の3ヵ月移動平均は同+20万人台をやや割り込んだものの、年央よりは増加ペースが上がってきている。

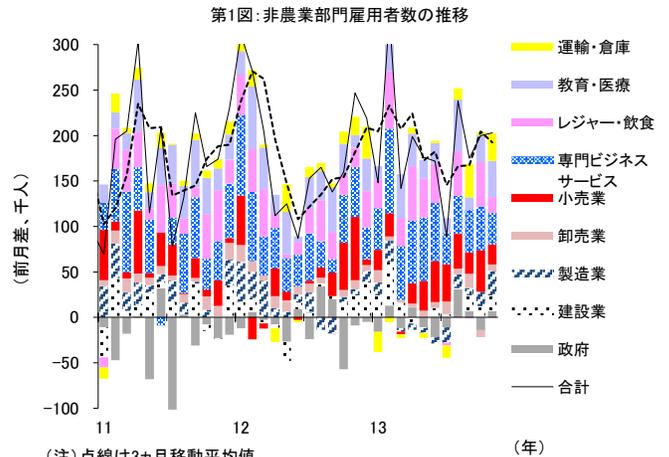
業種別には、専門・ビジネスサービスがやや伸び悩んでいるが、非製造業では小売や教育・医療、運輸・倉庫が増加したほか、製造業や建設業など製造部門はやや増加幅が拡大、バランスの取れた形で増加した（同図）。雇用が増加した業種割合を示す雇用DIも63.5%と、昨年末以来の水準を回復、労働市場回復における裾野の広がりを示している。

失業率も7.0%と、バーナンキFRB議長が今年6月FOMC後の記者会見時に、量的緩和政策が終了する見込みとしていた来年半ば頃の想定値まで低下した。時間当たり賃金（民間・全雇用者ベース）は前月比で4ヵ月連続で改善、労働時間（同）も34.5時間へ小幅上昇するなど、今回の雇用統計は労働市場の幅広い改善が持続していることを確認する形となった。

企業の雇用スタンスは不悪、雇用所得の伸びが小幅加速

なお、足元の民間部門の雇用増は伸び率で見ると前月比年率+2%弱程度であり、2011年以降の平均並みである（第2図）。これはこれまでの雇用回復（2010年2月のボトム比+744万人増）により雇用者数の水準自体が上がってきているためでもあり、足元の前月比+20万人弱の増加ペースは底堅いとの評価が妥当。好調と言うには幾分物足りない。

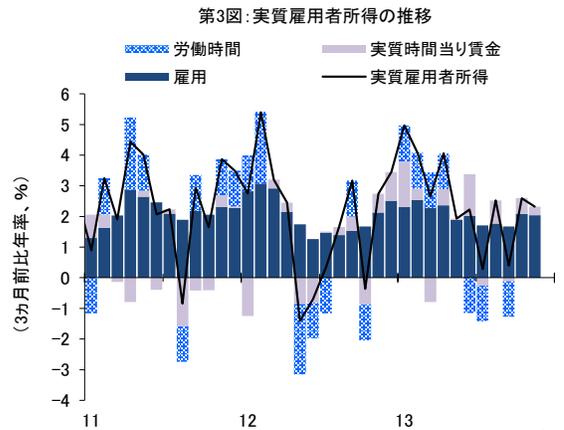
もっとも、景気回復が続くなかで、ISMでみた企業の雇用スタンスは引き続きしっかりしてい



(注) 点線は3ヵ月移動平均値。  
(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



(注) ISM雇用指数は製造業と非製造業の平均値。民間雇用者数は3ヵ月移動平均値。  
(資料) 労働省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注) コアCPIで実質化(11月分は前月比+0.1%として試算)。  
(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

る点はプラスだ（同図）。また、雇用増とインフレ率を上回る賃金上昇を受けて、実質ベースの家計所得は+2%を若干上回る伸びへ回復してきている（3ヵ月前比年率、前頁第3図）。家計所得の面からは、目先の個人消費が+2%超のペースへ伸びを高める可能性も出ている。

今週公表された11月ISM指数は、非製造業のヘッドラインが53.9へ低下したものの、受注指数は製造業が63.6と好調、非製造業の受注指数も56.4と良好な水準を維持した。企業の景況感改善・生産活動拡大が継続し、雇用所得環境の改善も徐々に進むなか、企業部門を起点とする緩やかな景気加速が引き続き示されている。

### 引き続き焦点は在庫増主導から最終需要増へのシフト

もちろん、需要サイドの指標からみると、足元見えている景気加速は在庫投資が主導する格好であり、成長の牽引が個人消費や設備投資などの最終需要へシフトできるかが当面の焦点であることに変わりはない。

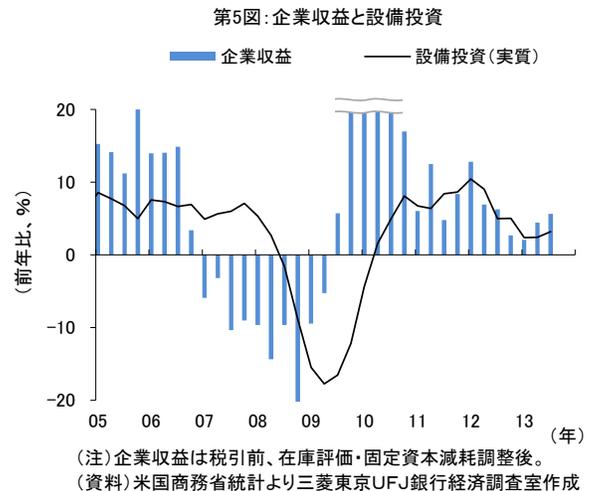
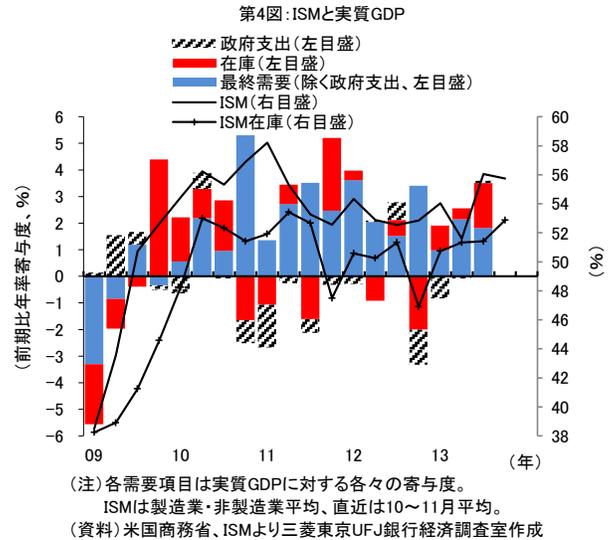
第3四半期の実質GDP改定値では、成長ペースが前期比年率+3.6%へ上方修正されたものの、在庫投資の上方改定が主因となっており、在庫の寄与度は同+1.7%と全体の半分近くを占めている（第4図）。一方、民間最終需要の寄与度は同+2%弱で伸び悩んでいる。

ただ、企業による在庫投資の増加が、企業行動の積極化を反映している点は評価してもいいだろう。ISMにおける在庫指数は、今回回復局面では、在庫復元局面にあった2010・2011年前半頃を除くと総じて低調に推移してきたが、今年に入ってから徐々に水準を切り上げてきている（同図）。足元の在庫増が前向きな在庫積み増しか、意図せざる在庫増になるか注視が要るものの、日本や欧州など海外経済が上向いてきていることや、国内の財政問題も混乱を挟みながら曲がりなりにも乗り越えてきていることなど、外部環境の改善が伴っていることは過去数年と比べて異なる点であろう。

### 企業収益は低速ながら増益継続、消費マインド反転は好材料

一方、加速が待たれる最終需要については、まず設備投資は、足元のコア資本財受注の弱さは気になるが、今週公表された第3四半期の企業収益では、緩やかな増益基調が確認出来た（第5図）。今後、金利急騰が避けられれば過度の減速懸念は不要であり、輸出環境改善に伴う設備投資増も徐々に顕現化するとみられる。

個人消費については、ミシガン大学消費者センチメント（12月速報値）が、ヘッドライン、現況指数ともに大幅な改善を示した点は明るい動きだ。財政協議混乱は予想以上に家計マインドの重石と



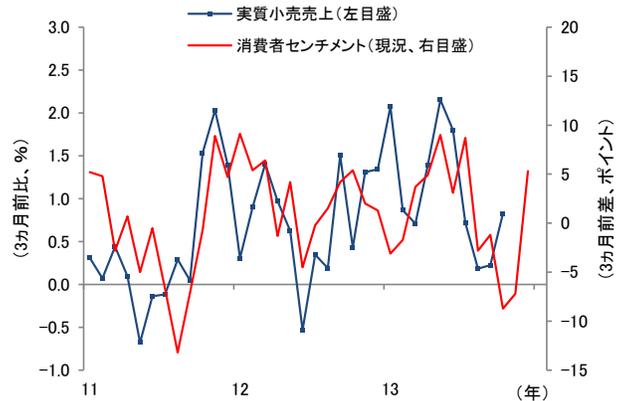
なってきたが、その影響は払拭されつつある。マインド改善は、今後、上記の雇用所得増と相俟って年末商戦を含む個人消費にプラスに作用すると期待される（第6図）。

**量的緩和縮小の焦点は財政政策・金融市場の安定へ?**

このように足元は、企業景況感改善を受けた在庫投資増による成長加速であり、引き続き最終需要の加速を待つ局面にあるが、財政面からの下押しとその波及により低調だった今年前半と比べると緩やかながらも着実に改善してきている。

足元の経済指標改善による金融政策へのインプリケーションとしては、量的緩和の縮小が徐々にだが近づいていると素直に捉えるべきであろう。今後、FRBが資産買入額縮小に踏み切るために必要な条件は、ファンダメンタルズの現状及び見通しの改善と、財政政策上の不透明感緩和、金融市場の安定推移(株安・金利上昇回避)、の3点だが、再来週の17日・18日のFOMCに向けた主な焦点は、ファンダメンタルズ面(ディスインフレ懸念は残るが)から、後者の2点に移ってきた感がある。

第6図: 消費者センチメントと実質小売売上



(注) 小売売上高(除く飲食店)をCPI・財で実質化したもの。  
(資料) 商務省、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< 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.