



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

November 22, 2013

<FOCUS>

量的緩和縮小と時間軸強化両立の難しさ

- 米国の経済指標は総じて底堅さを示している一方、景気加速はまだ見えていない。10月小売売上は政府機関閉鎖にも拘らず良好だったが、実質・3ヵ月前比ベースで見ると、増加ペースは引き続き緩やかであり、消費マインド悪化が一部影響している。住宅関連指標も金利上昇等を背景に弱めのものが増えており、第4四半期の家計部門の需要は前期の増加ペースから概ね横這い圏内での推移と評価される。
- 堅調さが続いてきた企業景況感も、足元ではやや斑模様の動きとなっている。11月のフィラデルフィア連銀製造業調査では、ヘッドラインは悪くないが、9~10月の水準と比べると少し弱めだった。受注指数が低下する一方、在庫指数の上昇が目立っており、家計部門を中心とする最終需要の加速がみえてこなければ、短期的な在庫調整が視野に入る。
- こうしたなか、今週公表された10月FOMCの議事要旨では、今後数ヵ月(in coming months)で資産買入ペースを緩めることが可能になるだろうとされ、量的緩和の縮小開始が徐々にだが着実に近づいていることが示された。明確な景気加速はまだ見えないが、10月FOMC後の雇用統計が好調だったことも踏まえると、FRBは経済指標や財政政策面のリスクを睨みながら、年末から来年初にかけて資産買入額縮小のタイミングを計る方向にある。
- 一方、FF金利に関するフォワード・ガイダンス強化については、失業率の閾値(6.5%)引き下げや、インフレ率の閾値設定が議論されているが、コンセンサスは得られていない。閾値変更はFRBのコミットメントに対する信認低下リスクを伴うほか、より重要なのは、失業率の低下が続くなか、失業率の閾値を下げることは、将来の政策判断を大きく縛るためだ。失業率ギャップは既に▲1%台半ばへ縮小、賃金上昇率の持ち直しも明確である。
- 超低金利政策の時間軸効果を高め、景気減速要因となる中長期金利の上昇を抑制する政策意図は理解できるが、その効果に過度に期待するのも禁物である。労働需給はタイト化方向、海外経済など外部環境も相対的に改善するなか、量的緩和の縮小に着手しつつ、同時に時間軸効果を強めることはやはり難しい。長期金利は市場が織り込む時間軸と強く連動してきたが、緩やかながら景気回復が続くなか、やや長い目で見た場合には、超低金利政策の時間軸効果は逡減方向とみておく必要があるだろう。

<FOCUS> 量的緩和縮小と時間軸強化両立の難しさ

景気は安定推移、加速はまだ

米国の経済指標は総じて底堅さを示している一方、景気加速はまだ見えていない。

今週公表された10月の小売売上はヘッドラインが前月比+0.4%伸びたほか、自動車等を除いたコア小売売上も同+0.5%と加速するなど、財政協議混乱・政府機関閉鎖にも関わらず良好な結果となった¹。

ただ、実質・3ヵ月前比ベースでみると、前月からは伸びを高めたものの、増加ペースは引き続き緩やかであり、財政協議混乱による消費マインドの悪化が一部影響している可能性がみてとれる(第1図)。小売売上は個人消費の底堅さを示しているが、加速を示しているわけではない。住宅関連指標も、住宅価格上昇や今年後半以降の金利上昇を背景に弱めものが散見され、第4四半期における家計部門の需要は前期の増加ペースから概ね横這い圏内での推移と評価される。

目立った在庫増

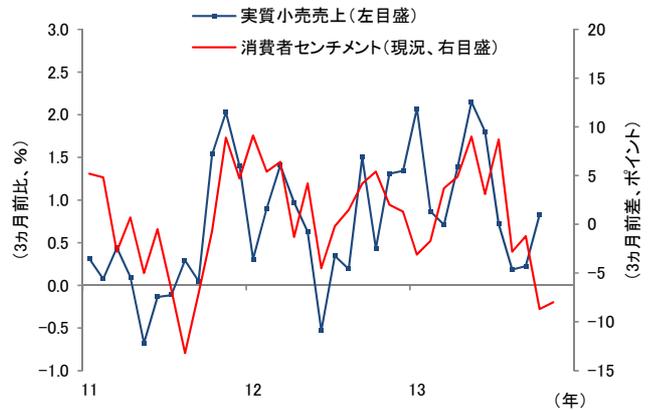
堅調さが続いてきた企業景況感も、足元ではやや斑模様の動きとなっている。11月のフィラデルフィア連銀製造業調査では、ヘッドラインは53.3 (ISM換算) と悪くないものの、9~10月の水準と比べると少し弱めだった。また、内訳では、受注指数が低下する一方、在庫指数の上昇が目立っている(第2図)。家計部門を中心とする最終需要の加速がみえてこなければ、目先は短期的な在庫調整が必要となることが示唆される。

“今後数ヵ月”まで近づいた資産買入額の縮小

こうしたなか、今週公表された10月FOMCの議事要旨では、経済指標は労働市場の改善が続くというFOMC見通しに概ね沿って推移している、との判断のもと、今後数ヵ月(in coming months)で資産買入ペースを緩めることが可能になるだろうとされ、量的緩和の縮小開始が徐々にだが、着実に近づいていることが示された。政府機関閉鎖の影響が一時的且つ限定的であるとの判断や9月FOMC以降の長期金利の低下傾向が景気にとってプラス要因と素直に評価されている。

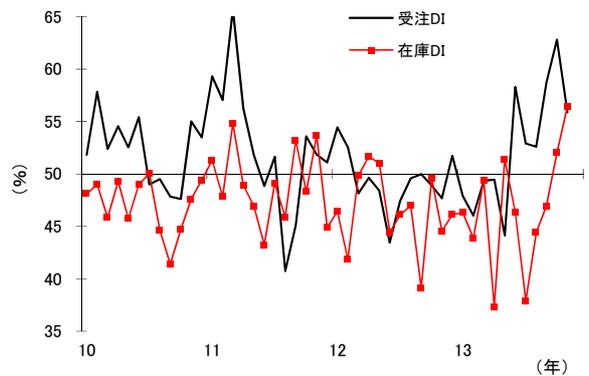
10月のFOMC後に公表された雇用統計が上方改訂と合わせて良好な結果だったことも踏まえると、FRBは、来月初の雇用統計を中心とする経済指標や、財政政策面からのリスクも睨みながら、年末から来年初にかけて資産買入額縮小のタイミングを計ることとなるだろう。

第1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

第2図: フィラデルフィア連銀製造業調査



(注) ISM換算ベース。
(資料) フィラデルフィア連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 小売売上については20日付Diaryご参照。
BTMU Focus USA Weekly November 22, 2013

フォワード・ガイダンス強化は規定路線?

一方、同議事要旨では、FF金利に関するフォワード・ガイダンスの強化について、失業率の閾値（現在 6.5%）引き下げや、インフレ率の閾値設定が議論されているが、コンセンサスは得られていない。失業率が 6.5%を下回った後も、超低金利政策を当面継続するという姿勢を声明文でより明確にすることが今後の方向性と考えられる。

失業率の閾値を容易には変更できないことは、ある意味自然な話であろう。議事要旨にもある通り、短期間での閾値変更はFRBのコミットメントに対する信認低下のリスクを伴うことに加え、より重要なのは、緩やかながら景気回復が継続し、失業率の低下が続くなか、現時点で失業率の閾値を下げることは、将来の政策判断を大きく縛ることになるためだ。

失業率ギャップ（失業率 - 自然失業率）は既にマイナス 1%台半ばまで縮小してきており、賃金上昇率の持ち直しも既に明確となっている（第3図）。今後、外的ショックが回避され、緩やかな景気回復が続けば、足元のディスインフレ傾向は徐々に解消に向かい、インフレ率はいずれ上昇傾向に復すると考えられる。

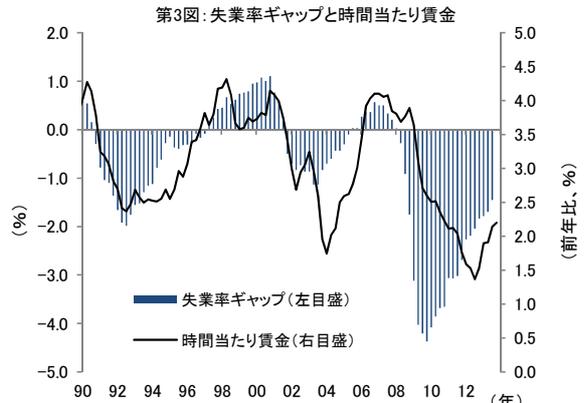
時間軸効果は長い目で見れば逡減方向

フォワード・ガイダンスの強化が議論されているのは、超低金利政策の時間軸効果を高め、景気減速要因となる中長期金利の上昇を抑制するためであり、政策当局としての意図は理解できる。FF金利先物でみると、市場でも超低金利政策の長期化予想が強まりつつある（第4図）。

ハト派とされるイエレン次期FRB議長のもと、当面は超低金利政策を長期化する姿勢が示されるとはみられる。ただ、時間軸効果に過度に期待するのも禁物である。労働需給はタイト化方向、海外経済などの外部環境も相対的に改善してきている。こうしたなか、量的緩和の縮小を進めつつ、時間軸効果を強めることはやはり難しい。

FRBが時間軸政策の強化を進めた2011年後半以降、FF金利先物に織り込まれる利上げまでの期間と10年債利回りは連動し、時間軸政策の奏功、裏返せば債券市場のFRB依存の強まりを示してきたが（第5図）、緩やかながら景気回復が続くなか、やや長い目を見た場合には、超低金利政策の時間軸効果は逡減方向とみておく必要があるだろう。

< FOCUS >

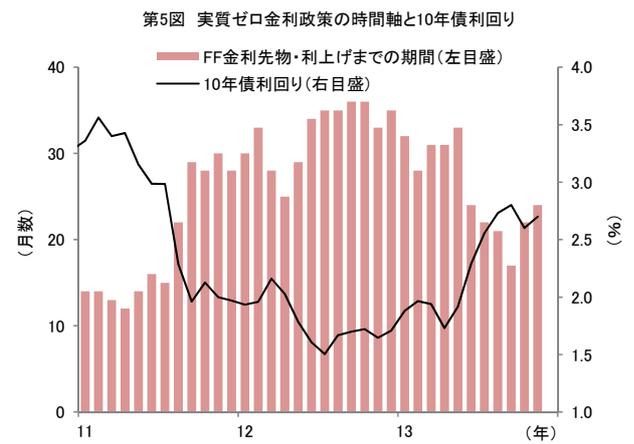


第3図：失業率ギャップと時間当たり賃金
(注)失業率ギャップは自然失業率－失業率。ここでの自然失業率はCBOが算出している足元のスキルのミスマッチや緊急失業保険給付の影響などを加味した短期の自然失業率とした。直近の時間当たり賃金は10月単月実績。

(資料)米国労働省統計、CBOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



第4図：FF金利先物の推移
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



第5図 実質ゼロ金利政策の時間軸と10年債利回り
(注)便宜的にFF金利先物が0.5%を超える時点を上上げのタイミングとした(各月初時点)。3年を超える場合には36カ月として表示。

(資料)Bloomberg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.