



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

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Toshiki Iwaoka | 岩岡 聰樹

Managing Director and Chief Economist

+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

Satoko Ural | 浦 賢子

Economist

+1(212)782-5710, sura@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

October 10, 2014

<FOCUS>

経済に残る課題を反映～9月FOMC議事要旨

- 今週公表された9月のFOMC議事要旨は、金融市場ではハト派的と捉えられたが、米国経済の現状を素直に反映したものだったともいえる。まず、「労働資源の未活用が依然著しい」という点については、FOMC参加者のほぼコンセンサスであることが確認された。
- 労働市場における緩みが残存し、その解消が引き続き緩やかであることは、今週の雇用動態統計でも確認できる。求人率は前回回復局面のピークを上回った一方、離職率と入職率は改善が足踏みし、特に入職率は前回回復局面のボトムと比べても低い。好調な求人数にも関わらず、採用数の回復が遅れているのは、労働市場におけるミスマッチや企業の雇用スタンスに一部慎重さが残っているためである。業種別にみると、求人数は専門ビジネス・サービス・小売などの主要業種で前回ピークを既に超えてきているものの、採用者数が前回ピークを超えてきた業種はまだないことがこれを示唆している。求人数の増加が明確な雇用加速に繋がるにはもう少し時間を要するとみられる。
- ゼロ金利政策に関するフォワード・ガイダンスについては、議事要旨全体を通してみると、同ガイダンスの変更に関し慎重な姿勢が示されている。多くのFOMC参加者が、フォワード・ガイダンス変更が政策スタンスの変更と捉えられ、金融引き締め効果をもたらすリスクに言及している。実体経済への影響に加え、これまで株価がFRBのバランスシート拡大に合わせて上昇してきた点も踏まえると、金利上昇は回避する必要がある。
- またFOMCでは、海外経済や急ピッチのドル高に対する懸念も議論・共有されている。外部環境に対する懸念の背景には、米国経済がドル安にも支えられる形で回復を続けてきたことがあり、このところのドル相場上昇がラグをもって今後の成長抑制要因になると予想されることや、政策金利引き上げ前に少しでも成長率を高める必要性を踏まえれば、ドル高のペースを緩やかにとどめたいというFRBの意向は自然であろう。また、ドル高は短期的にはインフレ率の押し下げ要因にもなる。雇用・物価情勢からみれば、今回の議事要旨はそれほど違和感のない内容だった。

<FOCUS> 経済に残る課題を反映～9月FOMC議事要旨

議事要旨は総じて慎重、残る雇用の課題

今週8日に公表された9月のFOMC議事要旨は、金融市場ではハト派的と捉えられたが、米国経済の現状を素直に反映したものだったともいえる。

まず、「労働資源の未活用が依然著しい」という点については、ほとんどのFOMC参加者が同意したとあり、ほぼコンセンサスであることが確認された。具体的には、非農業部門雇用者数が景気後退前のピークを回復したのがごく最近に過ぎないこと¹、経済的理由によるパートタイム労働者が失業者のレベルに比べて高いこと、労働参加率が構造的トレンドをまだ下回っていること、などが指摘されている。

求人率は前回ピーク超え、入職率は回復に遅れ

労働市場における緩みが残存し、その解消が引き続き緩やかであることは、今週公表された雇用動態統計(JOLTS)でも確認できる。8月の求人率は3.6%と前月比+0.2%上昇し、前回回復局面のピークを上回った。一方、離職率と入職率は改善が足踏みしており、特に入職率は前回回復局面のボトムと比べても依然低い(第1図)。

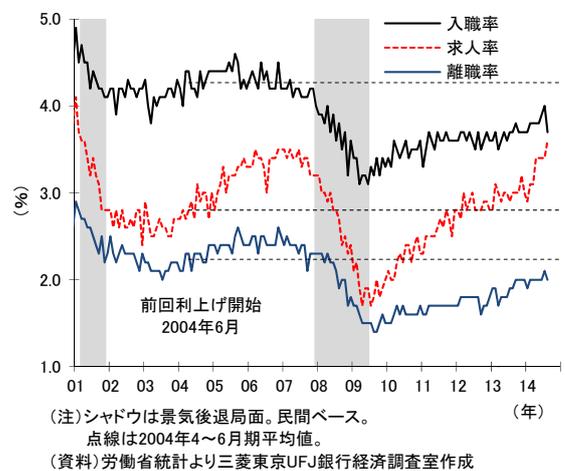
好調な求人数にも関わらず、企業の採用数の回復が遅れている背景は、労働市場における様々なミスマッチが大きいことや、企業の雇用スタンスにまだ一部慎重さが残っていることである。業種別に見ると、求人数は専門ビジネスサービスや教育・医療、小売などの主要業種で前回ピークを既に超えてきているが、採用者数が前回ピークを超えてきた業種はまだないことがこれを示唆している(第2図)。また、建設業や製造業での採用数の伸び悩みも幾分重石となっている。求人数の増加自体は間違いなくプラス要因であるが、明確な雇用加速に繋がるにはもう少し時間を要するとみられる。

フォワード・ガイダンス修正による金利上昇は要回避

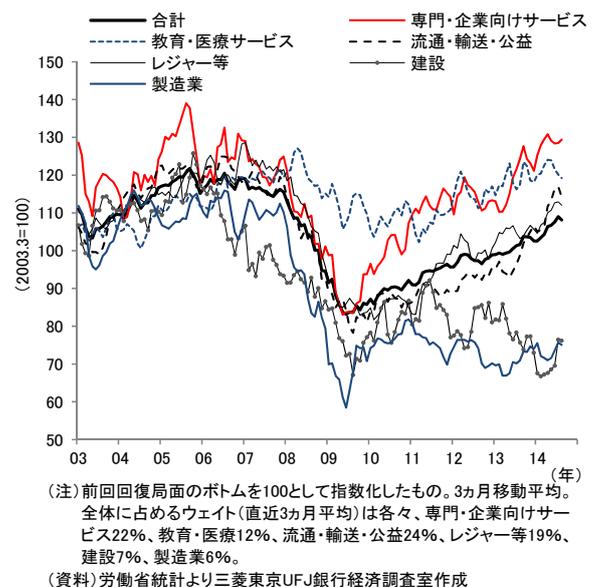
今回のFOMCでは、ゼロ金利政策に関するフォワード・ガイダンスに関し多くの議論がされたことが明らかになったが、議事要旨全体を通してみると、同ガイダンスの変更について慎重な姿勢が示されている。

今回も数名の参加者から、「ゼロ金利政策を資産買入プログラム終了後も“相当の期間”続けること

第1図：入職率・求人率・離職率の推移



第2図：業種別採用者数の推移



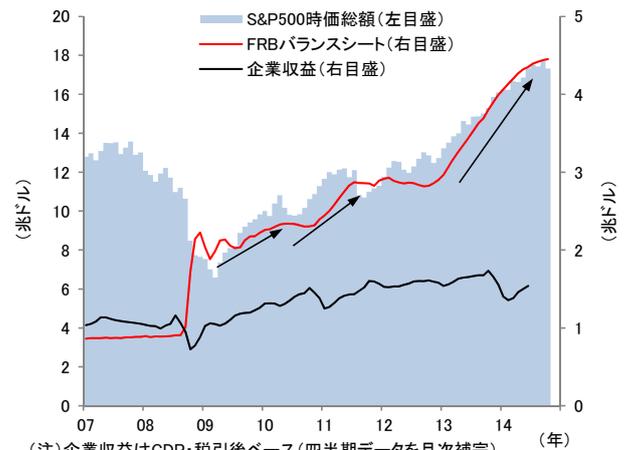
¹ 既往ピーク回復は今年の5月。6月7日付 Weekly 「6年かかった雇用の危機前水準回復」ご参照。

が妥当であろう」としている現在のガイダンスが、適切と考えられる期間より長くゼロ金利政策が続くことを示している点や、ゼロ金利政策維持のコミットメントと誤解される可能性が指摘されている。

しかし、他方で、声明文では政策金利の引き上げは経済情勢次第であることが既に明示されていることが言及されたほか、現在のフォワード・ガイダンスは経済データに依拠しており、時間が経過すれば機械的に利上げが行われるわけではないことが強調されている。これはイエレン議長を中心とする FOMC 中心メンバーの意見であろう。また、多くの FOMC 参加者が、フォワード・ガイダンスの変更が政策スタンスの変更と捉えられ、金融引き締め効果をもたらしてしまう可能性について言及している。

金利上昇を警戒することは、住宅市場や自動車等の耐久財支出など実体経済に与えるマイナス効果が大きいことに加え、株式市場等への波及も踏まえると当然であろう。これまで、株価は FRB のバランスシート拡大に合わせて上昇してきたが(第3図)、今月の FOMC で資産買入プログラムは終了する。バランスシートの規模は維持されるため、株価の下押し要因にはならないものの、追加的な押し上げ効果は剥落すると考えられる。株価上昇持続には企業収益の増加がより重要となってくるなか、金利上昇による景気減速は回避する必要がある。

第3図：株式時価総額と企業収益・FRBバランスシート



(注)企業収益はGDP・税引後ベース(四半期データを月次補完)、直近は4~6月期。
(資料)FRB、商務省、ブルームバーグより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

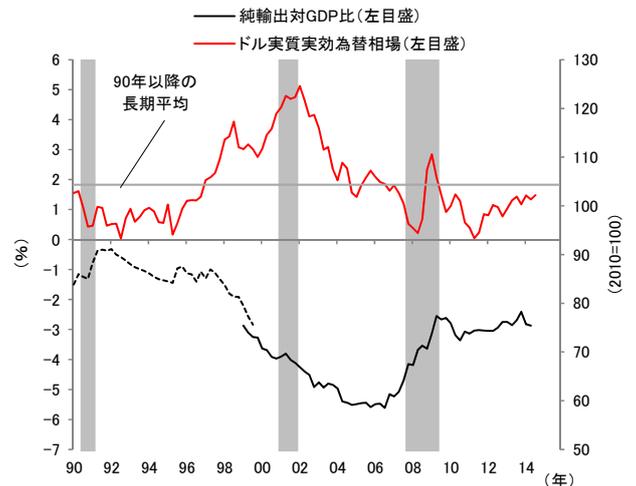
海外経済・ドル高に対する懸念

また、今回の FOMC では、足踏み気味の海外経済や急ピッチのドル高に対する懸念が議論・共有されている。幾人かの参加者が、欧州の長引く低成長や低インフレがドル高を通じ米国の外需へ悪影響を及ぼすことに懸念を示したほか、何人かの参加者は中国・日本の景気減速や中東・ウクライナ情勢に関するリスクも指摘している。

こうした外部環境に対する FOMC の懸念の背景には、米国経済が過去の局面とは異なり、ドル安にも支えられる形で景気回復を続けてきたことがあるのは言うまでもない。過去の回復局面では、ドル高に伴い純輸出は成長抑制要因だった。しかし、今回回復局面においては、FRB の金融緩和によるドル安で純輸出は成長率に対してほぼ中立となっており、これは極めて異例である(第4図)。

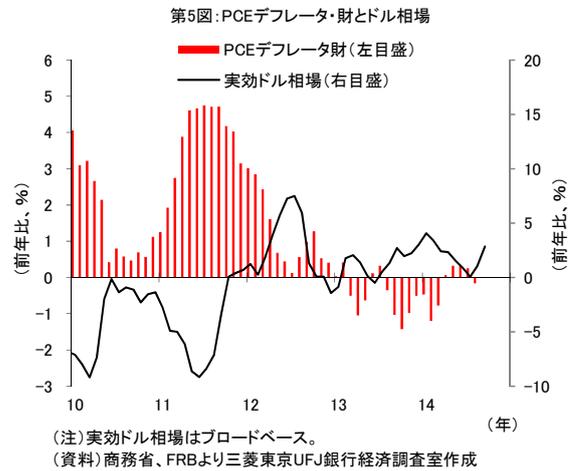
このところのドル相場上昇がラグをもって今後の成長抑制要因になると予想されることや、政策金利引き上げ前に少しでも成長率を高める必要性を踏まえれば、ドル高のペースを緩やかにとどめたいという FRB の意向は自然であろう。

第4図：ドル相場と純輸出対GDP比の推移



(注)シャドウは景気後退局面。ドル相場はナローベース(直近は7~8月平均)。純輸出GDP比率は実質ベース(ただし、98年以前は名目ベース)。
(資料)商務省、BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

最後に、ドル高については、中期的には家計の購買力向上を通じたプラス効果が期待できるものの、短期的には輸入財・サービス価格の低下を通じ、インフレ率の押し下げ要因となる（第5図）。この点も2名のFOMC参加者が指摘している。雇用・物価情勢からみると、今回のFOMC議事要旨はそれほど違和感のない内容だったともいえるだろう。



(岩岡聰樹)



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.