



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

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

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

A member of MUFG, a global financial group

July 29, 2015

<FOCUS>

7月 FOMC～利上げに向けて小幅前進も、引き続きスタンスは慎重

- 連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で金融政策の現状維持を確認。
- 今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「緩やかに拡大した」と前回から不変。労働市場は、雇用者数の増加ペースが「上向いた」から「堅調」へ、失業率も「横這い」から「低下している」へ上方修正された。労働市場のスラック（未活用部分）についても、前回の「幾分縮小」から「今年に入ってから縮小」へ上方修正された。
- 今後の利上げ開始については「労働市場が幾分か一段と改善し、インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信が持てれば、適切となる」とされ、利上げまでに必要な労働市場での今後の改善幅は“幾分か”で良い点が示された。
- 今回の FOMC 声明文は、利上げに向けて小幅ながら前進していることを示す内容であった。しかしながら、利上げ開始までに必要な労働市場の改善幅・改善内容については引き続き明確にはされず、インフレ判断に関する文言にも変化（進展）が無かったこと等から、利上げに対する FRB の慎重なスタンスが改めて示された印象も受ける。
- 何れにしても、利上げ開始時期の判断においては、雇用指標が一段と重要になった。雇用指標のなかでも、特に賃金の動向、即ち賃金上昇率が加速するかどうかが目されよう。賃金上昇率の加速は、FRB が「インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信を強める」ことにも繋がるためである。
- 賃金上昇率は、先行する自発的離職率の動向等から基調としては加速方向とみられるが、次回9月の FOMC までに発表される2回分の雇用統計（7月分・8月分）だけで、明確な加速が確認できるかは不透明だ。
- 利上げ開始時期に関わらず、その後の利上げペースについては、インフレ加速の懸念はそれほど大きくなく、（未曾有の金融緩和と政策からの）出口戦略の影響が不透明ななか、断続的で緩やかになると想定される。

<FOCUS> 7月 FOMC～利上げに向けて小幅前進も、引き続きスタンスは慎重

金融政策の現状維持を確認

連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で金融政策の現状維持を確認（ゼロ金利維持と保有資産の償還分再投資継続）。利上げ開始は、予想通り見送られた。今後の政策については「労働市場が幾分か一段と改善（some further improvement）し、インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信が持てれば、利上げが適切となる」とされ、利上げまでに必要な労働市場での改善幅について“幾分か”との文言が追加された。採決は前回に続き全会一致であった。

声明文では、雇用の現状判断を上方修正

今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「緩やかに拡大した（expanding moderately）」と前回から不変。

個人消費は、前回会合以降に発表された関連指標はやや力強さに欠けたものの、引き続き「緩やかに拡大」とされた。住宅市場も「幾分か改善がみられる」から「一段と改善がみられる」へ上方修正。一方、設備投資と純輸出は引き続き弱めと判断された。

労働市場は、雇用者数の増加ペースが「上向いた（picked up）」から「堅調（solid）」へ、失業率も「横這い」から「低下している」へ上方修正された。労働市場の Slack（未活用部分）についても、前回の「幾分縮小（diminished somewhat）」から「今年に入ってから縮小（diminished since early this year）」へ上方修正された（第1表）。

物価部分では、引き続き長期目標を下回っているとされ、このところの原油価格の再軟化を受け「エネルギー価格が安定しつつあるようだ」との文言が削除された。

第1表：FRBが重視する各種雇用指標の今年に入ってからの変更度合い

	危機前 平均 (00-07年)	2008年 以降の 最悪値	2014年 12月 (①)	2015年 6月 (②)	②-① (%ポイント、週)
失業率 (U-3)	5.0%	10.0% (09年10月)	5.6%	5.3%	-0.3
広義失業率 (U-6)	8.7%	17.2% (10年4月)	11.2%	10.5%	-0.7
失業者に占める 自発的離職者の割合	11.4%	5.5% (10年9月)	9.1%	9.3%	0.2
失業者に占める長期失業者 (27週以上)の割合	17.5%	45.3% (10年4月)	31.9%	25.8%	-6.1
平均失業期間	16.7週	40.7週 (11年12月)	32.8週	28.1週	-4.7
労働参加率 (労働力人口 ÷生産年齢人口)	66.4%	62.7% (14年12月)	62.7%	62.6%	-0.1
就業者率 (就業者÷生産年齢人口)	63.0%	58.2% (13年10月)	59.2%	59.3%	0.1

(注)「広義失業率」は、職探しを断念した労働者、経済的理由でのパートタイム労働者を含む。

(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

景気・物価見通しは不変

景気・物価見通しについては、変更無し。今後の景気は「緩やかな（moderate）ペースで拡大する」との見方が維持され、中期的な物価についても、“労働市場の一段の改善”や“エネルギー価格下落やその他影響の一巡”により、緩やかに2%に近付いていくとの見方が維持された。

金融政策の判断は小幅前進

ゼロ金利政策継続の判断については、引き続き、完全雇用とインフレ目標2%に向けた進展を実績・予測の双方から評価し、労働市場やインフレ圧力・期待に関する指標や、金融・国際情勢を含む幅広い情報を考慮して行われる。

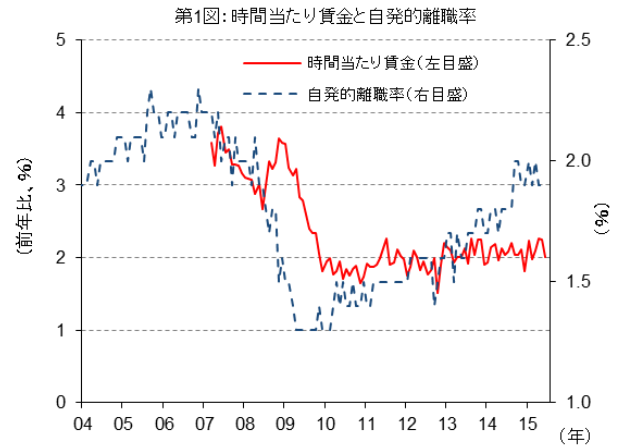
前述の通り、今後の利上げ開始については「労働市場が幾分か一段と改善し、インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信が持てれば、適切となる」とされ、利上げまでに必要な労働市場での改善幅は“幾分か”で良い点が示された。

利上げ開始に向けて雇用指標が一段と重要に

このように今回の FOMC 声明文は、利上げに向けて小幅ながら前進していることを示す内容であった。しかしながら、利上げ開始までに必要な労働市場の改善幅・改善内容については引き続き明確にはされず、インフレ判断に関する文言にも変化(進展)が無かったこと等から、利上げに対する FRB の慎重なスタンスが改めて示された印象も受ける。

何れにしても、利上げ開始時期の判断においては、(FRB は当面の景気をさほど心配していない様子でもあり)雇用指標が一段と重要になった。雇用指標のなかでも、特に賃金の動向、即ち賃金上昇率が加速するかどうか注目されよう。賃金上昇率の加速は、FRB が「インフレ率が 2%へ戻るとの合理的確信を強める」ことにも繋がるためである。

賃金上昇率は、先行する自発的離職率の動向等から基調としては加速方向とみられるが(第 1 図)、次回 9 月の FOMC までに発表される 2 回分の雇用統計(7 月分・8 月分)だけで、明確な加速を確認できるかは不透明だ。

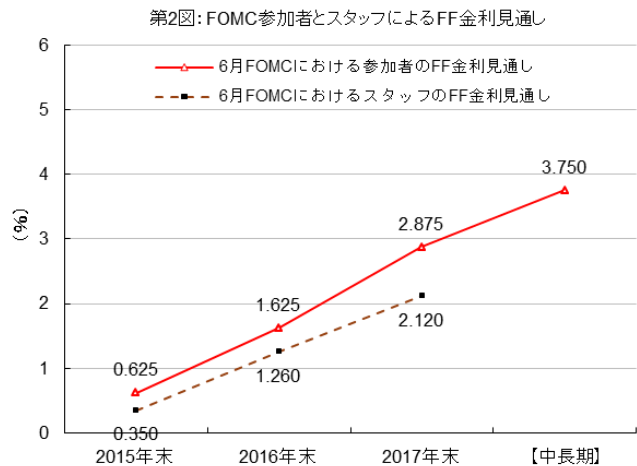


(注) 時間当たり賃金は全労働者ベース。
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

利上げ開始時期に関わらず、その後の利上げペースは断続的で緩やかに

利上げ開始時期に関わらず、その後の利上げペースについては、インフレ加速の懸念はさほど大きくなく、(未曾有の金融緩和政策からの)出口戦略の影響も不透明ななか、断続的で緩やかになると想定される。

なお、7月24日に発表されたFRBスタッフの政策金利(FF金利)見通しは、2015年第4四半期で0.35%、2016年第4四半期で1.26%、2017年第4四半期で2.12%となっている(第2図)。年内は一度の利上げを反映した水準で、2016年、2017年についてもFOMC参加者の見通し(中央値)よりも低めとなっている。



(注) 『参加者のFF金利見通し』は中央値。『スタッフの見通し』は年末値ではなく、第4四半期の平均値。
(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)



FOMC 声明文

前回 (6月16・17日)	今回 (7月28・29日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in April suggests that economic activity has been expanding moderately after having changed little during the first quarter. The pace of job gains picked up while the unemployment rate remained steady. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources diminished somewhat. Growth in household spending has been moderate and the housing sector has shown some improvement; however, business fixed investment and net exports stayed soft. Inflation continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and decreasing prices of non-energy imports; energy prices appear to have stabilized. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>景気・物価の見通し Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term, but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of earlier declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. This policy, by keeping the</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in June indicates that economic activity has been expanding moderately in recent months. Growth in household spending has been moderate and the housing sector has shown <u>additional improvement</u>; however, business fixed investment and net exports stayed soft. The labor market <u>continued to improve, with solid job gains and declining unemployment</u>. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources has <u>diminished</u> since early this year. Inflation continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and decreasing prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>景気・物価の見通し Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term, but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of earlier declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen <u>some further improvement</u> in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. This policy, by keeping the</p>



<p>Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.</p>	<p>Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.</p>
---	---

(注) 下線部分は前回からの変更箇所。
(資料) FOMC 資料より三菱東京 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.