



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

A member of MUFG, a global financial group

September 12, 2014

<FOCUS>

需給指標は利上げ前倒しを示唆せず

- 金融市場では利上げ前倒し観測が幾分強まっているが、FRBの出口政策を左右する労働市場の需給は引き続き“緩やかな”改善を示している。今週公表された雇用動態統計(JOLTS)では求人率が3.5%と、前回回復局面におけるピークを回復する一方、入職率や離職率は前回回復局面と比べ依然低水準のまま横這いにとどまり労働市場に改善余地が残ることを示した。入職率・離職率の上昇ペースを踏まえると、前回利上げが開始された2004年当時のレベルへ改善するにはあと約1年強かかるだろう。
- 失業率については、足元のU-3失業率は6.1%と、議会予算局(CBO)が推計する自然失業率5.5%(FRB想定値は5.2%~5.5%)とのギャップはあと0.6%程度である。一方、経済的理由によるパート労働者等を含めた広義の失業率(U-6)は12.0%と高水準にある。GDP成長率との関係(オクン法則)からすると、仮に潜在成長率を2%程度とし、今後3%成長が持続すれば、U-3失業率は約0.7%低下、1年後に自然失業率近辺(≒完全雇用)まで改善する。一方、U-6失業率は同1.1%低下するが、引き続き改善余地が残る公算が大きい。
- 他方、資本ストックも含めた経済全体の需給バランスを示すGDPギャップは足元で約▲4%と大幅なスラックが残存する。仮に潜在成長率が足元並みの1.6%(CBO推計)で横這いで、これを大きく上回る3%成長が達成された場合、GDPギャップが1994年と2004年の利上げ開始当時と同レベルへ縮小するのは、それぞれ2016年前半、2016年後半となる。潜在GDPの推計については幅を持つてみる必要があるが、仮に来年半ばに政策金利を引き上げる場合、過去と比べ大幅なGDPギャップが残存するなかでの利上げになる。
- このように、U-3失業率については今後約1年で自然失業率に近づく可能性がある一方、U-6失業率やGDPギャップといったより広義の需給指標等が正常値へ回復するには、概ね1年以上の時間がかかるように思われる。こうしたなか、FRBの出口政策を左右するもう一つの要素である物価についても、注視は必要だが、目先、インフレ圧力が急激に高まる可能性は小さいとみられる。U-3失業率も含む上記経済指標が改善を続けるには、潜在成長率を明確に上回る成長持続が前提となる。金利急上昇と景気減速を回避する必要性を踏まえると、来週FOMCで利上げ前倒しを示唆する形で声明文を修正するのは時期尚早だろう。

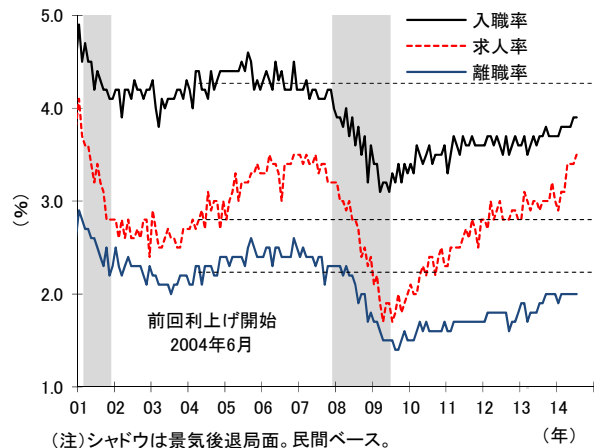
<FOCUS> 需給指標は利上げ前倒しを示唆せず

雇用動態統計は緩やかな改善基調

金融市場ではFRBの利上げが前倒しされるとの観測が幾分強まっているが、FRBの出口政策を左右する労働市場の需給は引き続き“緩やかな”改善を示している。今週公表された7月の雇用動態統計(JOLTS)では求人率が3.5%と、前回回復局面におけるピークと同じレベルを回復した一方、入職率や離職率については、緩やかな改善トレンドにはあるものの、当月は横這いとどまった(第1図)。

求人率の上昇は労働市場の需給改善を示す好材料であるが、入職率・離職率が前回回復局面と比べて依然低水準にあることは、今回の回復局面においてミスマッチの問題が大きいこと、労働市場に改善余地がまだ残ることを示している。ここ1年程度の両比率の上昇ペースを踏まえると、前回利上げが開始された2004年当時のレベルへ改善するにはあと約1年強かかるだろう(同図)。

第1図:入職率・求人率・離職率の推移



(注)シャドウは景気後退局面。民間ベース。
点線は2004年4~6月期平均値。
(資料)労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

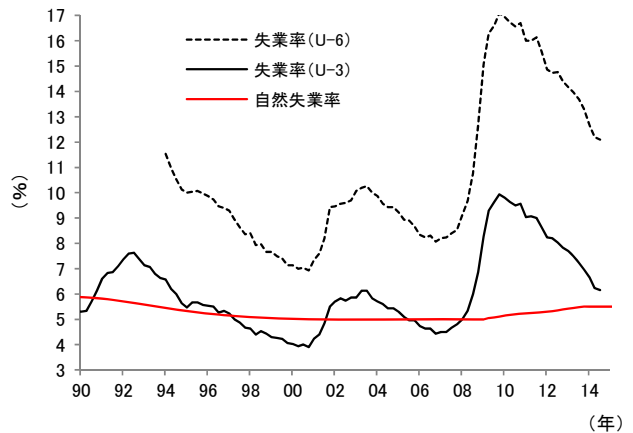
失業率正常化の時期はU-3とU-6で差

失業率についてみると、足元の通常の失業率(U-3)は6.1%であり、議会予算局(CBO)が推計する自然失業率5.5%(FRB想定値は5.2%~5.5%)とのギャップはあと0.6%程度である。一方、経済的理由によるパート労働者等を含めた広義の失業率(U-6)は12.0%と高水準にあり、改善余地が大きい(第2図)。

両失業率の低下ペースについては、GDP成長率との関係(オークンの法則)からすると、潜在成長率を1%上回る成長が達成された場合、ラフにU-3失業率は1年間で約0.7%、U-6失業率は同1.1%低下する関係にある(次頁第3図)。

仮に潜在成長率を2%程度とし、今後3%成長が持続した場合には、U-3失業率はあと1年で自然失業率近辺(≒完全雇用)まで改善することになる。他方、U-6失業率については達成すべき水準をどうみるかは難しいが、仮に前回の利上げ開始局面の水準(9.6%)を1つの目安とすると、まだ2年程度時間がかかる計算となる。来年半ば頃にかけてU-3失業率が自然失業率に接近した場合にも、U-6失業率は改善余地が残っている公算が大きい。

第2図:失業率(U-3、U-6)と自然失業率



(注)直近失業率は7~8月平均値。U-6は94年1月以降。
(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

経済全体でみた需給ギャップは依然大

他方、労働市場だけでなく資本ストックも含めた経済全体の需給バランスを示す GDP ギャップは足元で約▲4%と、大幅なスラックが残存している（第4図）。上記の失業率ギャップと比べると、U-3 失業率ほどは改善しておらず、広義の失業率 U-6 に似た状況といえる。カバレッジの広い指標で捉えると、需給バランス改善がまだ途上であることが示唆される。

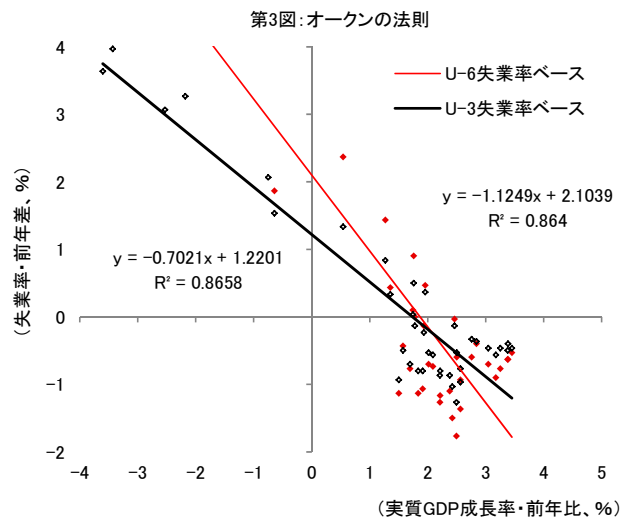
仮に潜在成長率が足元並みの 1.6%（CBO 推計値）で横這い、これを大きく上回る 3% 成長が達成された場合を想定すると、GDP ギャップが 1994 年の利上げ開始当時と同レベルまで縮小するのが 2016 年前半、2004 年の利上げ開始時のレベルまで回復するのは 2016 年後半となる（同図）。もちろん、潜在 GDP の推計については不確実性が大きく、幅を持ってみる必要があるが（例えば、不稼働資産の除却が進み潜在 GDP が下方改定される等）、仮に来年半ば頃に利上げに踏み切った場合には、過去と比べ、大幅な GDP ギャップが残存するなかでの利上げ開始ということにはなるだろう。

利上げ前倒しが経済・金融政策の正常化を遅らせるリスク

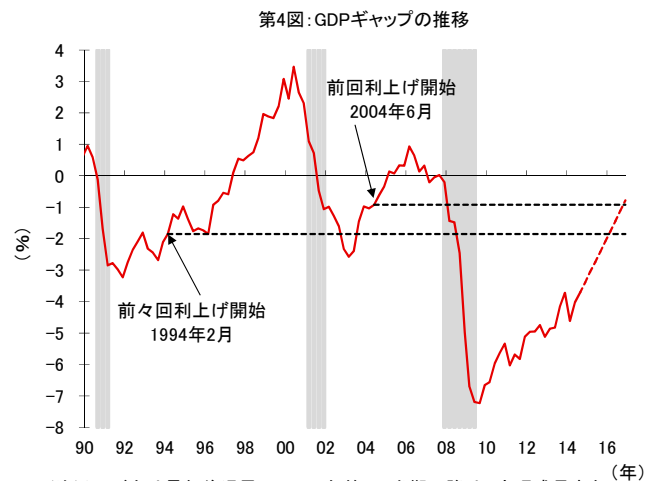
このように、U-3 失業率については今後 1 年程度で自然失業率に近づく可能性がある一方、U-6 失業率や GDP ギャップといったより広義の需給指標や、上記の入職率・離職率などが正常といえる水準まで回復するには、バラツキはあるものの、概ね 1 年以上の時間がかかるように思われる。こうしたなか、FRB の出口政策を左右するもう 1 つの要素である物価面についても、注視する必要は当然あるが、目先はインフレ圧力が急激に高まる可能性は小さいように思われる。

また、重要なのは、U-3 失業率も含む上記の経済指標が順調に改善し続けるためには、今後、潜在成長率を明確に上回る成長持続が前提となることである。今週の金融市場では FRB の利上げ前倒し観測を背景に金利が強含んだが、今後も金利の急上昇が続けば景気減速を通じて労働市場や金融政策の正常化は遅れる可能性がある。来週の FOMC で利上げ前倒しを示唆する形で声明文を修正するのは時期尚早である。仮に政策金利の引き上げが将来の金融不均衡（≡バブル）を回避する目的なのであればそれを明記すべきだ。

（岩岡聰樹）



（注）表示期間は2005第1四半期～2014年第2四半期。
 実質GDP成長率は3四半期移動平均値とした。
 （資料）米商務省・労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



（注）シャドウは景気後退局面。2014年第3四半期以降は、実現成長率を3%、潜在成長率を足元の1.6%で固定した場合の試算値。
 黒点線はそれぞれ1994年第1四半期、2004年第2四半期の値。
 （資料）米商務省・CBO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さ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.