



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 Ura | 浦 賢子

Economist

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

A member of MUFG, a global financial group

小職による Weekly は今回が最終号となります。
これまで大変お世話になりました。後任による
Weekly もどうぞよろしくお願ひ申し上げます。

December 3, 2014

<FOCUS>

慎重な出口政策の先にある経済・金融の正常化

- 米国経済は堅調に推移している。第3四半期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%と、第2四半期に続き高めの伸びとなっている。国防支出の大幅増や輸入減少など一時的要因を除くと足元は+3%程度の成長が持続していると評価される。10月雇用統計における労働投入量（民間ベース）は第3四半期対比年率+2.8%と、第3四半期の同+2.4%を上回っており、景気の堅調さは足元第4四半期も維持されている。
- 今後、来年にかけて成長ペースを占う上で注目されるのは、ここにきて漸く家計の所得期待が回復しつつある点だ。米国家計の所得期待は、厳しい雇用情勢や潜在成長率低下を背景に歴史的な低水準で推移してきたが、徐々に水準を高めている。家計の所得期待回復は、資産効果等が顕現化しにくいサービス消費にとって明るい材料であり、消費回復が出遅れてきたサービス消費に拮がれば、米国経済が成長ペースを徐々に高めることが期待できる。
- 米国経済の回復がここまで進展してきたのは、5年半に及ぶ景気回復の累積効果によるものと評価できる一方、金融危機後の景気回復が緩やかなものにとどまってきたことや、そうしたなかで景気回復持続にFRBの金融緩和が大きな役割を担ってきたことは言うまでもない。本格回復の兆しがみえてきた米国経済のリスクはやはり拙速な出口政策ということになる。今回の回復局面が過去と異なることは失業率の改善要因に端的に表れている。ピークからの失業率低下4%強のうち約3%は高齢化等を背景とする労働参加率低下による。失業率低下が即利上げに繋がるわけではないだろう。
- 今週のNY連銀総裁の発言等、FRBからは引き続き来年半ば頃に利上げを開始させるとのメッセージが出されている。ただ、GDPギャップ残存や足元低下気味の期待インフレ率を踏まえると、今後のインフレ率の上昇はごく緩やかに進むと見込まれる。金融危機後の経済・金融の正常化は、通常景気循環が当てはめられない長期のプロセスであり、2009年以降の米国経済も例外ではなかった。消費の裾野拡大を伴う成長加速、インフレ率上昇という形で景気の本質が十分高まったことを確認した後に、緩やかな出口政策が進められるのであれば、真の意味での米国経済の正常化が実現しよう。

<FOCUS> 慎重な出口政策の先にある経済・金融の正常化

堅調さ示す米国経済

米国経済は堅調に推移している。第3四半期の実質GDP成長率(改定値)は前期比年率+3.9%と、第2四半期に続き高めの伸びを示した(第1図)¹。需要項目別にみると、第3四半期については政府支出(寄与度年率+0.8%)と輸入減少(同+0.1%)の成長率押し上げが計+0.9%と幾分目立っている。国防支出の大幅増や、輸入減少が基調として続くとは考えにくい点を踏まえると、足元は+3%程度の成長が持続しているとの評価が妥当であろう。

景気の堅調さは足元の第4四半期についても維持されている。10月雇用統計における労働投入量(民間ベース)は第3四半期対比年率+2.8%と、第3四半期の同+2.4%を上回っており、まずまずのスタートを切っている(同図)。

本格回復への兆し

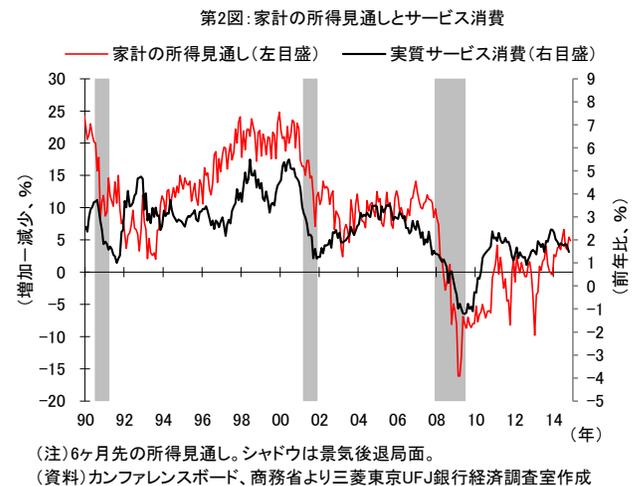
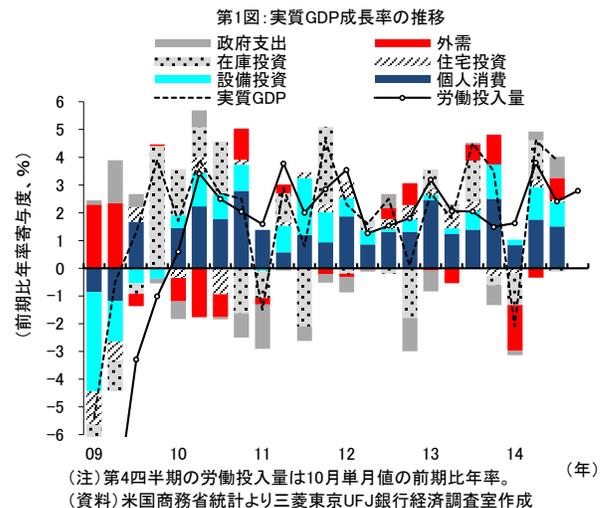
今後、来年に向けた成長ペースを占う上で注目されるのは、ここにきて漸く家計の所得期待が回復しつつある点だ。

米国家計の所得期待(所得が増加との回答割合-減少との回答割合、%)は、厳しい雇用情勢や潜在成長率の低下を背景に、今回回復局面では歴史的低水準で推移してきたが、ここ半年程度は労働市場の累積的回復を受けて水準を徐々に高めてきている(第2図)。過去数年繰り返されてきた債務上限問題(2011年)や財政の崖(2012年)、政府機関閉鎖(2013年)等の財政リスクは大幅に軽減化されているため、景気回復が家計マインド改善に繋がりがやすくなっている面もある。

こうした家計の所得期待の回復は、耐久財消費と比べ、資産効果や低金利による押し上げ効果が顕現化しにくいサービス消費にとって明るい材料である(同図)。消費回復の裾野がこれまで出遅れてきたサービス消費にも広がっていけば、来年にかけて、米国経済が個人消費を軸に成長ペースを徐々に高めることが期待できる。

リスクは拙速な出口政策

米国経済の回復がここまで進展してきたのは、5年半に及ぶ景気回復の累積的效果によるものと評価できる一方、金融危機後の景気回復ペースが緩やかなものにとどまり続けてきたことや、そうしたなかで景気回復持続にFRBによる積極的金融緩和が大きな役割を担ってきたこ



¹ 詳細は11月25日付Diaryご参照。

とは言うまでもない。逆に言えば、本格回復の兆しがみえてきた米国経済にとってのリスクはやはり金融緩和からの拙速な出口政策ということになる。

今回の回復局面が過去と異なる点が端的に表れているのは、失業率の改善要因だ。失業率は2009年10月に10%のピークをつけた後、直近10月は5.8%まで低下した。ちょうど5年で4%強、年間約0.8%の低下ペースであり、1990年代・2000年代の回復局面と比べても極めて順調に改善してきた（第3図）。

ただ、これまでの失業率の低下要因を累積ベースでみると、4%強の失業率低下のうち約3%は高齢化等を背景とする労働参加率の低下によるものである（同図）。一方、就業者数の増加は6%弱の低下要因となっているが、人口増要因（4%台半ばの押し上げ要因）と合わせてみると失業率を1%強改善させるにとどまっている。これは、失業率の低下が基本的に就業者数増加によるものだった1990年代はもとより、労働参加率の低下が既に始まっていた2000年代の回復局面と比べても弱めである。足元の失業率は5.8%と完全雇用（FRB想定5.2%～5.5%）に近い水準まで改善しているが、高齢化に伴い労働需給の改善が進みやすくなっていることや、当然ながら需要サイドも高齢化の影響を受けつつあることを踏まえると、失業率の低下が即利上げに繋がるわけではないだろう。

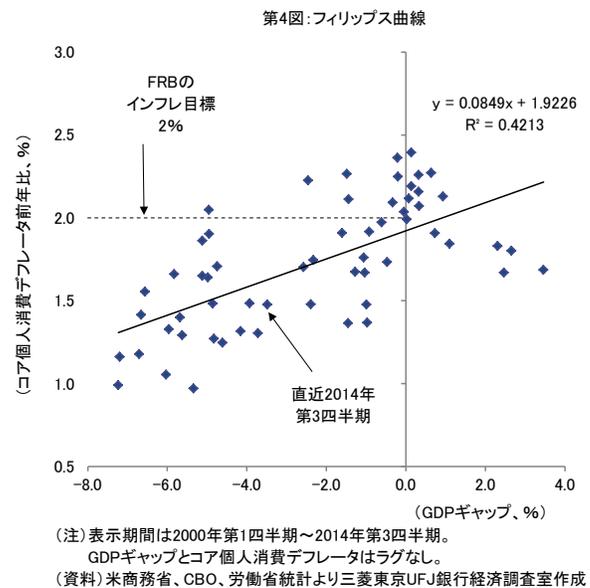
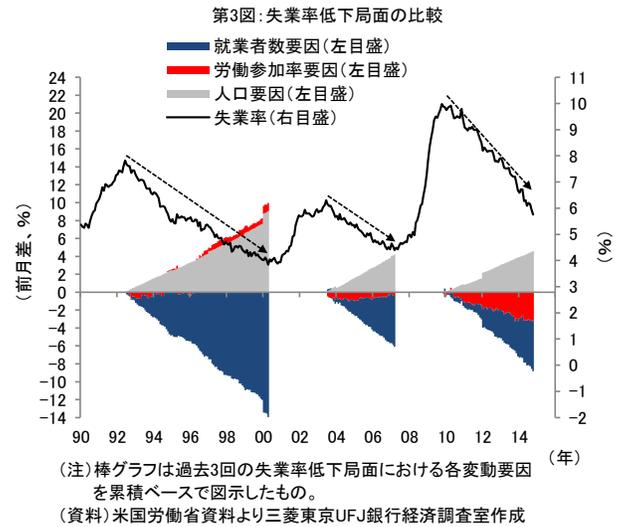
真の正常化は慎重な出口政策の先に

今週はNY連銀のダドリー総裁が来年半ば頃の利上げ開始予想は妥当であるように思うと発言するなど、FRBからは引き続き来年半ばに利上げをスタートさせるとのメッセージが打ち出されている。

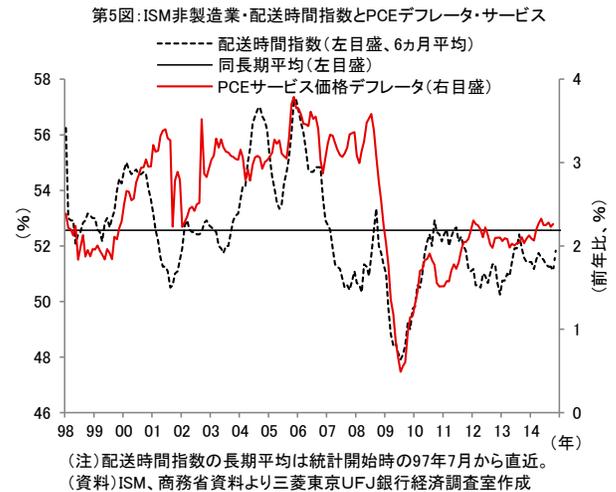
ただ、GDPギャップが約3.5%程度残存するなか、今後のインフレ率の上昇はごく緩やかなものになることが見込まれる（第4図）。また、期待インフレ率が足元低下気味であることも踏まえると、インフレ目標2%への回帰は時間をかけて確認することになるだろう。

金融危機を経た後の経済・金融の正常化は、通常の景気循環が当てはめられない長期のプロセスであり、2009年以降の米国経済の軌跡も例外ではなかった。個人消費の裾野拡大を伴う成長加速、インフレ率上昇という形で景気の本質が十分高まったことを確認した後に、緩やかなペースで利上げが進められるのであれば、真の意味での米国経済の正常化が数年内に実現すると予想される。

本日公表されたISM非製造業指数では、サービス部門の需給指標と考えられる配送時間指数が上昇し、需給環境の改善傾向が確認できた。反面、サービス価格を中心とするインフレ率上昇にはサービス消費増加を受けた非製造業セクターでの一段の需給引き締めが必要なこ



とがみてとれる（第5図）。金融緩和からの出口政策には時間をかけられることが示唆されているといえるだろう。



(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.