



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

筆者出張都合により、今週は短縮版にてお送りいたします。

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Shiro Katsufuji 勝藤 史郎
Senior Vice President & Chief Economist
+1(212)782-5701, skatsufuji@us.mufg.jp

September 10, 2010

<FOCUS>

政策転換の好機：中間選挙前の経済政策

- オバマ大統領は、追加的な雇用・経済政策を相次いで打ち出した。6日のレーバーデーには、ウィスコンシン州ミルウォーキーの演説で、総額500億ドルの公共事業の実施、また8日のオハイオ州クリーブランドでの演説では、企業の研究開発への優遇税制の恒久化、および2011年内の企業設備投資の100%加速償却を認める措置をそれぞれ提案、議会での立法を要請した。
- だが、これらの措置が景気回復に短期的に効果を挙げるとは思えない。500億ドルの公共投資はこれを前倒しで政府支出に計上するとしている。しかし、500億ドルは名目ベースで米国のGDPの約0.3%に過ぎない。また1年目の乗数効果も、貯蓄率が高水準にある現在の消費者の儉約志向からは多くは期待できない。消費性向を0.3と低めに見積もるとGDPへの寄与は0.4%である。
- 一方でこうした企業減税への着手を、オバマ政権の税政策のひとつの転換と見る見方もある。9月9日付WSJ紙社説は、企業減税に踏み込んだことはひとつのオバマ政権の進歩だと論じている。同紙はさらに、今後設備投資減税の恒久化と法人税減税に踏み込むべきだとしている。
- 現在議会では、2010年で期限を迎えるブッシュ減税のうち、富裕層に対する所得税減税措置を延長すべきかがひとつの争点になっている。オバマ大統領は従来、富裕層に対する減税措置は延長しないとの立場をとっていた。しかし10日の記者会見ではこれを「議論の余地がある」として、場合によっては妥協もありうるとの考え方を示した。

<トピック> 減速するもショックなし：8月ページブック

8月ページブックは、経済活動の減速が拡大したことを報告したが、住宅市場を除けば自然な減速の範囲にとどまっている。追加金融緩和の発動如何決定までには今しばらく状況観察の余地があると見る。米国経済は年前半までのハイペース成長から減速はしているものの、ショックをもたらすような新たな局面の変化にはいたっていないと考える。FRBの金融政策としても、拙速に追加緩和策を打ち出す必要があるほどの緊急事態ではない。少なくとも9月21日のFRB連邦公開市場委員会(FOMC)では、8月の追加緩和に対する市場の反応とその後の経済指標を今しばらく見極めるべく、金融政策現状維持が決定されると予想する。

<経済・金融の動向：9月7日～9月10日現在> 株価はさらに上値追いの体勢

<経済指標コメント> 新規失業保険申請件数(9月4日ㄨ週)は451千件(前週比-27千件)、継続受給者数(8月28日ㄨ週)は4478千人(同-2千人)、他。

<FOCUS> 政策転換の好機：中間選挙前の経済政策

レーバーデー休日の週に打ち出されたオバマ大統領の追加的経済政策は、短期的な効果は薄い、中間選挙後の経済政策の転換を示唆する象徴的なものである可能性がある。

500 億ドルの公共事業と、企業の R&D、設備投資減税を提案

オバマ大統領は、追加的な雇用・経済政策を相次いで打ち出した。6 日のレーバーデーには、ウィスコンシン州ミルウォーキーでの演説で、総額 500 億ドルの公共事業の実施、また 8 日のオハイオ州クリーブランドでの演説では、企業の研究開発への優遇税制の恒久化、および 2011 年内の企業設備投資の 100%加速償却を認める措置をそれぞれ提案、議会での立法を要請した。

だが、これらの措置が景気回復に短期的に効果を挙げるとは思えない。500 億ドルの公共投資はこれを前倒しで政府支出に計上するとしている。しかし、500 億ドルは名目ベースで米国の GDP の約 0.3%に過ぎない。また 1 年目の乗数効果も、貯蓄率が高水準にある現在の消費者の儉約志向からは多くは期待できない。消費性向を 0.3 と低めに見積ると GDP への寄与は 0.4%である。

また、企業の研究開発や設備投資への優遇税制による効果は短期的にはより限定的であろう。米政府はこの政策による減税効果は今後 2 年間にわたり 2000 億ドルと見込んでいる¹。年間 1000 億ドルは名目ベースで GDP の約 0.6%に相当するから、上記の公共事業とあわせてそこそこの成長率押し上げができる計算にはなる。また減税による設備投資の拡大に加えて減税による手元資金の増加はあらたな企業部門からの需要を生み出す可能性はある。中期的には経済を活性化させる効果はある程度期待できる。

しかし、こうした設備投資減税は、過去にもあまり即効的な効果は挙げていない。たとえばすでに 2009 年の景気対策法では環境関連の設備投資に関するボーナス償却が盛り込まれていた。しかし GDP 統計上の設備投資のうちいずれがこうした税優遇の効果であるかは算定困難である。企業の大型設備投資計画は実際の支出よりもかなり早期に決定しているのが通常で、1 年先の期限にむけた投資の前倒しは困難なことも多い。

確かに、優遇措置の期限には駆け込みの設備投資が発生するケースはある。しかし、実際に成長率を押し上げる効果はあまり目に見えるほどではないのが通常である。

第1表:オバマ大統領の追加経済対策の概要(2010年9月6日、8日)

1. 道路・鉄道・滑走路の更改と拡大(総額500億ドル)
 - ・150千マイルの道路再建・4000マイルの鉄道建設・150マイルの滑走路再建
 - ・インフラ銀行の創設
 - ・議会には当初政府投資支出を許容する立法を要請する
2. 企業の研究開発に関する税還付の恒久化
3. 2011年までのすべての企業設備投資の100%減価償却

(資料)米政府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 9月6日付 WSJ.com “Obama to Push Tax Break”。

中間選挙対策か政策転換の兆しか

したがって、この公共事業・減税策は主に中間選挙選挙対策だとの見方もありうる。共和党が下院の過半数を制すると見込まれる中間選挙までにこれらの法案を成立させるのは日程的にも困難と思われる。すでに、公共事業案については、共和党のベイナー下院院内総務（中間選挙で共和党が下院の過半数を制した場合下院議長に就任する可能性が高い）が反対しているとされる（8日オバマ大統領演説）。

10日には大統領が記者会見で、これらの政策に関して記者の質問に答えた。その中には「なぜこの時期に企業減税をうちだすのか、中間選挙対策ではないのか」との質問もあった。大統領は、すでに中小企業の企業減税はこの政権で実施していて、企業減税はいま急にでてきたものではないと説明した²。また個人・中小企業減税につづき、経済状況に応じて政策を順番に打ち出しているに過ぎないと述べた。

一方でこうした企業減税への着手を、オバマ政権の税政策のひとつの転換と見る見方もある。9月9日付WSJ紙社説は、企業減税に踏み込んだことはひとつのオバマ政権の進歩だと論じている。同紙はさらに、今後設備投資減税の恒久化と法人税減税に踏み込むべきだとしている³。

オバマ大統領の税制に対する考え方が微妙に揺れているのも事実である。現在議会では、2010年で期限を迎えるブッシュ減税のうち、富裕層に対する所得税減税措置を延長するべきかがひとつの争点になっている。オバマ大統領は従来、富裕層に対する減税措置は延長しないとの立場をとっていた。しかし10日の記者会見ではこれを「議論の余地がある」として、場合によっては妥協もありうるとの考え方を示した。

経済環境は成長戦略への転換の好機

本件だけをもってオバマ政権の税政策が転換をしたと見るのは早計かもしれない。今週のオバマ大統領の演説では依然として、労働者層・中間層重視の政策を強調、大企業への補助や税制の抜け穴防止の必要性、労働力の海外移転を防ぎ国内での労働需要を拡大させる政策を繰り返した。これらはオバマ政権発足時の政策と大きく変わっていない。また、金融機関・大企業・共和党を繰り返し攻撃する演説スタイルも従前と不変である。

しかし、オバマ大統領自身も述べているとおり、当初の個人減税、そして中小企業減税だけでは経済回復に十分でないと判断した場合は、一般企業減税による成長戦略を模索する必要があるだろう。金融危機時には、即効性のある個人向け税還付が少なくとも景気悪化をなんとか食い止めた。現状では少なくとも景気は拡大している。緊急時の税政策から中期的な成長をにらんだ政策への転換期である。

² 3月に成立したいわゆる雇用対策法には、雇用を拡大した企業に対する優遇税制が盛り込まれた。

³ 9月6日付WSJ紙“Tax Contradictions”。保守系の同紙がオバマ政権の企業減税案を「政策の転換」と評している背景には、設備投資減税という政策が、2003年のブッシュ減税や2008年当時のマケイン大統領候補の政策など、かつての共和党の政策に類似しているという背景がある。



筆者は以前より、オバマ政権が経済・財政政策を成長路線へと転換すべき時期は中間選挙前の時期だと見ていた⁴。経済の観点からも、リセッションから脱却してすでに1年以上がたっていると考えられる。二番底のリスクは低く、今後も米国は持続的な成長を続けるだろう。しかし、成長率は2%程度と低く、拡大した需給ギャップが解消しないことから失業率は高いままにとどまるだろう。この時期は、緊急時の危機対応政策ではなく、中期的な成長をにらんだ政策への転換の好機である。中間選挙で共和党が議席を回復すれば、これまでのオバマ流を貫徹することも困難になる。すでにオバマ大統領は経済政策を含め徐々に政策転換のタイミングを図っているのかもしれない。

(<FOCUS>)

⁴ 2009年12月24日付当レポート「成長路線へ転換の時期：2010年の経済政策に必要なもの」参照。

<トピック> 減速するもショックなし: 8月ページブック

8月ページブックは、経済活動の減速が拡大したことを報告したが、住宅市場を除けば自然な減速の範囲にとどまっている。追加金融緩和の発動如何決定までには今しばらく状況観察の余地があると見る。

経済成長の減速が拡大した

8日に公表された8月FRB地区連銀経済報告(ページブック)⁵では冒頭の総括文で、7月中旬から8月末までの報告期間につき「国全体の経済活動は成長を続けた」ものの前回7月ページブックの報告期間(5月下旬から7月下旬)に比べて「減速の広範囲な兆候」を伴ったと報告された。

成長のペースは「緩やか」とする報告がもっとも一般的で5地区連銀あった。一方「まぢまぢもしくは減速」を強調した報告が5連銀(NY、フィラデルフィア、リッチモンド、アトランタ、シカゴ)あった。

全体を通してみると、住宅市場を除いて特定の業種や地区に顕著な変化は見られず、全体的な経済が減速しているという印象である。個人消費は「まぢまぢだが全体としてわずかな増加を示唆」、製造業は「更に拡大したものの成長ペースは軟化」とされ、成長の表現がかなり控えめになっているものの、急激な悪化を示唆するほどではない。ただし住宅市場だけは、インセンティブ制度終了後の「きわめて低く減少する住宅販売」を多くの地区が報告している。

企業景況感悪化の著しいNY、フィラデルフィア連銀地区の状況

8月には2つの主要なFRB地区連銀調査による企業景況感指数が大幅に悪化した(8月20日付BTMU Focus USA Weekly「企業景況感はさらに低成長を示唆」参照)。まずフィラデルフィア連銀の製造業景況感指数は8月に急低下し、13ヶ月ぶりにマイナス(景気の縮小を示唆する)に転化した。フィラデルフィア連銀は今回のページブックで、経済条件を「まぢまぢ」と報告した連銀のひとつになっている。同連銀は、地区内の製造業が「全体として8月に出荷と受注がわずかに減少した報告した」と述べている。出荷や受注の減少は、同連銀の8月製造業景況感指数の受注DIと出荷DIがマイナス転化したことと平仄があっている。

また、NY連銀企業景況感指数も8月まで2ヵ月連続でマイナスになっている。NY連銀は今回のページブックで同地区の経済を「前回報告から減速の兆候を示した」と報告、小売売上は「軟化」、住宅市場は「さらに軟化の兆候」、製造業は「いくらか頭打ち」と表現している。

⁵ 8日に公表された8月分ページブックは、前回の7月報告(7月19日までの情報に基づく)以降、8月30日までの間にFRB外の企業・コンタクト先から収集された情報をもとに作成されたもので、今回の取りまとめはサンフランシスコ連銀。

景気急反発からの自然な減速の範囲内：今月のFOMCは現状維持と見る

しかし、これら 2 地区連銀を含めページブックが報告する経済活動の軟化は、住宅市場を除いて急激な悪化を示唆するものとは読めない。今年前半の景気回復ペースが予想以上に強かったことから自然な減速の範囲を出ないとのトーンだ。住宅市場については今後の持ち直しの可能性を先日のレポートで論じた通りである（8 月 27 日付 BTMU Focus USA Weekly「注目ポイントとして浮上中：住宅販売急減」参照）。

米国経済は年前半までのハイペース成長から減速はしているものの、ショックをもたらすような新たな局面の変化にはいたっていないと考える。FRB の金融政策としても、拙速に追加緩和策を打ち出す必要があるほどの緊急事態ではない。少なくとも 9 月 21 日の FRB 連邦公開市場委員会（FOMC）では、8 月の追加緩和に対する市場の反応とその後の経済指標を今しばらく見極めるべく、金融政策現状維持が決定されると予想する。

雇用市場は一進一退

尚、物価、賃金については「物価上昇圧力はきわめて限定的」「賃金圧力は全体的に穏やか」とされ、物価抑制圧力は依然強いことが示唆されている。

雇用市場は全体としてはめだった好転も悪化もなく一進一退の模様だ、当レポートの見る“遅い雇用回復”が維持されている。フィラデルフィア、アトランタは「企業が臨時契約雇用依存していることが正規雇用者を一部抑制している」と報告、一方ボストンは「臨時雇用から正規雇用への転換が増加した」と報告している。

<トピック>

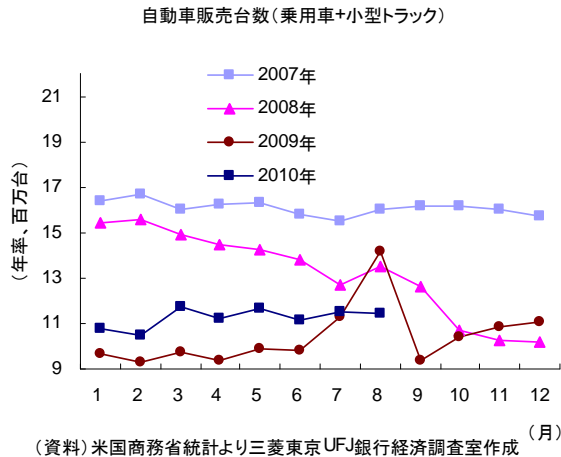
＜経済・金融の動向：9月7日～9月10現在＞
株価はさらに上値追いの体勢

- ▶ **株式市場**、NY ダウは2週続伸、前週末比15ドル高の10462ドルで10日の取引を終えた。レーバーデー休日明けの7日は-107ドルの大幅安で始まったが、その後は底堅く3日続伸。9日の新規失業保険申請件数の減少、10日の卸売在庫増加など経済指標の好転やも手伝って小幅ながら前週末の終値を上回った。S&P500の10業種別では、ヘルスケア、資本財、金融など10業種中9業種が過去5営業日で上昇した。1万ドルの底値を2週かけて固めた形、テクニカルにも200日移動平均線から頭ひとつ抜け出ている。
- ▶ **為替市場**ではドル円は、再び1ドル=84円を割り込んだのちに84円台に反発。7日には日銀政策決定会合で追加緩和が決定されなかったことから円高が進み、1ドル83円台にまでドル円は下落した。その後も83円台での取引が続いたが、米国株の回復やこれにともなう米国債利回りの上昇をみてドルがやや値を戻し、10日には84円台を回復して越週した。なおユーロは再び債務懸念の拡大で週初に大幅安となり、先週末の1ユーロ=1.29ドルレベルから下落して1.26ドル台で越週。対円、対ユーロいずれでもドルの持ち直しが見られた。債券市場では長期金利が上昇した。10年物米国債利回りは、週前半に弱含む場面もあったが、週後半に経済指標の好転と株価上昇をみて上昇、10日には2.8%に近づいて越週した。
- ▶ **向こう1週間**は、14日に8月小売売上高、15日に8月鉱工業生産指数、16日に8月生産者物価指数、17日に8月消費者物価指数と重要経済指標が続く。また先月急低下して景気減速懸念拡大の発端となったフィラデルフィア連銀製造業指数も16日に公表になる。先行する新車販売台数や大手小売業の既存店売上高の動きからは、小売売上高は前月比増加、また鉱工業生産指数は自動車メーカーの夏季操業停止後ずれの影響で伸びは鈍化するものの、何とか前月比プラスの伸びを示していると予想する。経済指標は予想とおりであれば、景気の持続的な拡大を示唆するものになりそうだ。
- ▶ 株式市場は、一時の景気減速懸念が後退して、テクニカルにも底値を固めたことでさらに上値を迫る展開を予想する。レーバーデーの翌週は夏休シーズンが終了して本格的に市場参加者が増加することが見込まれる。休暇明けを迎えるには良い市場センチメントである。NYダウの上値の目処は8月初の高値の10700ドルレベルである。経済成長に関する市場の見方の下方への調整はおおむね終了したとみて、その後11000ドルを目指す上昇局面に入ると見る。為替市場では、引き続きドル円は神経質な展開になるだろう。14日には日本の民主党代表選が行われる。中期的にはドル円は底入れが近いと見ている。

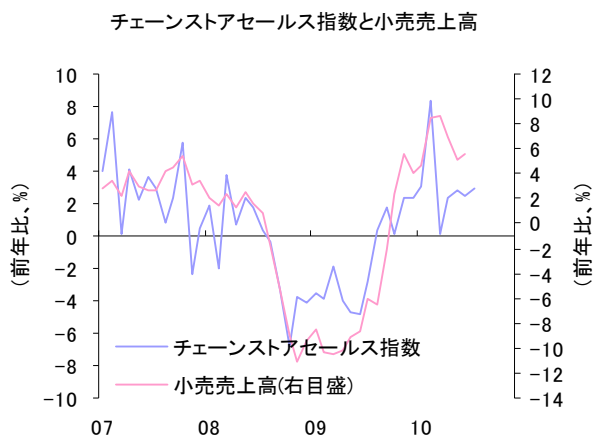
（＜経済・金融の動向＞）

<経済指標コメント>

- **新車販売台数（8月）は年率 11.4 百万台（前月比-0.1 百万台）**：新車販売台数は今年に入りほぼ 11 百万台半ばでの横ばいが続いている。



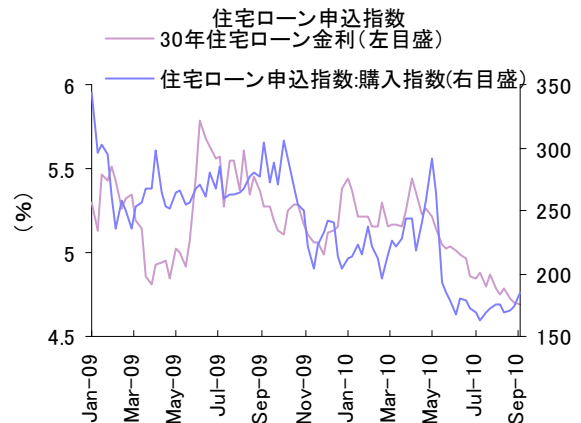
- **BTMU チェーンストアセールス指数（8月）は前年比+2.9%（季節調整済前月比+0.6%）**：チェーンストアセールス指数（大手小売業既存店売上高指数）は7月の前年比+2.5%につづき8月も+2.9%と堅調な伸び。前月比でも前月のマイナスの伸びから反発した。雇用の拡大ペースは緩やかだが、小売売上はそれに応じた増加をしめしている、景気悪化懸念は見られない。



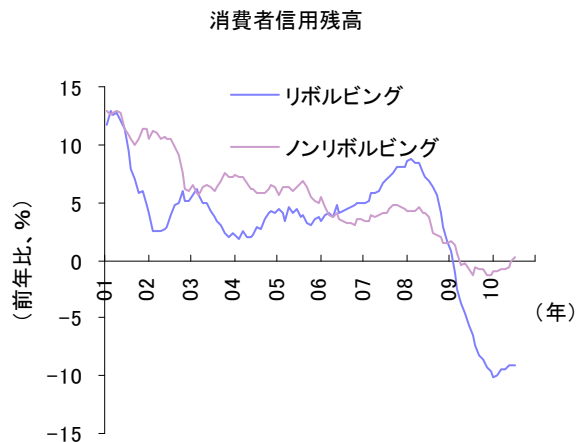
(以上先週公表済みの指標)

- **MBA 住宅ローン申込指数（9月3日㊦週）は前週比-1.5%、リファイナンス指数同-3.1%、購入**

指数同+6.3%：住宅ローン申込指数は6週ぶりの低下。住宅ローン金利の低下ペースが鈍った（30年物固定住宅ローン金利は前週比-0.01%の4.69%）ことでリファイナンスが大幅に減少した。しかし一方で購入指数は3週連続かつ大幅な上昇。住宅購入インセンティブ制度終了後の調整が徐々に終了してきていることを示唆している。長期金利が底入れの兆しを見せていることから、金利上昇前のローン申込が今後増加することも考えられ、住宅市場は徐々にインセンティブ制度終了後の反落から回復していきそうだ。



- **消費者信用残高（7月）は前月比-0.15%、リボルビング信用残高同-0.53%、ノンリボルビング信用残高同+0.05%**：消費者信用残高は6ヶ月連続の減少で、依然として消費者の借り入れ減少と債務圧縮が継続していることを示唆している。



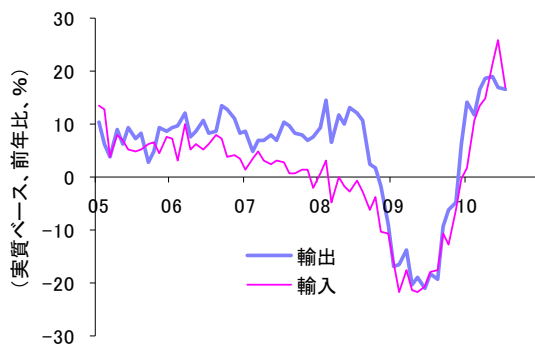
特にクレジットカードなどのリボルビング信用は過去2年間連続で減少している。しかし、自動車ローンなどのノンリボルビング信用は徐々に増加基調に転じつつあり、前月比では3ヶ月連続の増加、前年比でも2009年3月以来のプラスの伸びに転じた。

業保険申請件数は大幅に減少、7月以来の450千件台に減少した。4週移動平均も477.75千件（前週比-9.25千件）と2週連続の大幅低下になった。400千件台半ばの新規失業保険申請件数は、雇用市場が継続的拡大に近づいていることを示唆しているが、本格的拡大の目処である400千件割れにはまだ距離がある。また9月4日週はレーバーデー休日の前の週で、この前後には季節調整のゆがみは発生しやすい失業保険申請件数の減少基調が持続的なものかどうかの見極めにはあと2週間ほどの数字を見極める必要がある。

- 財・サービス収支赤字（7月）は-428億ドル（前月-498億ドル）、実質ベース財の貿易収支赤字は-477億ドル（前月-536億ドル）**：財・サービス収支赤字は前月比で大幅に縮小した。輸出が増加し、かつ輸入が減少したのが要因。実質ベースの財貿易赤字収支も同様に縮小した。6月の赤字急拡大をもたらした輸入の急増は米国の内需の減速にてらしてやや違和感のあるものだった。7月の指標はこの月次の急増がその後調整されている可能性を示すものだ。第2四半期は貿易赤字の縮小が成長率に大きくプラス寄与したが、第3四半期は逆にプラスに寄与すると見る当レポートの動きに沿った形になっている。

（＜経済指標コメント＞）

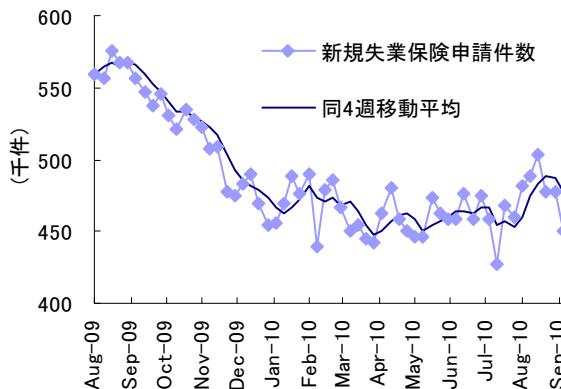
財の輸出・輸入の伸び



（資料）米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- 新規失業保険申請件数（9月4日週）は451千件（前週比-27千件）、継続受給者数（8月28日週）は4478千人（同-2千人）**：新規失

新規失業保険申請件数



（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



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.