



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

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)

Toshiki Iwaoka 岩岡 聡樹

Managing Director & Chief Economist

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

夏期休暇及びオフィス移転（ビル内）のため、
当レポートは7月第2週まで休刊となります。
どうぞよろしくお願ひ申し上げます。

June 21, 2012

<FOCUS>

持ち直しのきっかけ見えず

- 景気減速を示す経済指標が続いている。5月までのデータは暖冬要因の剥落によるものが多かったが、足元の指標は、天候要因に加え、欧州債務問題の混迷が徐々に経済活動の下押し要因になりつつあることを示唆するものとなっている。
- 今週公表された6月のフィラデルフィア連銀・製造業業況指数は、▲16.6と前月の▲5.8からさらに低下、業況判断の分かれ目となるゼロを2ヵ月連続で割り込んだ。先週公表されたNY連銀の業況指数の低下も合わせてみれば、来月初に公表される6月のISM製造業指数も製造業の減速感が強まっていることを確認する内容となりそうだ。
- こうした製造業の景況感悪化には、グローバルな輸出環境悪化の影響が出ているとみていだろう。今週公表されたユーロ圏の製造業PMIは悪化傾向を辿っており、欧州景気悪化の影響は輸出減速を通じてグローバルに波及しつつある。加えて、米国の輸出はこれまでのドル安による押し上げ効果が剥落するタイミングに入ってきている。欧州債務問題の長期化で今後ともドルが上昇しやすい状況が続けば、米国輸出の持ち直しは遅れる公算が大きい。
- 改善が続いてきた消費マインドが頭打ちとなりつつある点も新たな懸念材料である。6月のミシガン大学消費者センチメント（期待指数）は今年に入って最も低い水準まで低下した。米国の個人消費は、株高に伴う消費性向の上昇（≒資産効果）に牽引されてきた面が大きく、昨夏同様、マインド悪化に伴う個人消費減速を余儀なくされないか、注視が必要だ。
- FRBは今週20日のFOMCで、オペレーション・ツイストの延長を決定、中長期金利の低下により景気を下支えする姿勢を打ち出したが、バブル崩壊後の経済において金利チャネルを通じた景気刺激効果は限られる。特に、住宅バブル期に需要が大幅に前倒しされたことで住宅投資の金利に対する感応度はここ数年低下している。原油・ガソリン価格下落を受けたインフレ率の低下によって家計の購買力が改善するため、米国経済の急失速は避けられるとみているが、欧州情勢の短期間で改善が無ければ、低成長から持ち直すきっかけも掴めない状況が今暫く続きそうだ。

<FOCUS> 持ち直しのきっかけ見えず

6月データは悪化継続

景気減速を示す経済指標が続いている。5月までのデータは暖冬要因の剥落によるものが多かったが¹、このところ公表された経済指標は、天候要因に加え、欧州債務問題の混迷が徐々に経済活動の下押し要因になりつつあることを示唆するものとなっている。

今週公表された6月のフィラデルフィア連銀・製造業業況指数は、▲16.6と前月の▲5.8からさらに低下、業況判断の分かれ目となるゼロを2ヵ月連続で割り込んだ。ISM換算ベースでも42.7へ低下、50を2ヵ月連続で割り込むのは政府債務の上限引き上げや欧州債務問題を巡る混乱から景気減速を余儀なくされた昨年夏場以来である(第1図)。

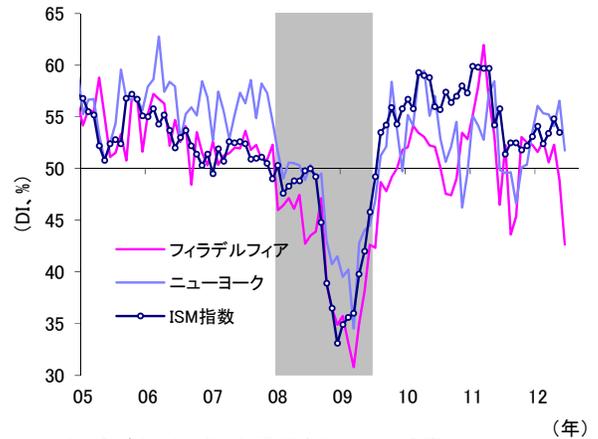
中身をもても、受注・出荷などの弱さが目立っている。在庫調整が進んでいることで今のところ大幅な生産調整は回避されている点や、6ヶ月先の業況見通しは改善しており、足元の企業活動の停滞は一時的とみられている点はプラス材料と言えるが、先週公表されたNY連銀の業況指数の低下も合わせてみれば、来月初に公表される6月のISM製造業指数も製造業の減速感が強まっていることを改めて確認する内容となりそうだ(同図)。

製造業景況感はグローバルに連動

こうした製造業の景況感悪化には、グローバルな輸出環境悪化の影響が出ているとみていだろう。今週公表されたユーロ圏の製造業PMIは緩やかながらも悪化傾向を辿っている(第2図)。米国及び中国の製造業の景況感は依然50を上回っているものの、欧州景気悪化の影響は輸出減速を通じてグローバルに波及しつつある。

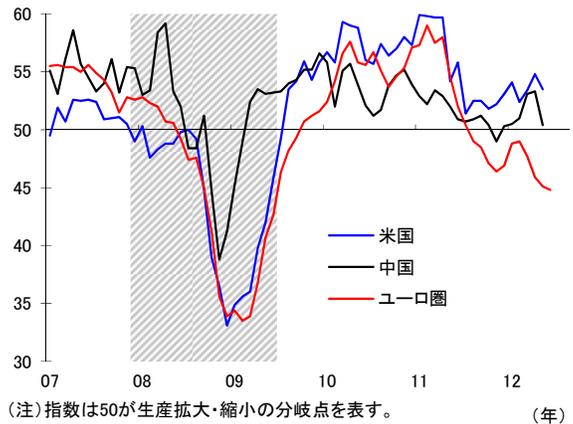
加えて、米国の輸出はこれまでのドル安による押し上げ効果が剥落するタイミングに入ってきている(第3図)。欧州債務問題の長期化で今後ともドルが上昇しやすい状況が続けば、米国輸出

第1図: ISM指数と地区連銀企業景況感の推移



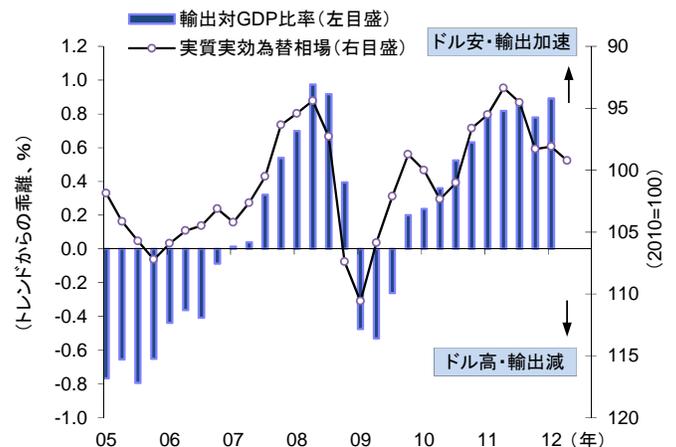
(注) 製造業。シャドウは景気後退期。ISM換算ベース。
(資料) ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 製造業景況感の推移



(注) 指数は50が生産拡大・縮小の分岐点を表す。
シャドウは米国の景気後退局面。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 実質実効為替相場と輸出比率の推移



(資料) BIS、商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 6月13日付 Focus ご参照。

の持ち直しは遅れる公算が大きく、外需からの牽引は期待し難い。輸出環境の好転にはやはり欧州債務問題への政策対応が進展するだけでなく、欧州景気そのものが持ち直しに転じてくる必要があるだろう。

消費マインドも頭打ち

これまで改善が続いてきた消費マインドが頭打ちとなりつつある点も新たな懸念材料である。6月のミシガン大学消費者センチメント（期待指数）は今年に入って最も低い水準まで低下した（第4図）。ガソリン価格の低下が消費マインドの下支え要因になっているとはみられるものの、5月以降の株価下落の悪影響が顕現化してきた公算が大きい。

これまで米国の個人消費は、株高に伴う消費性向の上昇（≒資産効果）に牽引されてきた面が大きい。昨夏のように、マインド悪化に伴い個人消費が減速を余儀なくされないか、株価動向と合わせて注視が必要だ（同図）。

金利低下による需要刺激に多くは期待できず

景気減速を示唆する経済指標が増えるなか、FRBは今週20日のFOMCで、オペレーション・ツイストの延長を決定、中長期金利の低下により景気を下支えする姿勢を打ち出した²。

ただ、バブル崩壊後の経済において金利チャネルを通じた景気刺激効果は限られる。特に、住宅バブル期に需要が大幅に前倒しされたことで住宅投資の金利に対する感応度はここ数年低下しているようだ。通常、住宅投資は金利との相関が強いが、今次回復局面に入ってから、こうした関係は薄れている（第5図）。

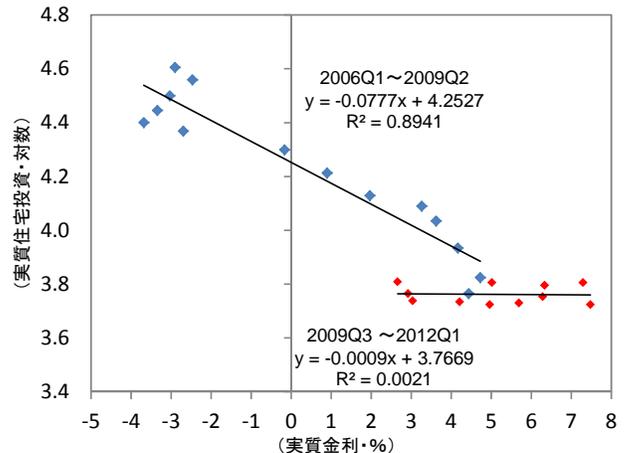
中長期金利が既に歴史的な低水準にあることも踏まえると、オペレーション・ツイストにより仮に金利を一段と低下させることが出来たとしても、それはあくまで“下支え策”であり、景気の加速まで見込むことは難しいように思われる。ここもとの原油・ガソリン価格下落を受けたインフレ率の低下によって家計購買力が下支えされるため、米国経済の急失速は避けられるとみているが、欧州情勢の急激な改善が見込めなければ、低成長から持ち直すきっかけも掴めない状況が今暫く続きそうである。

第4図: ミシガン大学消費者センチメントと個人消費



(資料)ミシガン大学、商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 金利と住宅投資の相関関係



(注)実質金利は10年債利回りを住宅投資デフレーターで実質化。実質金利を4四半期先行。
(資料)商務省・FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< FOCUS >

² 6月20日付 Topics ご参照。



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.