



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 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

August 24, 2012

<FOCUS>

景気減速と失速の分かれ目

- 最近の企業部門に関するハードデータは一部底堅さもみえるが、家計部門同様、今後の回復力は弱そうだ。むしろ、欧州債務危機を背景としたグローバルな景気減速が長期化するなか、企業部門の耐久力は低下してきている。鉱工業生産は増産が維持されているが、自動車やハイテクを除くとほぼ横這い圏内での推移にとどまっている。また、先行指標となる ISM 指数の新規受注は需要の弱含みを示している。
- 輸出も似た状況だ。6月の輸出は底堅い伸びとなり、地域別には太平洋地域・OPEC 向け等が伸びを高めたが、ISM 指数の輸出受注は2ヵ月連続で50%を割り込んでいる。ISM 指数における新規受注と輸出受注は、昨年後半と比べても悪化が幾分目立っており、景気減速が続くなか、内外需要が停滞色を徐々に強めていることを表している。他方、企業の在庫率は小幅上昇、生産計画に実際の需要がついて来れるか注視すべき局面にある。
- 注意が必要なのは、景気減速が長期化するなか、売上・企業収益の鈍化が設備投資に波及する時間帯に入ってきていることである。コア資本財受注は、企業の設備投資抑制スタンスの強まりを示しているほか、今月公表された資本ストック統計では、企業の期待成長率と適正資本ストックの低下に伴い、設備投資の持続力が過去と比べ弱まっていることが確認された。設備投資の減少を回避するには個人消費や輸出が早期に持ち直す必要がある。
- こうしたなか、8月 FOMC の議事録では、今後、経済情勢が大幅に改善しない限り、追加緩和が正当化されると多くの投票メンバーが判断していることが示された。これまでに公表されている経済指標については、追加緩和を見送るほど強いと判断されるとは考え難い一方、次の一手としては政策ガイダンスの延長が想定されているとみられる。
- もちろん、追加緩和により FOMC が目指す成長ペースへ景気を加速させられるかは不確定だ。異例の金融緩和を長期間続けざるを得ないことを経済主体が再認識することで、下方屈折した成長期待を固定化するリスクも大きいだろう。ただ、短期的には追加行動を採らないことによるリスクも徐々に高まっている。欧州債務危機に対する政策対応の加速や、+20万人に近い雇用増といったことが無ければ、来月 FOMC では時間軸の半年延長を柱とした追加措置に踏み切る可能性が高まりそうだ。

<FOCUS> 景気減速と失速の分かれ目

ハードデータの一部は底堅さを示す

最近の企業部門に関するハードデータは一部に底堅さもみえるが、家計部門同様¹、今後の回復力は弱そうだ。むしろ、欧州債務危機を背景としたグローバルな景気減速が長期化するなか、企業部門の耐久力は低下してきている。

7月の鉱工業生産は前月比+0.6%と、自動車・ハイテク関連が牽引する形で4ヵ月連続の増産となったが、これらを除いた製造業生産は今年の2月をピークにほぼ横這い圏内での推移となっている(第1図)。一方、先行指標となるISM製造業指数(7月)の新規受注は2ヵ月連続で50%を割り込み、需要の弱含みを示唆している。先行きの生産活動については慎重にみるべきであろう。

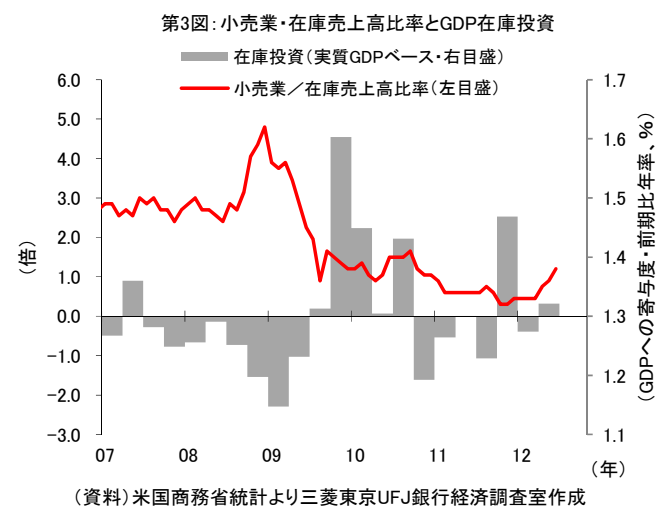
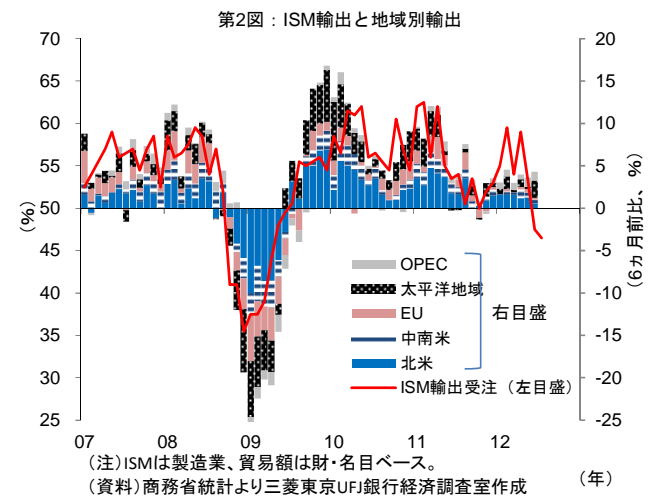
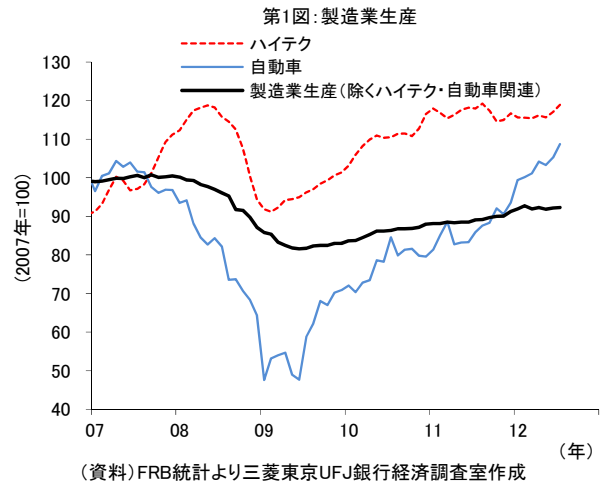
輸出も受注は弱い

輸出も似た状況にある。直近6月の実質財輸出は6ヵ月前比+4.7%、名目では同+3.7%と、底堅い伸びとなった。地域別にみると(名目ベース)、太平洋地域・OPEC向けなどが単月では伸びを高めたが、ISM指数の輸出受注は2ヵ月連続で50%を割り込んでいる(第2図)。

ISM指数における新規受注と輸出受注は、昨年後半と比べても悪化が幾分目立っており、景気減速が続くなかで内外需要が停滞色を徐々に強めていることを示している。基調としての生産活動の改善を見込むには、同指数でみた需要の底入れと持ち直しを確認する必要がある。

在庫率は上昇継続

他方、在庫率は小幅上昇してきている。製造業では在庫は引き続き抑制されているが、小売業での増加が目立ってきた(第3図)。業種によっては意図した在庫積み増しの側面もあるとみられるが、小売段階での在庫増は、在庫抑制が今後の景気減速要因となる可能性を示しており(同図)、企業の生産計画に実際の需要がついて来れるか注視すべき局面だ。



¹ 8月17日付 Weekly ご参照。

設備投資への波及リスク

また注意が必要なのは、景気減速が長期化していることで、売上・企業収益の鈍化が設備投資にも波及する時間帯に入ってきていることである。今週金曜日に公表されたコア資本財受注（非国防・航空機関連除く）は前月比▲3.4%と2ヵ月連続で減少、足元で企業の設備投資抑制スタンスが強まりつつあることを示す結果となった（第4図）。

もとより、金融危機後の企業の投資スタンスは慎重姿勢が維持されており、景気減速が続くなかで設備投資に牽引役を期待するのは難しい。今月公表された資本ストック統計によると、2011年の資本ストックは前年比+1.7%と、景気回復期としては極めて低い伸びに留まった（第5図）。企業の期待成長率が低水準にとどまるなか、適正資本ストック水準が低下、設備投資の持続力が過去に比べ弱まっていることを示している。

このところの設備稼働率の改善は生産能力増強を慎重に行っていることの裏返しでもある。設備投資の減少局面入りを回避するには個人消費や輸出が早期に持ち直す必要がある。

FOMC 議事録は追加緩和を強く示唆

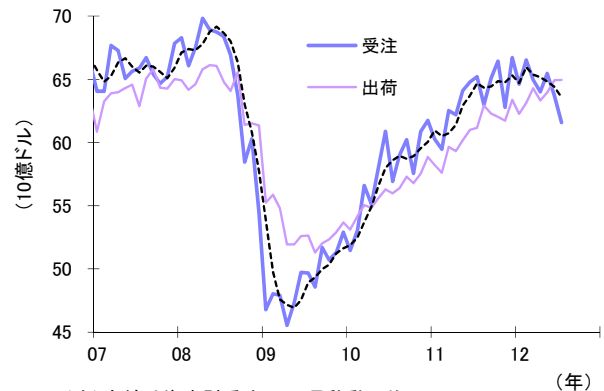
こうしたなか、今週公表された8月FOMCの議事録では、「多くのメンバーが、今後入手できる情報が大幅かつ持続的な景気回復ペースの加速を示さない限り、追加緩和がごく近いうちに正当化される公算が大きいと判断した」とされ、追加緩和に向けた合意が形成されつつあることが確認できる。

問題は、FOMCメンバーが前回会合後の経済指標をどう捉えるか、追加緩和の内容が何かという点だが、これまでに公表されている経済指標について、「大幅かつ持続的な景気加速を示す」と判断されるとは考え難い。追加緩和の内容については、議事録の内容を踏まえると、追加的国債購入、所謂QE3についてはその内容と時期について意見が若干割れるなか、次の一手としては2014年終盤まで異例の金融緩和を続けるとしている政策ガイダンス（時間軸）の延長が想定されているとみられる。

効果と副作用

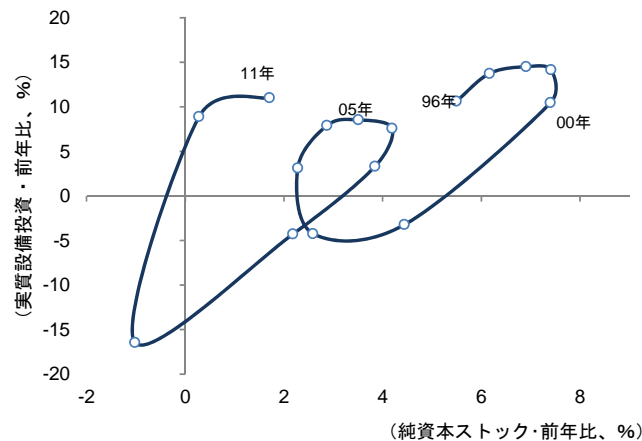
もちろん、これらの追加緩和によりFOMCが目指す成長ペースへ景気を加速させられるかは不確実性が高い。今後、政策ガイダンスが更に延長されていった場合、異例の金融緩和措置は、日本のかつての量的緩和の継続期間である5年を大幅に超えてくる。資金調達コスト低下を通じた需要刺激が限界的には期待される反面、金融緩和を長期間続けざるを得ない状況を企

第4図：非国防資本財受注・出荷（航空機関連を除く）



(注) 点線は資本財受注の3ヵ月移動平均。
(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

第5図：資本ストック循環



(注) 民間部門、機械・ソフトウェアベース。
(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



業や家計が再認識することで、経済主体の下方屈折した成長期待を固定化する中長期的なリスクも大きくなって来るだろう。

ただ、上述した経済情勢等を踏まえると、短期的には追加行動を採らないことによるリスクが徐々に高まっていることも事実である。他方、グローバルな景気下振れリスクの払拭に欠かせない欧州当局の政策決定には今暫く時間がかかる可能性が高いほか、緩和期待が高まってきていることもあって、現状維持とした場合に金融市場へ及ぼすマイナス・インパクトも無視できない。仮に景気の急失速を許してしまえば、経済・金利正常化のプロセス自体が遅れるリスクもある。

今後、欧州債務危機への政策対応が急速に進展する、又は前月比+20万人に近い雇用増やISM指数の急反発、といったことが無ければ、来月12日～13日のFOMCでは、短期的な景気下振れリスクへの対応が優先され、時間軸の半年延長を柱とした追加措置に踏み切る可能性が高まりそうだ。

<FOCUS>

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.