



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

October 15, 2012

<FOCUS>

“超過需要”の無い世界

- 輸出の軟調局面が続いている。先週公表された8月の輸出は前月比2ヵ月連続で減少、地域別にみても全般的に弱さが目立つ。輸出環境が今回の景気回復局面では最も厳しくなっていることが伺える。ISMの輸出受注指数が足元で持ち直すなど、輸出環境の悪化に歯止めがかかる兆しもあるが水準自体は低い。欧州経済の調整がグローバルな生産・分業体制が確立した製造業セクターにおいて引き続き重石になることも踏まえると、今後、ISMの輸出受注が50を持続的に上回るか、慎重に確認していく必要がある。
- 輸出の弱含みを反映して、7~9月期GDPの純輸出は小幅ながら3四半期振りのマイナス寄与となりそうだが、景気回復期において、純輸出の寄与がプラスないしは小幅のマイナスにとどまっているのは珍しい。これは、バブル崩壊後の構造的な内需伸び悩みと、それを背景として、政策的にドル安が志向されていることの双方が影響している。ドルの実質実効為替相場と輸出・輸入対GDP比率の推移はこれを示している。
- 米国以外にとっての問題は、こうしたドル安政策による景気下支えが当面続かざるを得ない点であろう。過去、米国の輸入比率がトレンドから乖離する形で上昇するには、強いドル高政策が志向されることや、景気の過熱が前提条件であったことが確認できる。ドルが基軸通貨であり、その急落リスクが高くないこともあって、目先2年程度は、ドル安の維持が志向され、バブル期に大きく拡大した輸出入比率の乖離は縮小方向と見ておく必要がある。
- 先週、IMFは世界経済予測を公表、欧州債務危機や米国の財政の崖に関する不透明感等を背景に、今年の世界成長率を前年比+3.3%、来年は同+3.6%へ下方修正している。ただ、2000年代半ばのように、世界経済に4%を超えるような成長率が展望し難くなっている背景には、政策面での不透明感だけでなく、世界最大の経常赤字国による対外不均衡の是正が底流にあると考えられる。過去、世界経済が高成長を遂げた局面では米国の経常赤字拡大を必ず伴っていたことは、米国の景気・輸入拡大による“超過需要”が世界経済加速の前提となっていたことを示唆している。各国の経済政策面においては、内需活性化の重要性が増しているとも言えるだろう。

<FOCUS> “超過需要”の無い世界

輸出は軟調

輸出の軟調局面が続いている。先週公表された8月の輸出は前月比▲1.0%と、2ヵ月連続で減少を記録した。

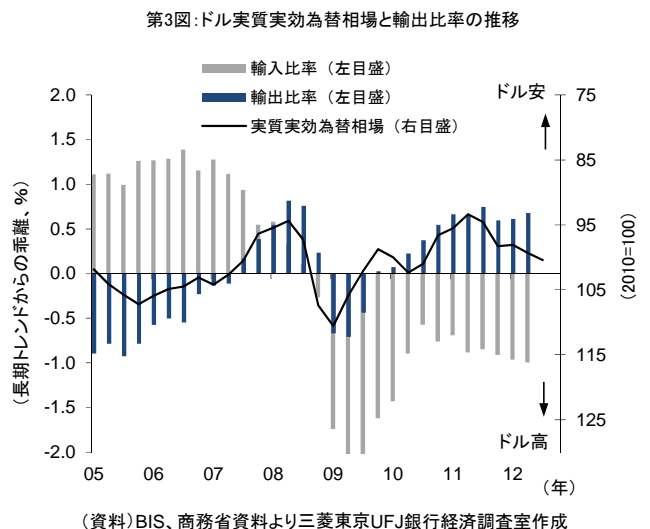
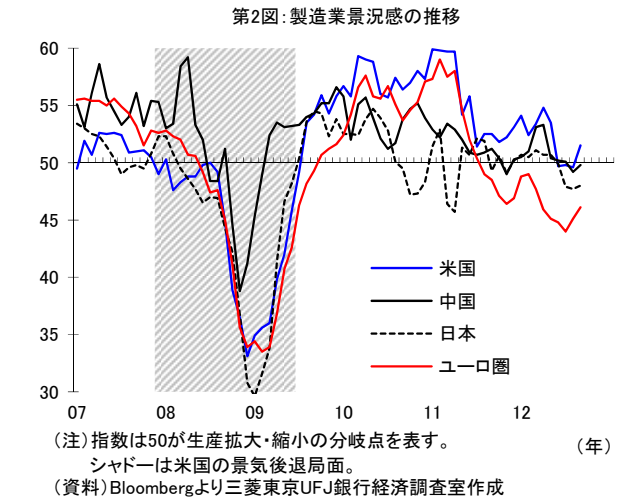
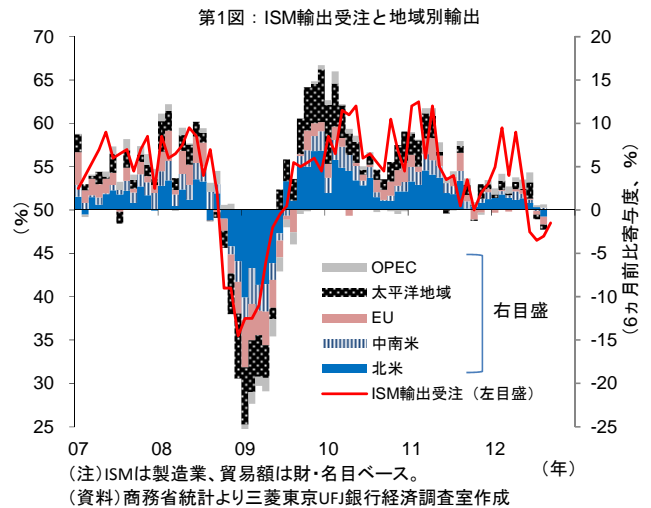
地域別にみても（第1図、財・6ヵ月前比ベース）、欧州及び太平洋地域向けが引き続き減少したほか、北米向けも2009年6月以来初めてマイナスをつけるなど、全般的に弱さが目立つ。輸出環境が今回の景気回復局面では最も厳しくなっていることが伺える。

足元、ISMの輸出受注指数は、8月・9月と2ヵ月連続で持ち直すなど、輸出環境の悪化に歯止めがかかる兆しがあるが、水準自体は依然50を下回っている（同図）。

また、海外では欧州製造業の景況感は厳しさが続いている（第2図）。欧州経済の調整は、グローバルな生産・分業体制が確立した製造業セクターにおいて引き続き重石になるとみられる。今後、ISMの輸出受注が、輸出増減のブレーク・イーブンである50を持続的に上回っていくか、慎重に確認していく必要がある（前掲第1図）。

外需を支えるドル安

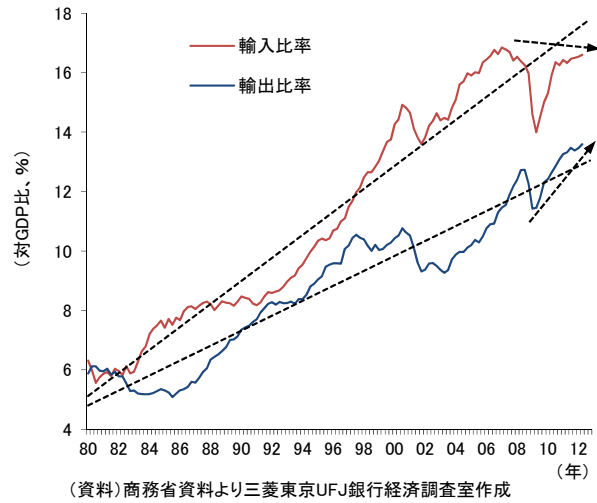
輸出の弱含みを反映して、7～9月期GDPの純輸出は小幅ながら3四半期振りのマイナス寄与となりそうだが、過去の景気回復期においては、純輸出の寄与は輸入増を受けてマイナスとなるのが一般的であり、プラスないしは小幅のマイナスにとどまっているのは珍しい。これは、バブル崩壊後の構造的な内需伸び悩みと、それを背景として、政策的にドル安が志向されていることの双方が影響している結果であることは言うまでもない。実際、ドルの実質実効為替相場と輸出・輸入対GDP比率の推移は、ドルの減価が輸出促進と輸入抑制の両面において外需、ひいては米国経済のサポート要因になっていることを示している（第3図）。



対外収支不均衡の是正には時間

こうしたドル安政策による景気下支えは当面続かざるを得ないであろう。米国の輸出・輸入比率を振り返ると（第4図）、輸入比率がトレンドから乖離する形で上昇するには、強いドル高政策が志向されることや、景気の過熱（乃至はバブル）が前提条件であり、そうした状況の再現は容易でないことが改めて確認できる。ドルが基軸通貨であり、その急落リスクが高くないこともあって、目先2年程度は、ドル安の維持が志向され、足元6%程度に及ぶデフレ・ギャップ解消が経済政策上の優先課題となる公算が大きい。バブル期に大きく拡大した輸出入比率の乖離は縮小方向と見ておく必要があるだろう。

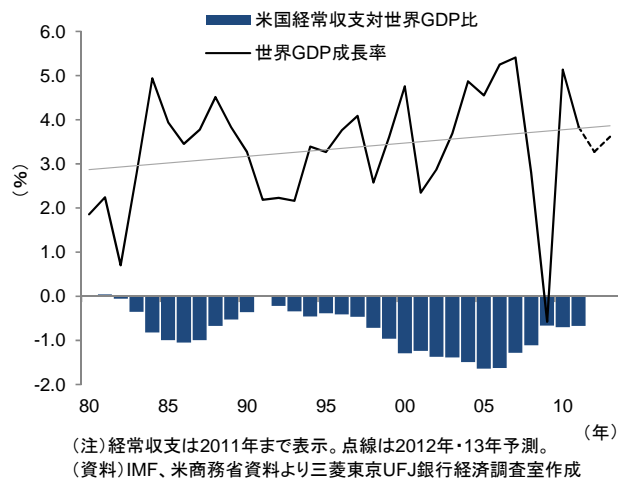
第4図: 輸出入対GDP比率の長期推移



“超過需要”の無い世界

先週、IMFは世界経済予測を公表、欧州債務危機や米国の財政の崖に関する不透明感等を背景に、今年の世界成長率を前年比+3.3%（前回7月予測比▲0.2%）、来年は同+3.6%（同▲0.3%）へ下方修正している。ただ、2000年代半ばのように、世界経済に4%を超えるような成長率が展望し難くなっている背景には、政策面での不透明感だけでなく、世界最大の経常赤字国による対外不均衡の是正が底流にあると考えるべきであろう。過去、世界経済が高成長を遂げた局面では米国の経常赤字拡大を伴っていたことは（第5図）、米国の景気・輸入拡大による“超過需要”が世界経済加速の前提となっていたことを、また、足元の輸出入比率の推移は当面はそうした景気押し上げ要因が期待し難いこと、を示唆している。各国の経済政策面においては、如何に内需を伸ばすかが重要性を増していることになる。少なくとも欧州のように、内需がマイナス成長でも、外需の牽引を前提に財政健全化を推し進める財政政策の実効性は高くないように思われる。

第5図: 世界GDP成長率と米国経常赤字



<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.