



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 22, 2012

<FOCUS>

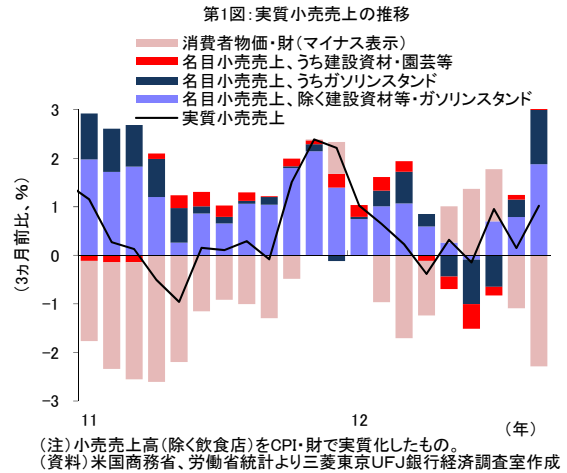
家計復調 vs 企業停滞

- このところ公表された経済指標は米国家計部門の底堅さを確認する内容となっている。小売売上高でみると、7~9月期の個人消費は財を中心に4~6月期から持ち直してきている。消費者マインドが上向いているほか、住宅関連指標も改善傾向が続いている。力強さは無いものの、家計部門の改善傾向は米国経済の先行きを占う上でのプラス材料である。
- 他方、家計部門とは対照的に企業部門は依然停滞気味だ。とりわけ製造業セクターの弱さが目立っており、鉱工業生産は自動車やハイテク関連の生産が頭打ちとなるなか、このところ足踏み状態となっている。欧州経済調整を起点とする世界経済の減速が影響しているとみて間違いなからう。小売・卸売段階での在庫率上昇も踏まえると、生産抑制は目先1~2ヵ月は続くと思われる。
- こうしたなか、引き続き注視が必要なのは設備投資の弱含みである。7~8月のコア資本財出荷の動きを踏まえると今週末公表される7~9月期のGDPは、設備投資の足踏みを確認する内容となる可能性が高い。今回の回復局面においては、資本ストックの伸びが低水準にとどまっており、大幅な資本ストック調整を余儀なくされる可能性は高くないが、設備稼働率の低下、企業収益の伸び悩みが続けば設備投資のマイナス継続は避けられない。
- 当面は家計部門の回復力や海外経済など、投資環境の改善を確認していくほかないが、先週公表されたフィラデルフィア連銀・製造業業況指数(10月)では、今後半年の設備投資動向を示す資本支出DIが小幅ながら約3年振りのマイナスとなった。ここ数ヵ月、欧州債務問題への政策対応が徐々に進展するなど前向きの動きもあるが、企業の投資スタンスを好転させるのは容易ではないようだ。
- 今後の景気を左右するのは、家計部門の底堅さと企業部門の低調さのどちらだろうか。従来であれば前者ということになる。しかし、金融危機後の企業の支出行動は、期待成長率の下方屈折やグローバル競争激化等を受け慎重姿勢が長期化、以前のような家計先行の回復メカニズムは機能し難しくなっている。このことは、今回回復局面において、成長率に対する家計と企業の寄与が概ね拮抗し、以前とは様相が異なることからみとれる。まずは、資本財受注・出荷の反転、財政リスクの軽減を確認する必要がある。

<FOCUS> 家計復調 vs 企業停滞

家計は総じてしっかり

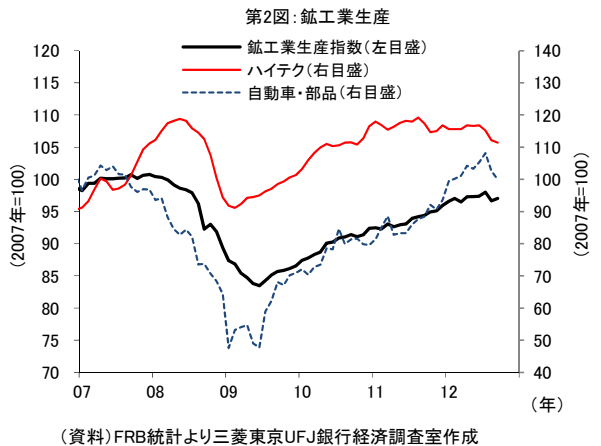
このところ公表された経済指標は米国家計部門の底堅さを確認する内容となっている。9月の小売売上高は8月に続き高めの伸びを記録。名目ベースの小売売上はガソリン価格の上昇で押し上げられているが、実質ベース（3ヵ月前比）でも、7～9月期の個人消費は財を中心に4～6月期から持ち直してきているようだ（第1図）。消費者マインドも上向いているほか、住宅関連でも10月のNAHB住宅市場指数が小幅上昇するなど改善が続いている。力強さは無いものの、家計部門の改善傾向は米国経済の先行きを占う上でのプラス材料である。



企業部門は停滞気味

他方、家計部門とは対照的に企業部門は停滞を余儀なくされている。とりわけ製造業セクターの弱さが目立っており、鋳工業生産は、自動車やハイテク関連の生産が頭打ちとなるなか、このところ足踏み状態となっている（第2図）。

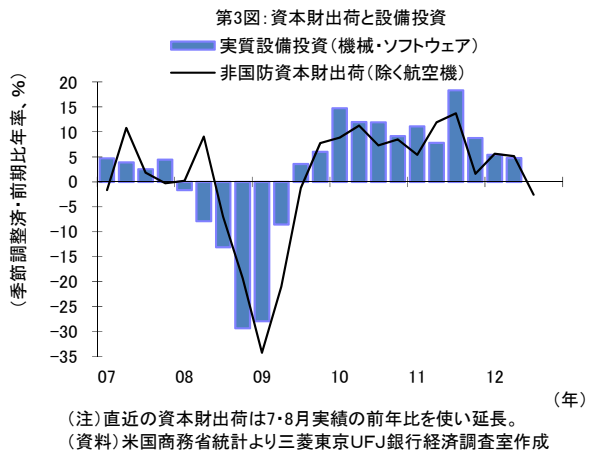
国内自動車販売が引き続き回復基調を辿っていること等を踏まえると、欧州経済の調整を起点とした世界経済の減速が影響しているとみて間違いなであろう。小売・卸売段階では在庫率が幾分上昇している点も踏まえると、在庫調整に向けた生産抑制は目先1～2ヵ月は続くと思われる。



7～9月期の設備投資は小幅マイナスの公算

こうしたなか、引き続き注視が必要なのは設備投資の弱含みである。7～8月のコア資本財出荷は4～6月期対比▲0.7%となっており、前期比横這いに留まるには、9月の資本財出荷が前月比+2.6%伸びる必要がある。今週末公表される7～9月期のGDPは、設備投資の足踏みを確認する内容となる可能性が高まっている（第3図）。

今回の景気回復局面においては、資本ストックの伸びが低水準にとどまっているため¹、大幅な資



¹ 8月24日付 Weekly ご参照。

本ストック調整を余儀なくされる可能性は高いものの、生産活動停滞と設備稼働率の低下、企業収益の伸び悩みが続けば設備投資のマイナス継続は避けられない。

投資持ち直しの兆しはまだ見えず

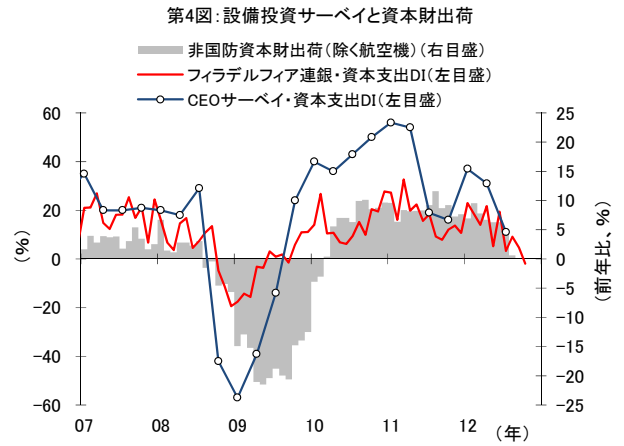
従って、当面は家計部門の回復力や海外経済など、設備投資の外部環境改善を確認していくほかないが、先週公表されたフィラデルフィア連銀・製造業業況指数（10月）は、ヘッドラインが足元における企業景況感の持ち直しを示唆する一方、今後半年の設備投資動向を示す資本支出DIは、小幅ながら約3年振りのマイナスとなった（第4図）。ビジネス・ラウンドテーブルなど四半期サーベイでは、企業の設備投資スタンスが今回回復局面では最も慎重化していることが確認されているが、そうした動きが足元10月に持ち越されていることとなる（同図）。ここ数ヶ月、欧州債務問題への政策対応が徐々に進展を見せているほか、足元では中国経済のソフト・ランディングも見えつつはあるものの²、グローバルな輸出停滞と米国の財政政策を巡る不透明感が相俟って、企業の投資スタンスを好転させるのは容易ではなさそうだ。

家計と企業どちらを取るか？

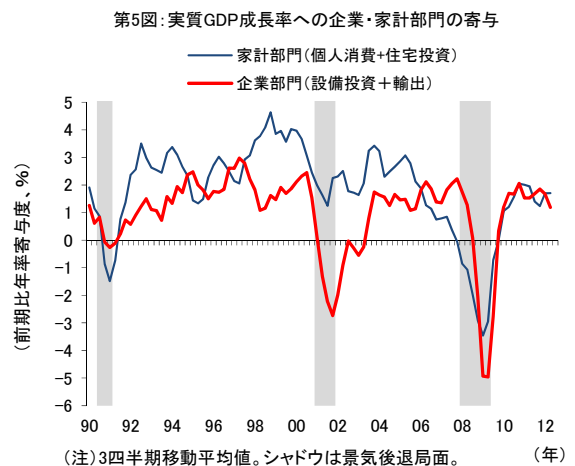
今後の景気を左右するのは、家計部門の底堅さと企業部門の低調さのどちらだろうか。従来であれば、消費者マインドが景気回復を先取りする形で持ち直し、個人消費が景気を主導、企業部門は家計に遅行して回復へ向かうパターンが多かった。答えは家計部門ということだったろう。

しかし、これまで当レポートで指摘してきた通り、金融危機後における企業の支出行動（雇用・設備投資）は、期待成長率の下方屈折やグローバル競争の激化、財政悪化等を受け慎重姿勢が長期化しており、以前のような景気回復メカニズムは機能し難くなっている。このことは、今回回復局面において、成長率に対する家計部門（個人消費+住宅投資）と企業部門（設備投資+輸出）の寄与が概ね拮抗し、以前の回復局面とは明らかに様相が異なることからみてもとれる（第5図）。

結局、米国経済の実態を踏まえると、家計と企業双方の回復力を丹念に見極めていくしか無いということだ。今後、設備投資が調整すれば雇用にも波及する可能性が高いとみられることや、逆に、家計部門主導で景気加速が見えてくれば、政府・議会の対応が緩み、財政面からの景気下押し圧力が強まるリスクがあることも踏まえると、景気の先行きについて楽観視するのは、資本財受注・出荷の反転や、財政リスクの軽減を確認してからでも遅くは無さそう。



（資料）フィラデルフィア連銀、ビジネス・ラウンドテーブル、商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



（注）3四半期移動平均値。シャドウは景気後退局面。
（資料）商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² 10月18日付海外経済フラッシュ http://www.bk.mufg.jp/report/ecofla2012/flach_ch_20121018.pdf 参照。
BTMU Focus USA Weekly October 22, 2012



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.