



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 19, 2013

<FOCUS>

9月QE3縮小の違和感

- ▶ 今月のブルーチップ調査では、2013年の実質GDP成長率予測は1.5%と、2009年からの今次回復局面における暦年成長予測としては最も低水準となった。主因は財政面からの下押しを受け今年前半の成長が1.0%にとどまったことであり、さほど悲観的に捉える必要はないが、成長予測達成に向け、年後半の成長率を2%台半ばへ加速させていくことのハードルも低くはない。
- ▶ 年後半の景気加速を期待するうえで、年初の増税の影響が解消するとみられる点はプラス材料だ。消費者信頼感指数では、所得が減少するとの回答割合が昨年末から今年初にかけて急増したが、ここ数カ月は減少基調にある。給与税増税や富裕層増税によるセンチメントへの悪影響は概ね剥落したとみられる。一方、所得増を期待する回答割合の増加も限定的であり、家計の所得期待の回復が引き続き景気加速に向けた課題として残る。
- ▶ 実際の雇用者所得も雇用を中心に均してみれば増加傾向を辿っているものの、実質賃金は引き続き伸び悩んでいる。また、ここ数カ月は雇用者所得の鈍化傾向が鮮明になっており、7~9月期の個人消費加速には、株高による刺激が必要なことが示される。7月の小売売上は改善したがこれには反動増的側面があり、ある程度割り引いて捉えるべきであろう。
- ▶ 景気加速を確認するには、8月の経済指標で想定されるマイナス方向への揺り戻しが小幅にとどまる必要がある。先週公表された8月のニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀の製造業景況指数は前月から悪化したが、低下幅は総じて小幅にとどまった。目先は、来月初に公表される8月のISM指数の低下幅が1ポイント強程度と小幅にとどまるかが焦点となる。
- ▶ 民需の回復が緩やかであることや、歳出削減による景気下押し等を踏まえると、今年の成長率は下振れリスクを抱えながらの1%台半ば近辺とみられ、民間予測以上にFRBの成長率予測の達成は困難である。巷間、9月FOMCでのQE3縮小との予想が総じて多いが、その場合、FRBは景気加速が不透明ななか声明文の景気判断を上方修正し、成長率予測を下方修正したうえで、資産買入縮小に踏み切ることになる。仮に買入額の縮小幅を小幅にとどめること等により縮小を開始するケースでは、QE3の成果に対する自信より、出口を急いだ印象を後々残すことになると思われる。

<FOCUS> 9月QE3縮小の違和感

今年の成長率予測は今局面最低

今月のブルーチップ調査（8月集計）では、民間の2013年の実質GDP成長率予測は1.5%と、2009年からの今次回復局面における暦年成長予測値としては最も低い数値となった。昨年前半までは2%以上が予測されていたが、今年に入ってから徐々に低下を余儀なくされ続けている（第1図）。

予測値が1.5%まで低下したのは、年前半の成長ペースが1.0%にとどまったのが主因である。増税や歳出の強制削減等、財政面からの下押しが顕現化したほか、輸出や投資など企業部門の回復力の緩慢さも影響した。GDP改訂により今年の成長率のゲタが小幅低下したことや、今年後半については景気加速が引き続き予測されていることを踏まえれば、この1.5%という数字をさほど悲観的に捉える必要はないが、成長予測の達成に向け、年後半の成長率を2%台半ば程度へ加速させていくことのハードルも低くない。

増税の心理面への悪影響は剥落

年後半の景気加速を期待するうえで、年初の増税の影響が解消していくとみられる点はプラス材料だ。

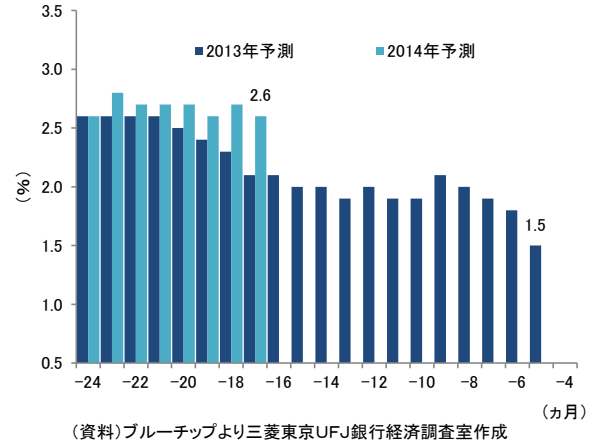
カンファレンスボードの消費者信頼感指数では、6ヵ月後の所得が減少するとの回答割合が昨年末から今年初にかけて急増したが、ここ数ヵ月は減少基調にある（第2図）。給与税増税や富裕層増税によるセンチメントへの悪影響は概ね剥落したとみていいだろう。

一方、所得増を期待する回答割合の増加も限られている。所得の増加予想割合から減少予想割合を差し引いた家計の所得期待の改善は引き続き緩やかであり、家計の所得期待の回復が引き続き景気加速に向けた課題として残ることが示唆される。

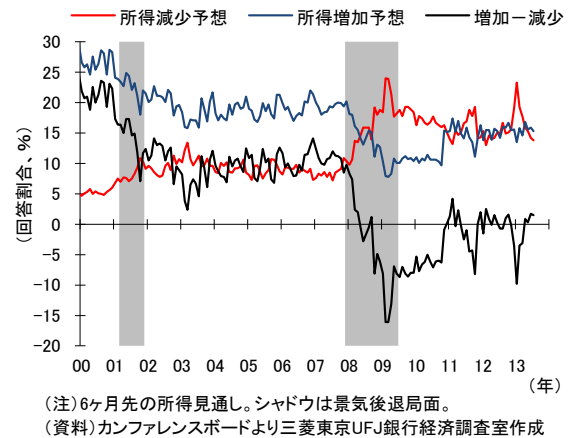
所得増による消費加速はやや困難

こうした所得期待の動きは、実際の雇用者所得の推移と整合的である。雇用者所得は雇用を中心に均してみれば増加傾向を辿っているものの、実質賃金は引き続き伸び悩んでいる。また、ここ数ヵ月は雇

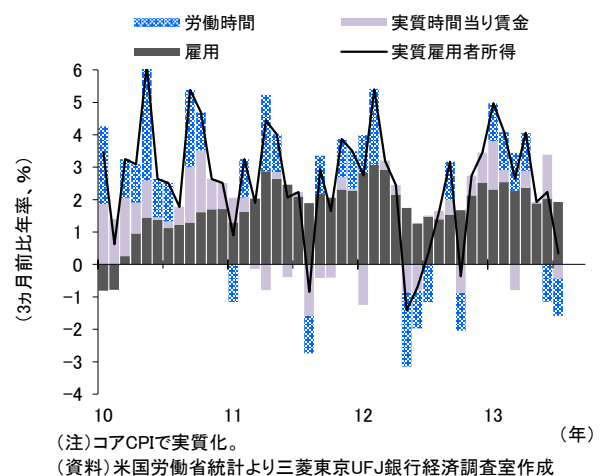
第1図：市場の実質GDP成長率予想の推移



第2図：家計の所得見通しの推移



第3図：実質雇用者所得の推移



用者所得の鈍化傾向が鮮明になっており、7～9 月期の個人消費加速には、増税の悪影響一巡だけでなく、さらなる株高による刺激が必要なが示される（前頁第 3 図）。

こうしたなか、先週公表された 7 月の小売売上は 3 カ月前比ベースでは改善が目立ったが（第 4 図）、これは 6 月までの軟調さの反動が、当月の株高も相俟って顕現化した公算が大きい。7 月の ISM 指数の反動増と同様、ある程度割り引いて捉えるべきであろう¹。

8 月企業景況感は小幅低下

従って、7～9 月の景気加速を確認するには、8 月の経済指標で想定されるマイナス方向への揺り戻しが小幅にとどまる必要がある。

この点、先週公表された 8 月のニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀の製造業景況指数はともに前月 7 月から悪化する格好となった一方、低下幅は総じて小幅にとどまった（第 5 図）。

両指標ともに水準は高くないものの、7～8 月平均はそれぞれ 51.5、50.5 と、4～6 月平均を上回っている。来月初に公表される 8 月の ISM 指数は低下に転じることが見込まれるが、低下幅が 1 ポイント強程度と小幅にとどまるかが焦点となる。

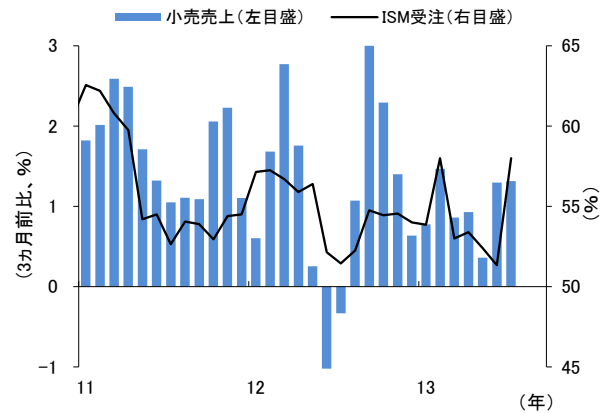
FRB の経済予測は下方修正へ

民需の回復力が緩やかであることに加え、歳出削減による財政面からの下押しや今秋予想される財政協議の混迷も踏まえると、今年の成長率は前述した民間予測同様、下振れリスクを抱えながらの 1% 台半ば近辺が妥当なところと考えられる。

一方、FRB が 6 月の FOMC で示した成長率予測を達成するには今年後半の成長率が 3% 台半ばを維持する必要がある、これは困難である（第 6 図）。来月の FOMC では、今年の成長予測は当然下方修正せざるを得ないだろう。

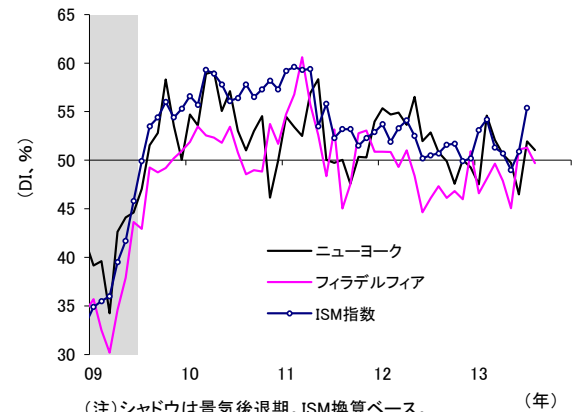
巷間、9 月の FOMC で量的緩和（QE3）の縮小に着手するとの見方が総じて多いが、その場合、FRB は景気の加速が不透明ななか声明文における景気判断を上方修正し、また、成長率予測を下方修正したうえで、資産買入額の縮小に踏み切ることになる。もちろん、これまで以上に量的緩和のコスト（副作用）を強調する、あるいは、買入額の縮小幅を（例えば 100 億ドル等）小幅に

第4図：小売売上高とISM受注



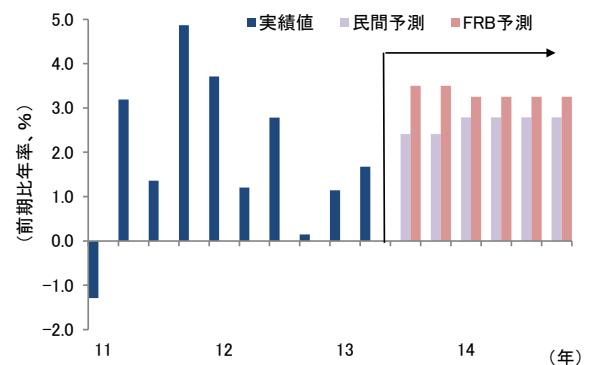
(注)ISM受注は製造業と非製造業の平均値。
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：地区連銀製造業景況感とISM指数



(注)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6図：実質GDP成長率実績と予測



(注)FRBの経済予測は6月時点。民間予測はブルーチップ8月集計値。
(資料)商務省統計・FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 8月9日付 Weekly 「7月指標は斑模様～まだ見えない年後半の加速」ご参照。



とどめ、9月にQE3縮小を開始する可能性はあるが、いずれの場合でも、QE3の成果に対する自信より、出口を急いだ印象を後々残すことになると思われる。

< 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.