



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

来週の Weekly は出張のため休刊となります。
どうぞよろしくお願ひ致します。

October 18, 2013

<FOCUS>

財政問題先送りで失速リスク低下、加速も後ずれ

- 16日、米上下両院は短期的な債務上限引き上げと政府機関の閉鎖解除を可決、政府の国債発行は来年2月7日まで認められ、暫定予算は来年1月15日まで確保される。結果的には、2011年夏場の債務上限問題時と同様、デフォルト回避策が尽きるとされた期限間際になって問題を先送りする形で妥協が図られた。
- 同決定を受け、金融市場ではS&P500指数は過去最高値を更新、デフォルト懸念を背景に強含んでいた短期国債利回りも急低下した。今回は、2011年当時以上に債券市場におけるデフォルト懸念が強まったが、株価への影響が限定的となった点は市場の耐久度向上を示すものと言える。今後、金融市場のリスク許容度回復は家計や企業のマインドに好影響を及ぼすとみられるほか、財政問題を来年初まで先送りしたことで年末商戦の低迷リスクは低下した。企業センチメントへの影響も今のところ限定的だ。
- もちろん、今回決定は時間稼ぎに過ぎない。ただ、やや長い目で見た場合には、景気の腰折れを回避出来れば、景気回復が続くことで経済の耐久度が上がるという側面はある。こうした点は、今回の株式市場の反応や、消費者センチメントが約4年かけて前回回復局面初期の水準まで改善してきた点にもみてとれる。長い目で捉えた経済情勢という観点からは、時間稼ぎの効用はあるだろう。
- 一方、短期的な景気動向をみるうえでは、政府機関閉鎖に伴う政府支出減少という直接的影響と、財政協議混乱に伴う間接的悪影響が経済指標に出てくる点に注意が要る。消費マインド悪化は、9月・10月の小売売上の下振れリスクを示唆しており、影響が一時的なものとなるには、11月以降のマインド指標好転が必要だ。
- もう一つの留意点は、財政問題とは関係なく、今年半ば以降の金利上昇による景気減速の動きは今後徐々に出てくるとみられることである。住宅投資と耐久消費財への影響は来年初めにかけて顕現化するとみられる。財政問題先送りにより景気の急失速リスクは低下した一方、当面の成長ペースは2%が精々という状況が予想される。FRBが経済予測で示している2014年の成長率+3%のハードルは当面高いだろう。

<FOCUS> 財政問題先送りで失速リスクは低下、加速も後ずれ

デフォルトは流石に回避

今週 16 日、米上下両院は短期的な債務上限引き上げと政府機関の閉鎖解除を可決、連邦政府の国債発行は来年 2 月 7 日まで認められ、暫定予算は来年 1 月 15 日まで確保される。また、中長期の財政健全化策を超党派委員会で 12 月 13 日までに協議する。結果的には、2011 年夏場の債務上限問題時と同様、財務省のデフォルト回避策が尽きるとされた期限間際になって問題を先送りする形で妥協が図られた。

同決定を受け、金融市場では、S&P500 指数は 2 日連続で過去最高値を更新、デフォルト懸念を背景に強含んでいた短期国債 (T-Bill) 利回りも、週末には財政協議が混乱する前の水準へ急低下している (第 1 図)。

2011 年当時に比べ耐久度向上を示した株価

短期国債利回りの上昇幅でみると、今回は、2011 年当時以上に債券市場におけるデフォルト懸念が強まったが、一方で、株価への悪影響が限定的なものにとどまった点は、前回は想定外の米国債格下げがあったことは割り引く必要があるものの、景気回復等により市場の耐久度が増していることを示すものとも言えるだろう (同図)。

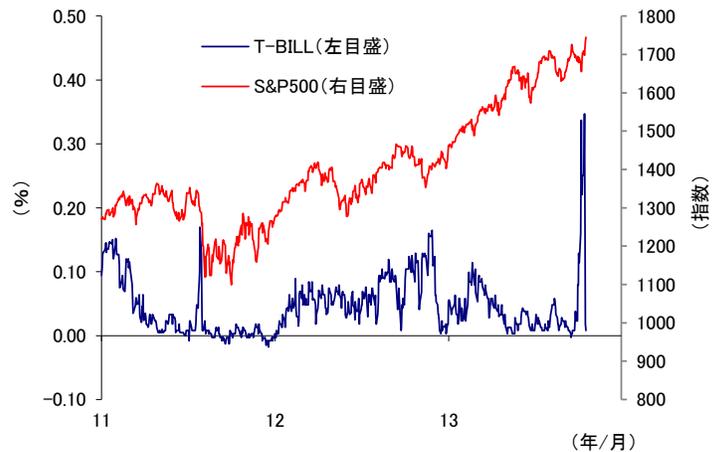
今後、想定外のショックが無ければ、先行き不透明感の後退を受けて金融市場のリスク許容度が回復し、家計・企業マインドに好影響を及ぼすことも期待される。

時間稼ぎの効用?

特に財政問題を年末を越える格好で、ひとまず先送り出来たことはプラス材料であろう。問題先送りが数週間などごく短期にとどまり、年末商戦が大きく阻害されるリスクは低下したと考えられる¹。

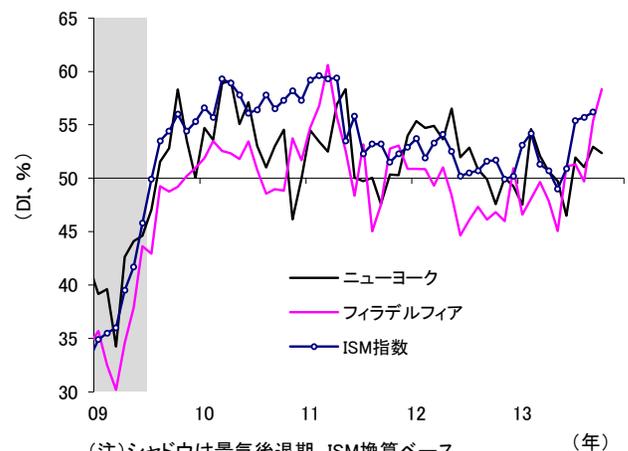
この間、企業活動が上向きであることも一定のクッションとなったようだ。今週公表された、10 月のニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀の製造業景況指数の動きは、政府機関閉鎖による企業センチメントへの悪影響が今のところ限られている可能性を示している (第 2 図)。

第1図: 短期国債利回り・株価の推移(日次)



(注) 短期国債は4週間物。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2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

¹ 10 月 11 日付 Weekly 「進展みせる財政協議、近づく年末商戦」 ご参照。
BTMU Focus USA Weekly October 18, 2013

もちろん、今回決定が時間稼ぎに過ぎない面は否定できない。ただ、やや長い目で見た場合には、景気の腰折れを回避出来れば、景気回復自体は続くことで経済の耐久度が上がるという面はある。

こうした面は、上述した株式市場の反応にも一部示されているほか、家計のマインド指標でもみてとれる。ミシガン大学消費者センチメントは、期待指数の低迷が続き、家計の将来期待の構造的低迷が示唆されるが、足元の雇用所得情勢等をより反映する現況指数は、約4年かけて前回回復局面初期（2002年～2003年）の水準まで改善してきた（第3図）。財政問題の先送りしか出来ない政治情勢は深刻だが、長い目で捉えた経済情勢という観点からは、時間稼ぎの効用はあるだろう。

目先の経済指標が抱える下振れリスク

一方、短期的な景気動向をみるうえでの留意点は、今回措置により、年末にかけての景気の急失速リスクは低下した反面、当面の経済指標には、むしろ、政府機関閉鎖に伴う政府支出減少という直接的影響や、財政協議混乱によるマインド悪化を通じた間接的悪影響が出てくるとみられる点である。

経済指標の公表が遅れていることもあり、足元の動きは見え難いが、財政協議混乱を受けた消費マインド悪化は、9月・10月の小売売上の下振れリスクを示唆している（第4図）。

個人消費への影響がごく一時的なものにとどまるためには、11月以降のマインド指標が好転してくることが必要だ。足元の株高継続は必要条件と言えるだろう。

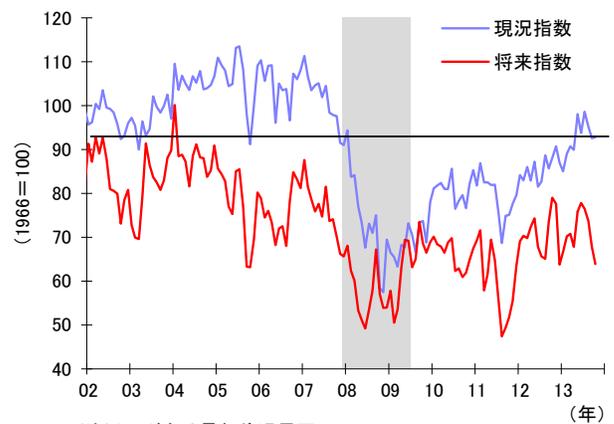
減速要因も継続中

もう一つは、財政問題とは関係なく、今年半ば以降の金利上昇による景気減速の動きは今後徐々に出てくるということである。

以前指摘した通り²、住宅投資については、金利上昇に加え、ややオーバーペース気味の新築住宅価格上昇も加わり、当面は弱い動きが続く見込みであるほか、耐久消費財への影響も年末から来年初めにかけてじわりと顕現化するとみられる。

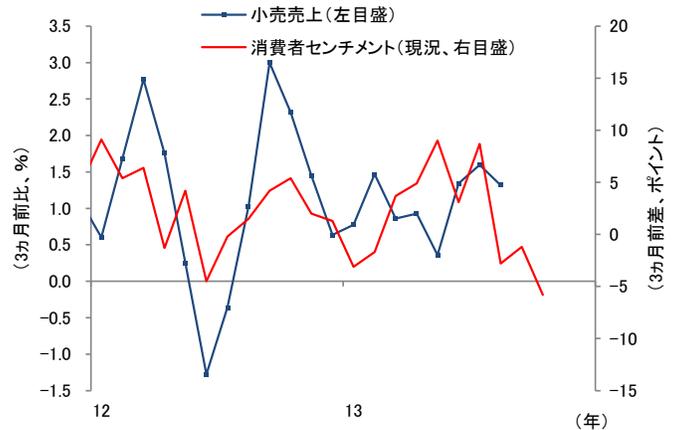
今回の財政問題先送りにより、景気の急失速リスクは低下したと評価できる一方、政府機関閉鎖の直接・間接的影響により、当面の成長ペースは2%が精々という状況が継続するとみられる。来年前半にかけての財政問題再燃の可能性も踏まえると、景気の腰折れは無いものの、成長率が2%台半ば～後半にかけて明確な加速を示

第3図：ミシガン大学消費者センチメント



(注)シャドウは景気後退局面。
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：消費者センチメントと小売売上



(資料)商務省、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² 9月6日付 Weekly「冴えない雇用統計 vs 企業マインド好調」、7月18日付 Weekly「小売売上の評価はFRB 出口政策の巧拙次第?」ご参照。



すタイミングは来年央頃まで後ズレする可能性が高い。FRB が経済予測で示している 2014 年の成長率（第 4 四半期の前年比）+3%のハードルは当面高いとみられる。

<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.