



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

筆者休暇の為、当レポートは来週から2週間お休みさせていただきます。次回発行は8月6日の予定です。

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Shiro Katsufuji 勝藤 史郎
Senior Vice President & Chief Economist
+1(212)782-5701, skatsufuji@us.mufg.jp

July 16, 2010

<FOCUS>

もうひとつの景気抑制要因：州・地方財政

- 米国の経済に意外に大きな地位を占める州・地方財政が依然として悪化状態にある。米国経済の回復ペースを引き続き遅らせる要因だ。米国 GDP において、政府部門の支出の占める割合はかなり大きい。連邦政府と州・地方政府を合わせた政府支出は米国 GDP の約 20%、そのうち州・地方政府支出は 10%強を占めている。
- 調査機関 Center on Budget and Policy Priorities によれば、多くの州で6月に終了した2010年財政年度（州の財政年度は多くが前年7月～6月）には少なくとも48の州が合計2000億ドル、予算比では過去最高の30%にのぼる財政赤字を記録した見込みだ。
- またこれから始まる2011年財政年度には少なくとも46の州が合計1120億ドル、予算対比17%の財政赤字を計上する見込みである。さらに現状の高失業率等を勘案すれば、結果的に2011年度の財政赤字合計額は1800億ドルに達するとCBPPは見積もっている。
- 景気対策法による財政支援が継続した場合でも州財政赤字総額が1400億ドルになるとすると、州政府はこの財政赤字を何とかして解消せねばならない。仮にこの赤字をを全て歳出削減で解消するとすると、合計1400億ドル、GDPの約1%の需要減少をもたらす計算になる。
- 雇用に対する影響も大きい。州政府・地方政府は景気拡大期には概ね20千人以上の雇用を継続的に創出している。しかし、景気後退期には逆に雇用を減らす要因になっている。

<トピック1> 一転弱気にシフト：6月FOMC議事録

14日に公表された6月22日～23日の定例連邦公開市場委員会（FOMC）議事録からは、欧州財政危機や金融市場の悪化以後委員の成長見通しが引下げられ、かつ多くが下方リスクを認識していたことが判明した。またさらに見通し悪化の場合は更なる緩和の可能性も考慮されている。

<トピック2> 第2四半期の成長下ブレへ：景況感悪化も広がる

第2四半期の実質GDP成長率が月末の30日に公表される予定だ。これまでの基礎統計からは、当レポートの予想を大きく下回る可能性が出てきている。

<経済・金融の動向：7月12日～16日現在> 株価反落：実態経済悪化が響く

<経済指標コメント>小売売上高（6月）は前月比-0.5%（前月同-1.1%）、除く自動車・同部品ディーラー同-0.1%（前月同-1.2%）、他。

<FOCUS> もうひとつの景気抑制要因：州・地方財政

米国の経済に意外に大きな地位を占める州・地方財政が依然として悪化状態にある。米国経済の回復ペースを引き続き遅らせる要因だ。

州・地方政府支出は GDP の 10% を占める

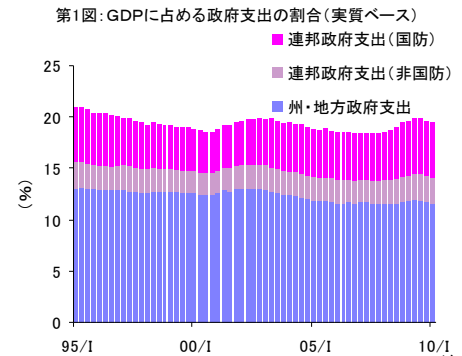
米国 GDP において、政府部門の支出の占める割合はかなり大きい。連邦政府と州・地方政府を合わせた政府支出は米国 GDP の約 20%、そのうち州・地方政府支出は 10% 強を占めている（第 1 図）。GDP に占める主要需要項目の比率は、個人消費が約 70%、設備投資が 10% 弱、住宅投資は約 3% だから、現状の米国経済で政府支出の占める役割が意外に大きいことが分かる。州・地方政府支出は連邦政府支出とほぼ同じ規模で、G その比率は民間設備投資全体よりも大きいことになる。

従って、成長率に対する影響度も大きい。景気後退による州・地方政府支出の減少は今年の第 1 四半期の実質 GDP を約 -0.45% 引き下げた。逆にオバマ政権の 2009 年景気対策法による支出が始まった 2009 年第 2 四半期には州・政府支出が成長率を +0.45% 押し上げていた（第 2 図）。

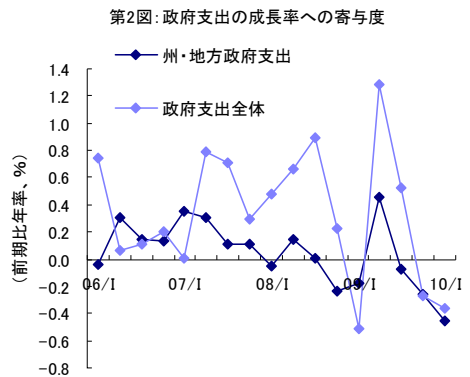
主に個人消費・住宅の状況が今後の米国の景気動向を左右する中で、州・地方政府支出は底流として景気の回復を遅らせる要因になる。州・地方政府は景気悪化による税収減により歳出カットを強いられていて、これが需要の減退につながるほか、政府職員の削減などはそのまま直接的に雇用の減少をもたらす。本レポートでは、主に州政府財政についてその動向を概観する。

2010 年度には 48 の州が財政赤字を計上した

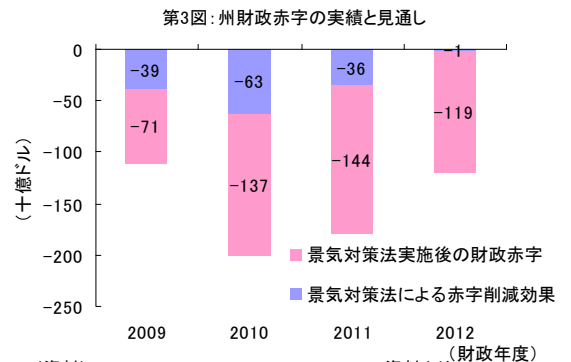
調査機関 Center on Budget and Policy Priorities（以下 CBPP）によれば、多くの州で 6 月に終了した 2010 年財政年度（州の財政年度は多くが前年 7 月～6 月）には少なくとも 48 の州が合計 2000 億ドル、予算比では過去最高の 30% にのぼる財政赤字を記録した見込みだ。



(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 (年)



(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



(資料) Center on Budget and Policy Priorities資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (財政年度)

またこれから始まる 2011 年財政年度には少なくとも 46 の州が合計 1120 億ドル、予算対比 17% の財政赤字を計上する見込みである。さらに現状の高失業率等を勘案すれば、結果的に 2011 年度の財政赤字合計額は 1800 億ドルに達すると CBPP は見積もっている。

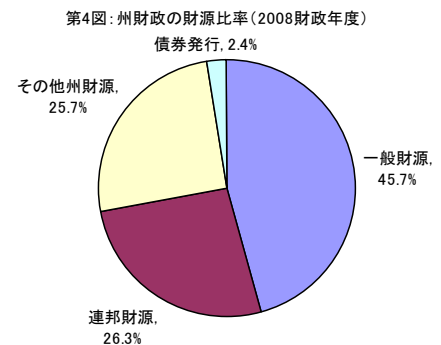
後述する景気対策法による州政府宛財政支援が延長された場合でも 2011 年度の州財政赤字総額は約 1400 億ドルになると CBPP は見積もっている（第 3 図）。

財政均衡義務のある州財政は景気循環を増幅しやすい

州によって内容は異なるものの、ほとんどの州は州憲法などでなんらかの形での財政年度毎の財政均衡義務が定められている（知事による予算案提出時や議会による予算可決時など）。予算策定段階で財政赤字が見込まれる場合、州政府・議会は歳出削減か増税を行う必要がある（あるいは、準備金として積み立てた資金を財源に当てることになる）。

これは、州財政が連邦財政と大きく異なる点だ。連邦政府は、景気悪化期に財政赤字を覚悟の上で財政支出を拡大して契機浮揚を図ることが可能だ。しかし、州政府は景気悪化に対して州政府財政が需要創出に貢献しないばかりかむしろ景気悪化を増幅する可能性があることになる。

州財政の財源は、一般財源、連邦財源、その他の州財源に大きく分かれる。一般歳入は所得税や売上税などの一般的な州税による歳入、連邦歳入は連邦政府からの補助など移転による財源、その他州財源は法令による特定の政府機能に関する税金（高速道路基金によるガソリン税など）による財源である（第 4 図）。



（資料）全米州予算担当官協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一般的に景気悪化期には一般財源の税収が減少する。その際、連邦政府が景気対策の一環として州政府への交付金を増加させれば、州財政支出の削減を限定的にして景気維持効果が期待できる。しかし、連邦政府から州政府への交付金がなくなると州財政は一層厳しくなることになる。全米州財政担当官協会 National Association of State Budget Officers（NASBO）によれば、2008 財政年度の州財政のうち約 26% が連邦財源による支援によっている¹。別の GDP 統計による州と地方政府合計の歳入の内訳を見ると、2010 年第 1 四半期における、歳入に占める連邦政府からの移転歳入の割合は約 25% である。これは金融危機以前における 20% を割り込む水準から上昇している。

2011 年度の財政赤字見込みを歳出減で解消すると、GDP は約 1% 押し下げられる

2009 年 2 月に成立した景気対策法では、連邦政府から州政府に対して総額 1350 億ドルの財政支援が盛り込まれた。この緊急財政支援には、870 億ドルのメディケイド（低所得者向

¹ “Fiscal Year 2008 State Expenditure Report”, National Association of State Budget Officers.

けの公的医療保険制度) 基金や 480 億ドルの教育関連財源が含まれる。こうした連邦政府からの財政支援が、税収減に苦しむ州政府の緊急財源となっていた。

しかし、2009 年の景気対策法では、連邦政府のこれらの支援はほぼ全てが 2011 年度を持って終了することになっている。そうするとますます州財政は緊縮を迫られ、歳出カットにつながる可能性がある。

すでに議会上下院は、景気対策法での連邦政府メディケイド基金による州財政支援を 6 ヶ月延長する法案をそれぞれに可決したのち、現在も審議継続中である。だが、多くの州 (30 州) はこうした連邦政府による財政支援が延長されることを前提に 2011 年度予算を計画している。

上記の通り、景気対策法による財政支援が継続した場合でも州財政赤字総額が 1400 億ドルになるとすると、州政府はこの財政赤字を何とかして解消せねばならない。仮にこの赤字をを全て歳出削減で解消するとすると、合計 1400 億ドル、GDP の約 1% の需要減少をもたらす計算になる。

CBPP は、これに対処するための歳出カットや増税により、GDP が-1%、雇用が-900 千人減少すると試算している。歳出カットによる乗数効果を見込まなくても GDP は 1% 低下するわけだから、実際にはその成長押し下げ効果はもっと大きいと断言している。

景気悪化による税収減は緩和されるが、リセッション前にはもどっていない。

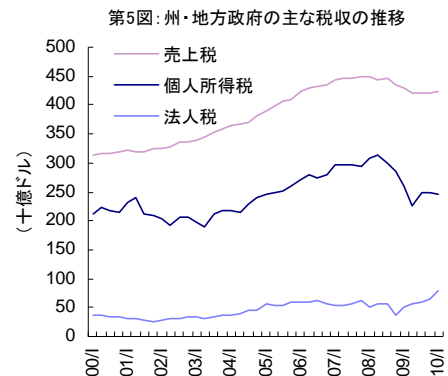
州財政赤字の要因を歳出と歳入の両方から見てみよう。まず、景気悪化による税収減は州財政赤字拡大の大きな要因だ。全米州知事協会 National Governors Association (NGA)

、全米州予算担当官協会 National Association of State Budget Officers (NABO) が半年毎に発行する州財政調査の 6 月分²によれば、一般財源における売上税・個人所得税・法人税 (一般財源の約 80% を占める) 合計の税収は、2010 年度に 4774 億ドルとなった模様で、これは 2008 年度の 5414 億ドルから-11.8% の税収減となる。

2011 年度の税収は 4958 億ドルとなる見通し (州知事の州議会への提案ペース) で、これは 2010 年度よりは改善するものの、2008 年度との比較では依然-

8.4% の税収減となる見通しだ。また 2010 年度において 46 州の税収が当初税収見込みを下回っている。ちなみに 2009 年度では 41 州の税収が当初税収見込みを下回った。

GDP 統計を用いて、主要税別の税収推移を、州・地方政府合計ベースで見ると、税収で最も大きな割合を占める売上税、ついで大きな個人所得税の落ち込みがめだっている (第 5 図)。



² “The National Fiscal Survey of States”, June 2010, National Governors Association and National Association of State Budget Officers

歳出増加が目立つのは公的医療保険

歳出サイドに目を転じてみよう。州政府の総歳出の内訳は21.6%が初中等教育、20.7%がメディケイド、10.2%が高等教育、ついで公共交通、刑罰（刑務所など）と続く。合わせて30%以上が教育関連支出、ついで大きいのが医療費たるメディケイドということになる（第6図）。

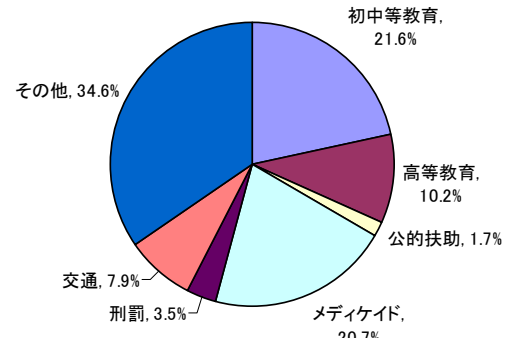
とくに低所得層向けの公的医療保険制度であるメディケイドは、継続的歳出増の最も大きな負担のひとつとなっている。また、景気後退で消費者の所得が低下するとその対象が拡大して政府支出の増加につながるという、財政赤字拡大を増幅する構造をもっている。前財政年度比のメディケイド支出の伸びは2009年度が+6.6%、2010年度が+10.5%、2011年度知事提案ベースで+0.8%となる見込みだ（NGA・NASBOによる）。前述の通り、連邦政府は景気対策法の中で州政府のメディケイド支払への資金支援を実施している。

リーマンショックを含む2009年度までの州財政の総歳出は増加の一途であったが、その後2010年度には大幅な歳出削減がなされた模様だ。また2011年度には税収が再び拡大しそうだ。NGA・NABOによれば、2010年度の一般財源（総財源の41.7%に相当する）からの歳出は全州合計で6129億ドルになる見通しで、これは2009年度の歳出実績の6579億ドルから約-6.8%の歳出減になる。2011年は6352億ドルの見込み（州知事提案ベース）で、これは2010年度に比べて+3.8%の歳出増である（第8図）。

売上税、タバコに増税、教育・刑務所に歳出カットのメス

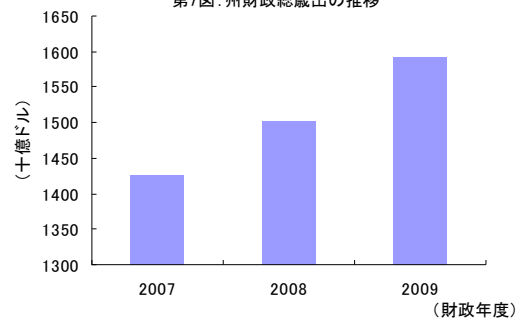
赤字削減策として、一方で増税、一方で歳出削減が行われている。増税の方法としては、売上税引上げやタバコ税引上げなどが最も一般的である。2011年度には、9州が売上税の増税を予算案に盛り込んでいる（カンサス州、ニューメキシコ州は7月1日より売上税引上げ実施済み）。また、ハワイ、ニューメキシコ、NY、サウスカロライナ、ユタ州ではたばこ税の増税を実施済みである。うちNY州はこれまでの一箱あたり2.75ドルのたばこ税を4.75ドルに引き上げ、

第6図：州財政の歳出比率（2008財政年度）



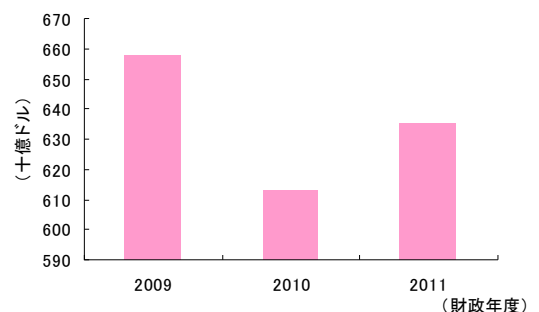
(資料)全米州予算担当官協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：州財政総歳出の推移



(資料)全米州予算担当官協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：州一般財政歳出の推移と見通し



(資料)全米州知事協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

さらに NY 市はこれに上乗せになるのたばこ税を 4.25 ドルから 5.85 ドルに引き上げた。その他、ワシントン州では炭酸飲料に対する物品税を新たに開始している。

歳出削減策としては、歳出の一律カット（2010 年度には 28 州が実施）、政府職員のレイオフ（同 26 州）、一時帰休（同 22 州）、地方政府への支援削減（22 州）などが行われている。主な歳出カットの項目は、高等教育（同 36 州）、刑罰（同 36 州）、初中等教育（34 州）、公的扶助（22 州）、公共交通（20 州）などである。

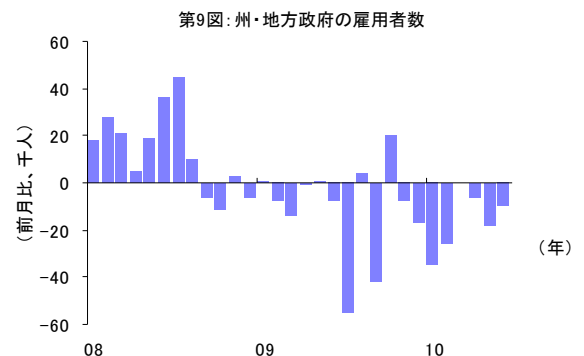
また継続的に増加するメディケイド支払などの医療費削減策としては、医療機関への支払額の削減（32 州）、医療機関への支払い凍結（15 州）、メディケイド補助の対象となる処方箋の制限（13 州）、などが 2010 年度に実施されている。

州政府自身が失業を作り出す構造

雇用に対する影響も大きい。州政府・地方政府は景気拡大期には概ね 20 千人以上の雇用を継続的に創出している。しかし、景気後退期には逆に雇用を減らす要因になっている（第 9 図）。上記の通り、政府職員の削減は州政府の歳出削減の中心となる政策のひとつである。連邦政府と異なり、ここでも財政均衡義務の制約により、政府自らが失業を作り出すという構造になっているわけだ。

かように、連邦政府の財政赤字や米国全体の需要減速も大きな課題であるが、州政府の財政悪化による需要減も米国にとっては深刻な問題である。

景気が緩やかながら回復の道をたどっていることで、税収が底打ちしていることは良いことである。しかし、今後も年間 1400 ドル規模の需要圧迫要因が存在することは、州財政が今後も景気回復の脚を引っ張る可能性が常にあることを示唆している。



(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(＜FOCUS＞)

<トピック 1> 一転弱気にシフト：6月 FOMC 議事録

14日に公表された6月22日～23日の定例連邦公開市場委員会（FOMC）議事録からは、欧州財政危機や金融市場の悪化以後委員の成長見通しが引下げられ、かつ多くが下方リスクを認識していたことが判明した。またさらに見通し悪化の場合は更なる緩和の可能性も考慮されている。欧州財政危機をきっかけにFOMCもスタンスを大きく弱気シフトさせている。

委員の殆どが成長予測を下方修正、かつリスクは下方にシフトした

議事録からはまず、欧州財政危機をひとつの理由として委員の多くが成長見通しを引下げ、かつ約半数の委員がリスクを下方にシフトさせたことが分かった。

委員会参加者による経済見通しの議論では「参加者は総じて、入手されたデータや企業コンタクト先からの情報は経済活動の持続的で緩やかな回復に整合している」と考えた。

しかし「金融市場は一般的に、主に欧州財政緊張の国際的な波及を反映して、経済成長に支援的な度合いが最近低下した」と認識した。こうした動向を一部反映して「殆どの参加者は経済成長見通しをやや下方修正し」かつ「約半数の参加者は、リスクバランスが下方に移行したと判断した」とされた。

インフレ予測も下方修正、一部の委員はデフレリスクに言及した

これまでインフレ圧力警戒派とデフレ圧力警戒派に分かれてきたインフレ議論は依然として幅があることには変わらない。しかし、前回に引続きさらにデフレ圧力警戒派の数が増えている模様だ。

インフレに関する議論では「広範囲な経済指標は、基礎的なインフレは抑制されていて、ネットでは下方趨勢にある」「直近のコアインフレは軟化した」と認識された。また「幾人かの参加者は労働市場と資源の大きなのりしろ slack がインフレを低下させる可能性が高い」と考えた。しかし「殆どの参加者が見るようにインフレ期待はよく安定していて、これは実際のインフレが低下する傾向を矯正することが多い」と見ている。全体として、参加者はインフレ予測をやや下方修正した。

ここでも幾人かの参加者は「特に短期においてインフレ見通しのリスクは下方に傾いている」と考え、また「少数の参加者はいくらかのデフレリスクに言及した」ことも記されている。しかし他の参加者は「最近何年かのインフレ期待の安定と、極めて緩和的な金融政策に鑑みれば、インフレ率がさらに目だって低下する可能性は低いと考えた」とされている。

見通しがさらに悪化した場合は更なる緩和が必要になる可能性も認識

政策行動についての議論では、経済見通しが下方修正されてかつ下方リスクを見る投票メンバーが数人いるものの「全てのメンバーは、経済拡大は前回予想していたよりはゆるやかであるが、資源利用率を継続的に上昇させるのに十分な強さである可能性が高いと考えた」。

また「見通しへの変更は比較的穏やかなもので、すでに実施した緩和政策以上の緩和を正当化するものではない」とされた。

しかしながら、更なる緩和が必要となる可能性も議論されていた。見通しが目立って悪化した場合には「更なる刺激政策が適切になるかどうかを委員会が検討する必要がでてくるかもしれないことをメンバーは認識した」とされた。

下方修正後も FOMC の成長予測はやや楽観的に見える

議事録と同時に公表された 6 月時点の FOMC 委員の経済予測では、2010 年の成長予測とインフレ率の中心傾向が 4 月時点の予測にくらべいずれも下方にシフトしている（第 1 表）。新たな 2010 年の成長予測（第 4 四半期の前年同期比）の中心傾向は+3.0~+3.5%と、4 月時点の+3.2~+3.7%から下方にシフト、コアインフレ率（同）も+0.8~+1.0%と、4 月予測の+0.9~+1.2%から下方シフトしている。

なお、筆者の 2010 年の成長予想をこれと同じ第 4 四半期前年同期比に引きなおすと+2.7%となり、依然として FOMC 委員の中心傾向の下限よりなお低い。コアインフレ（消費者物価指数ベース）では筆者は+1.1%レベルを見ている。これは、PCE デフレーターベースでは概ね FOMC 委員予測の中心傾向よりやや高めになる。当レポート予想との比較では、FOMC 委員の予測は成長率については依然楽観的、インフレについてはかなり弱気といえる。

欧州財政危機による金融市場の悪化を理由のひとつとして、成長予測が下方修正されたのは想定されたことだ。むしろ当レポートでは FOMC 委員の成長予測がやや楽観的であると見てきた。当レポートでは欧州財政危機の影響を輸出入に限った実態経済を通じたものに限定した場合、成長への影響を約-0.5%と見積もっている。これとの比較では、今回の FOMC 予測の下方改訂幅は高々-0.2%であって、下方改訂の幅としてはまだ楽観的な線にとどまっているといえる。いいかえれば、今後さらに「見通しの悪化」が起きる余地が残っている。

インフレについては FOMC はかなり弱気

インフレについては 5 月までのインフレ指標の実績が予想以上に低下したことを反映すれば、2010 年のインフレ率予測が下方改訂されるのは妥当だし、筆者もコアインフレ率予想は実績値を反映して下方改訂している。

問題はここから先だ。当レポートではコア CPI の前年比の伸び（5 月現在で前年比+0.9%）が今後年末にかけて 1%台にわずかながら上昇すると見ている。主に輸入物価などの外部のコスト圧力は少なくとも 5 月まではかなり強く、またコア指数の総合指数に対する遅行性からは、いったんコアインフレ率も一旦底入れすると考えるのがその背景である。

しかし FOMC 予測では、コア PCE デフレターの前年比の伸び（5 月現在で前年比+1.3%）がさらに年末にかけて低下すると予測している。これは今後 PCE デフレターが年末にかけて、前月比で横ばいか+0.1%以内の低い伸びを続けることを意味している。総合 PCE デフレターも 5 月現在で前年比+1.9%の比較的高い水準にあるから、FOMC 委員は今後総合インフレ率もここから大幅に下がると見ていることになる。インフレ見通しについて

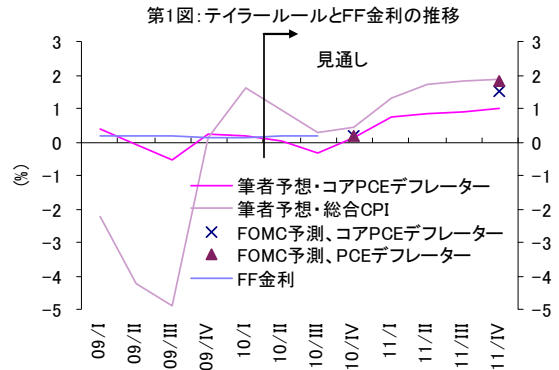
は FOMC 予測はかなり弱気であるといえる。その背景としては失業率の高止まりに代表されるような低い資源利用率があると推測できる。

今後は金融市場動向とインフレ動向が金融政策の鍵になる：緩和長期化リスクあり

いずれにしても、欧州財政危機による金融市場の悪化は、成長とインフレにつき FOMC のスタンスをハト派方向にシフトさせた。そればかりか、「更なる緩和政策」の検討の必要性まで議論され始めている。

金融市場については当面状況を見守るほかはない。少なくとも 13 日時点では米国企業大手の決算結果や、ギリシャの順調な財政赤字削減ペース及び順調な国債入札結果を好感して一旦金融市場の悪化は小康状態にあった。しかし 14 日には小売統計の悪化や本議事録公表後に一時的に株価が下落する場面があり、その後 16 日には消費者信頼感の悪化などにより NY ダウは 260 ドルを越える大幅下落となった。当レポートでは先日、利上げ開始時期を来年第 1 四半期に先送りした。インフレ率が今後上昇に向かい、かつ金融市場がこれ以上の悪化を見せなければ、来年初時点で約 1%の FF 金利は正当化はなんとか可能だ。テイラールールで最新の筆者予想、FOMC 予想（全予想の中央値）を用いた FF 金利水準を計測してみると、今年の第 4 四半期時点ではいずれの予想でも利上げは正当化できないとの結果になった。2011 年第 4 四半期になれば予想レベルにより 1%~2%の FF 金利が正当化できる。その間もっとも早期の利上げが正当化できるのは総合 CPI を用いた筆者予想のケースである（第 1 図）。

とはいえ、GDP 統計における第 1 四半期成長率の度重なる下方改訂、およびインフレ率の実績値が下ぶれていることはそれだけでも利上げ時期が後倒しになるリスクを高めていることは認めざるを得ない。利上げ後倒しリスクが実現するケースは、技術的にはインフレ率がさらに低下する場合、またより実態的には金融市場の悪化が今後さらに進行する場合である。



(資料)FRB、議会予算局統計、米国労働省・商務省統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

第1表:FRB理事と地区連銀総裁による経済予測:2010年6月現在

	中心傾向 Central Tendency				レンジRange			
	2010	2011	2012	長期	2010	2011	2012	長期
GDP成長率	3.0 ~ 3.5	3.5 ~ 4.2	3.5~4.5	2.5 ~ 2.8	2.9 ~ 3.8	2.9 ~ 4.5	2.8~5.0	2.4 ~ 3.0
4月予測	3.2 ~ 3.7	3.4 ~ 4.5	3.5~4.5	2.5 ~ 2.8	2.7 ~ 4.0	3.0 ~ 4.6	2.8~5.0	2.4 ~ 3.0
失業率	9.2 ~ 9.5	8.3 ~ 8.7	7.1~7.5	5.0~5.3	9.0 ~ 9.9	7.6 ~ 8.9	6.8~7.9	5.0 ~ 6.3
4月予測	9.1 ~ 9.5	8.1 ~ 8.5	6.6~7.5	5.0~5.3	8.6 ~ 9.7	7.2 ~ 8.7	6.4~7.7	5.0 ~ 6.3
PCEインフレ率	1.0 ~ 1.1	1.1 ~ 1.6	1.0 ~ 1.7	1.7 ~ 2.0	0.9 ~ 1.8	0.8 ~ 2.4	0.5 ~ 2.2	1.5 ~ 2.0
4月予測	1.2 ~ 1.5	1.1 ~ 1.9	1.2~2.0	1.7 ~ 2.0	1.1 ~ 2.0	0.9 ~ 2.4	0.7~2.2	1.5 ~ 2.0
コアPCEインフレ率	0.8 ~ 1.0	0.9 ~ 1.3	1.0~1.5		0.7 ~ 1.6	0.6 ~ 2.4	0.4~2.2	
4月予測	0.9 ~ 1.2	1.0 ~ 1.5	1.2~1.6		0.7 ~ 1.6	0.6 ~ 2.4	0.6~2.2	

注)GDP成長率とインフレ率は第4四半期の前年同期比。失業率は第4四半期中平均。
中心傾向は全参加者の予測から最大値・最小値各3名分を除いたもの、レンジは参加者全員の予測。
(資料)FOMC議事録より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<トピック 2> 第2四半期の成長下ブレへ：景況感悪化も広がる

第2四半期の実質 GDP 成長率が月末の 30 日に公表される予定だ。これまでの基礎統計からは、当レポートの予想を大きく下回る可能性が出てきている。

第2四半期の GDP 成長率は 2%台に下ぶれる可能性が高い

当レポートでは、第2四半期の実質 GDP 成長率を前期比年率+3.3%と見ていたが、このところの小売、貿易収支、そして在庫統計は、これを-1%以上下ブレさせる可能性を示唆している（<経済指標コメント>参照）。

小売売上高は5月に続き6月も前月比減少となった。現在の実質個人消費の走りでは、6月の実質個人消費が前月比横ばいだった場合、GDP 統計上の第2四半期の個人消費は前期比年率+2.5%になる計算だ。当レポートでは個人消費の伸びを+3%台で見ていたから、6月の結果次第では個人消費が-0.5%ほど下ぶれる可能性がある。小売売上統計からは6月の実質ベースの財の消費がおおむね前月比横ばいになりそうだから、サービス消費がどれだけ伸びるかが3%成長達成如何の鍵になる。6月は猛暑の影響で電力消費は大幅に増加していることが鉱工業生産指数や電力算出指数から既に判明している。だから、消費者の買物の減少を何とか電力消費でカバーできている可能性はある。とはいえ実態的には消費者の購買意欲は鈍化していることには変わりなからう。

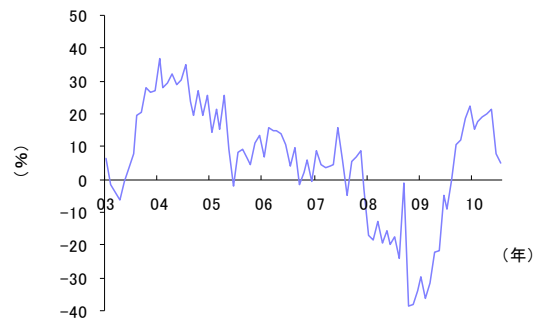
貿易収支統計によれば実質ベースの財の貿易赤字が5月に大幅拡大している。これも成長率を予想比-0.5%ほど押し下げる可能性がある。

また、在庫積上げペースに予想外にブレーキがかかっているのも下ブレ要因である。5月までの企業在庫統計では、1-3月の在庫積み増し幅に比べてかなり遅いペースの積み増しにとどまっている。4-6月の在庫積み増しが1-3月の積み増しペースを下回った場合、第2四半期の GDP に対して在庫投資がマイナス寄与することになる。

設備投資の基礎統計になる非国防資本財出荷はほぼ予想通りのペース、住宅着工件数は前期比ほぼ横ばいペースであるが、建設支出統計では前期比大幅増加となっているから、これも大きく下ぶれることはなさそうだ。

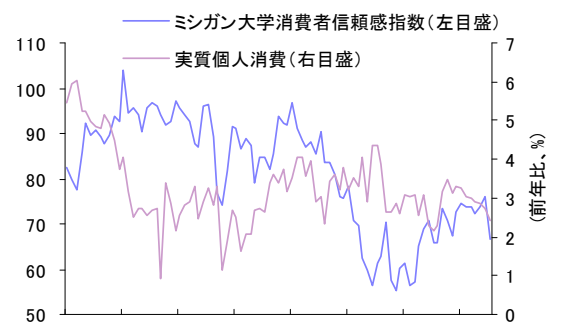
結果、消費、外需、在庫を合わせて1%レベルの成長率下ブレ、結果第2四半期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2%台前半に減速する可能性が高い。

第1図：フィラデルフィア連銀製造業指数



(資料)フィラデルフィア連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ミシガン大学消費者信頼感指数



(資料)ミシガン大学、米国商務省統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

これは通年ベースで 3%台の成長が維持できなくなる可能性があるという意味で、米国の経済回復が予想以上に遅いことを示唆している。

企業と個人の景況感指数の悪化は、センチメントを通じた景気減速が今後さらに広がる可能性をも示唆している

これだけであれば、やや予想より悪い減速の範囲内である。現状では、成長率が今後再びマイナスに転化するいわゆる 2 番底 **Double Dip** は当レポートのメインシナリオとするところではない。回復初期の急激なリバウンドが徐々に減速することはよくあることで、一時的な成長の鈍化 **Soft Patch** にとどまると考えている。サブプライム問題は住宅バブルという米国内に起因する問題で、かつ証券化商品暴落というショックがあった。これに対し現状では米国の経済に脆弱さやリスクがあるとはいえ、バブルが積みあがった状態ではない。外部ショックがあるとすれば欧州財政問題であるが、これも今のところ 2008 年の金融危機のレベルよりかなり穏当だ。本当の 2 番底リセッションが訪れるには、金融政策の早すぎる引締めや財政の急激な引き締めなどが起きることが必要だが、現在の政策当局者にはそうしたスタンスは微塵もないといえる。

しかし、今週公表されたフィラデルフィア連銀製造業指数、ミシガン大学消費者信頼感指数の悪化は、今後この減速が企業と家計のセンチメント悪化を通じてさらに拡大する可能性をも示唆している（第 1 図、第 2 図）。インフレ率も継続的に低下するなど、デフレ圧力の再びの高まりを示している。

<トピック 2>

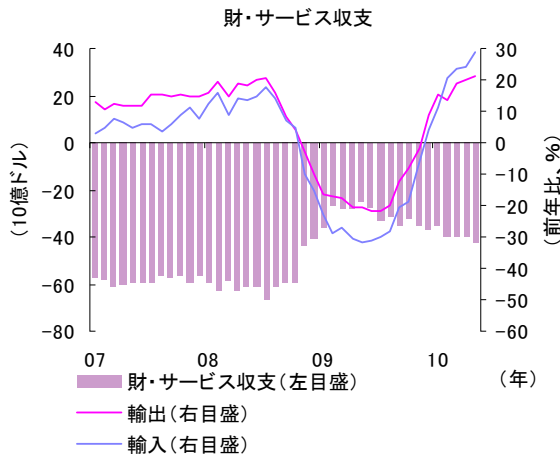
<経済・金融の動向：7月12日～16日現在>**株価反落：実態経済悪化が響く**

- ▶ **株価市場**、NYダウは反落、前週末比 101 ドル安の 10097 ドルで 16 日の取引を終えた。終値ベースの下落幅は大きくはないが、週前半に一時日中 10400 ドルを越えているから、そこからは約 300 ドル下落したことになる。週前半は素材、半導体関連企業の決算を好感して株価は上昇、14 日には 10366 ドルの高値をつけた。しかし 15 日の FOMC 議事録で景況判断が下方修正されたことで 8 日ぶり小幅反落した。16 日には、ミシガン大学消費者信頼感指数の悪化をきっかけに 261 ドルの大幅安となった。このほかにも小売統計、NY 連銀製造業指数、フィラデルフィア連銀製造業指数といった経済指標の悪化時には株価が下落する場面がしばしば見られた。テクニカルには 10300 ドル後半に位置する 200 日移動平均線に頭を抑えられた形。
- ▶ **為替市場**ではドルが円とユーロに対して下落。ドル円は先週末の 1 ドル=88 円台から、今週は 86 円台まで下落。またユーロもさらに上昇、先週の 1 ユーロ=1.26 ドル台から今週は 1.29 ドル台にまで上昇した。欧州問題よりも米国が焦点になってドルが全面的に売られている。また債券市場では 10 年物米国債利回りが再び 3% 台を割り込んだ。
- ▶ **向こう 1 週間**は、大手企業の 4-6 月期決算発表が続くほか、20 日に 6 月住宅着工件数、21 日にバーナンキ FRB 議長の議会宛半期金融政策報告、22 日に 6 月中古住宅販売が公表になる。23 日には欧州銀行のストレステスト結果が公表される予定。
- ▶ 市場の焦点は欧州問題から米国内の経済ファンダメンタルズにうつっている。ある程度の生産・売上関連の指標鈍化は想定内だが、景気の先行きを示唆する企業景況感指数、消費者信頼感指数の悪化は、センチメントの悪化が広範囲に広がりつつあることを示唆している。企業決算はこれまでのところ予想以上に良いものが目立ち、決算で株価上昇、経済指標で下落という荒い値動きが続いている。月末まではこうしたボラティリティの高い相場が続きそうだ。さらに 8 月の流動性低下時期も引続き要注意である。月末にかけては NY ダウ 9600 ドルから 10400 ドルのレンジの動きを予想する。NY ダウが 9600 ドルを本格的に割り込むようだと言われ、成長見通しにも影響が出る可能性がある。センチメント好転の機会があるとすれば 23 日の欧州銀行ストレステスト結果公表だ。市場の関心は欧州を徐々に離れつつあるとはいえ、1 万ドルに近づく株価にはまだまだ割安感はある。

(<経済・金融の動向>)

<経済指標コメント>

➤ **財・サービス収支赤字は（5月）は-422.7億ドル（前月-403.2億ドル）、実質ベース財貿易収支赤字は-460.4億ドル（前月-441.7億ドル）**：財・サービス収支赤字は2ヵ月連続の拡大。輸出、輸入ともに前月比増加したが、輸入の増加が輸出の増加を上回った。いずれも、石油関連以外の財の輸出入の増加が目立っている。実質ベースの財貿易収支赤字は4ヶ月連続の拡大。6月の実質財貿易赤字が5月並みだった場合、第2四半期の赤字拡大幅は第1四半期の2倍に及ぶ計算になる。これは実質GDP成長率を約-1.6%押し下げる計算になり、現在の当レポートの予測からは-0.5%の下ブレ要因となる。



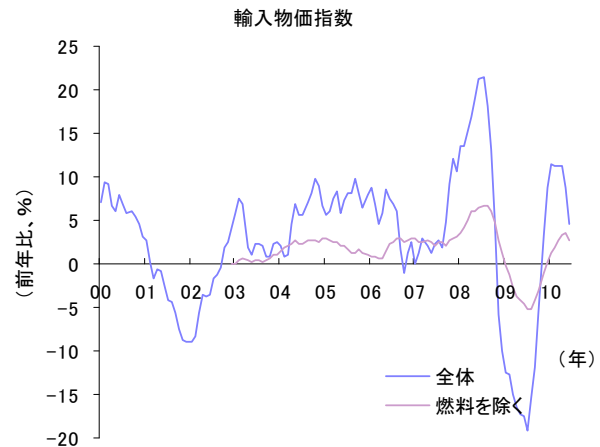
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **小売売上高（6月）は前月比-0.5%（前月同-1.1%）、除く自動車・同部品ディーラー同-0.1%（前月同-1.2%）**：小売売上高は2ヵ月連続の減少。自動車を除くベースでも減少という不振な結果になった。内訳は、自動車・同部品ディーラー前月比-2.3%、家具店同-1.1%、家電店同+1.3%、建設資材店同-1.0%、食品店同-0.5%、薬局同+0.5%、ガソリンスタンド同-2.0%、衣服店同+0.6%、スポーツ用品・書籍店等同-1.4%、百貨店同+1.1%と幅広い業態で売上が減少している。天候要因や、積み上がり需要の剥落なども影響していると考えられるが、そろそろ消費者の景況感悪化が実現している可能性もある。6月分の実質個人消費はこのままだと前月比横ばい程度にとどまり、当レポートの予想に対してGDP成長率ベースで-0.4%程度のしたブレ要因となる。現在第2四半期の実質GDP成長率は3.3%を予想しているが、貿易収支とあわせ約1%の下ブレ、つまり成長率が2%台の低成長に終わる可能性が出てきている。



(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

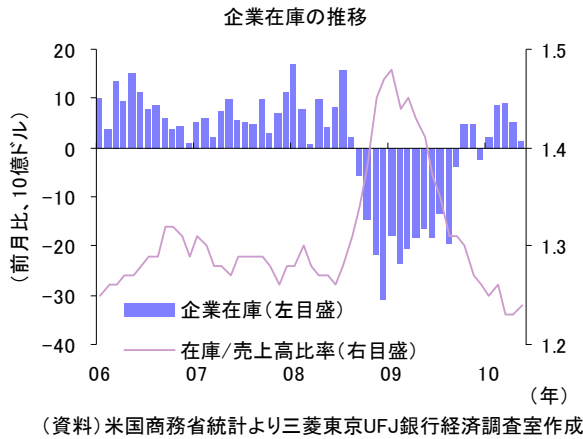
➤ **輸入物価指数（6月）は前月比-1.3%（前年比+4.5%）、除く燃料前月比-0.6%（前年比+2.8%）**：輸入物価は2ヵ月連続となる前月比低下、また前年比の伸びも2ヵ月連続で大幅に縮小した。また燃料を除くベースでも12ヶ月ぶりとなる前月比低下、前年比の伸びも縮小した。4月まで海外からの需要増で価格上昇圧力の強かった輸入物価にもインフレ圧力の弱まりが見られる。



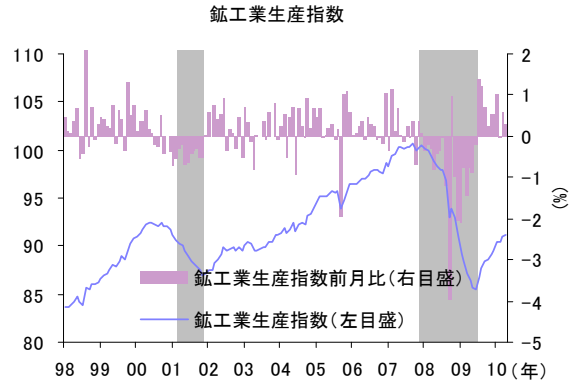
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **企業在庫（5月）は前月比+0.1%（前月同+0.4%）**：企業在庫は5ヵ月連続の増加だが、その増加ペース鈍化している。前四半期末対比の積み上がりペースは現状、第1四半期の積み上がりペースを大きく下回っている。また、企業売上高は小売の不振などを反映して前月比-0.9%と、2009年3月以来の前月比マイナスの伸びとなった。今後企業が在庫積上げペースを緩めていくことが成長の鈍化につながる可能性がある。尚、第2四半期の実質GDP成長率予想で

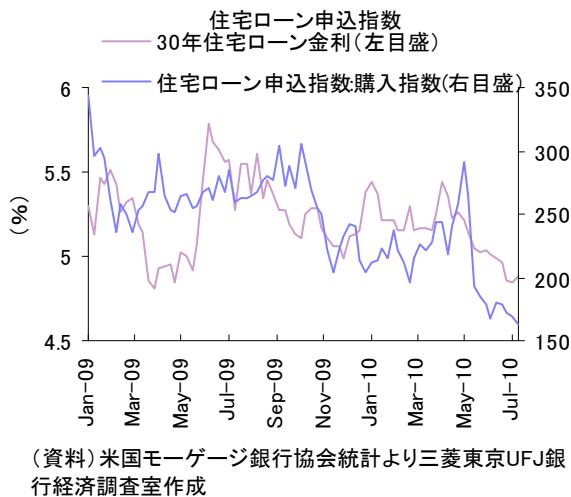
在庫投資が成長を 0.5%ほど押し上げることを想定しているが、現状ペースではそれもままならない可能性がある。



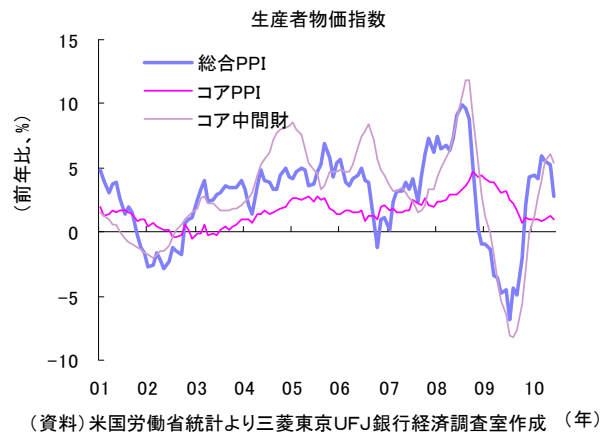
内訳は製造業前月比-0.4%、鉱業同+0.4%、公益事業同+2.7%と、猛暑によるエネルギー消費の増加による公益事業の指数上昇が全体をおしあげている一方、製造業の指数は低下している。製造業の内訳は自動車・同部品が前月比-1.9%の大幅減となっている。ハイテク関連は前月比+1.2%と引続き好調である。設備稼働率は前月比横ばいで、これも上昇に鈍化が見られる。



- **米国モーゲージ銀行協会 (MBA) 住宅ローン申込指数 (7月9日×週) は前週比-2.9%、リファイナンス指数同-2.9%、購入指数同-3.1%**：住宅ローン申込指数は前週まで大幅に上昇していたリファイナンス指数が3週ぶりに低下、また購入指数は依然として4週連続の低下となり、全体で3週ぶりの低下となった。30年物固定住宅ローン金利は4.88%（前週比+0.03%）と引続き低位にあるが、住宅ローン申込、特に購入申込は低迷したままである。ただし7月は例年住宅ローン申込が減少する傾向があることから、季節要因の可能性が高い。



- **生産者物価指数 (6月) は前月比-0.5% (前年比+2.8%)、同コア指数は前月比+0.1% (前年比+1.1%)、コア中間財価格指数は前月比-0.4% (前年比+5.4%)**：生産者物価指数は3ヶ月連続の前月比マイナス、前年比の伸びも3ヶ月連続で縮小した。コア指数は前月比の伸びをプラス維持しているものの、前年比の伸びは1%レベルの低い位置にある。またコア中間財価格指数が昨年5月以来の前月比マイナスの伸びになっている。通常春から夏にかけて上昇する季節変動が今年はなく、原油価格やガソリン価格が安定していることが総合指数低下の要因だが、コア指数の伸びも鈍化していることから、川上のインフレ圧力がかなり後退してきていることを示唆している。

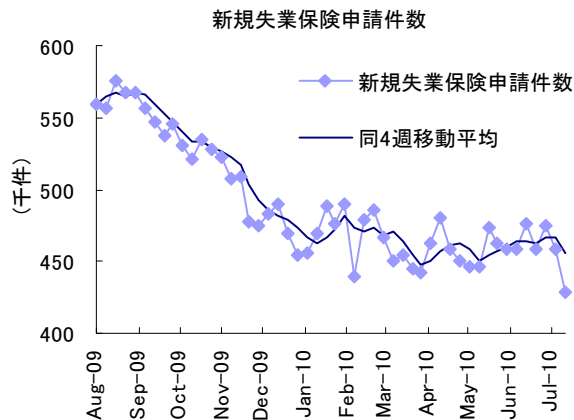


- **鉱工業生産指数 (6月) は前月比+0.1% (前月同+1.3%)、設備稼働率 74.1% (前月比横ばい)**：鉱工業生産指数は4ヶ月連続の上昇となったものの、その伸びは大きく鈍化した。また

➤ **新規失業保険申請件数（7月10日ㄨ週）は429千件（前週比-29千件）、継続受給比率（7月3日ㄨ週）は3.7%（前週比+0.2%）、継続受給者数は4681千人（前週比+247千人）**：新規失業保険申請件数は2週連続の減少で、ほぼ2ヵ月ぶりに450千件を下回った。4週移動平均も455.25千件（同-11.75千件）と2週連続の低下。通常この時期に工場閉鎖を行う自動車メーカーが今年は夏返上で操業していることがレイオフの減少につながったと考えられる。実際には自動車販売の増加ペースは遅く、増産の反動が今後訪れる可能性もあることから、まだ雇用情勢については慎重に見ておいたほうがよいだろう。

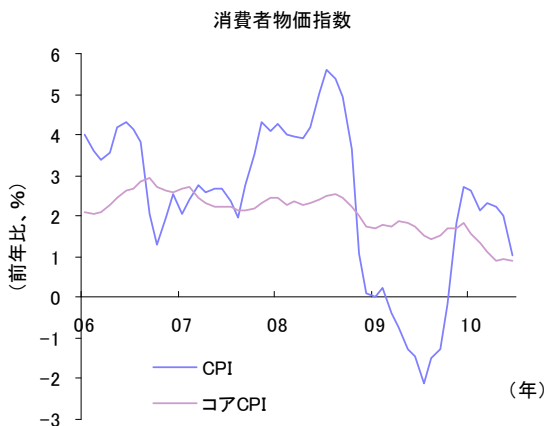
物価指数を押し下げている。ここにも例年比安定した原油価格の物価抑制効果が見られる。全体として、前年比の物価上昇率は総合、コアいずれも1%近辺の極めて低いところにあり、少なくとも見かけ上はインフレ圧力の大きな後退を示唆している。今後はコア指数の前年ひの伸びが現在の0.9%レベルで底入れするかどうか、本格デフレ入りかどうかの瀬戸際である。

<経済指標コメント>



(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **消費者物価指数（6月）は前月比-0.1%（前年比+1.1%）、同コア指数前月比+0.2%（前年比+0.9%）**：消費者物価指数は3ヶ月連続の前月比低下、前年比の伸びも1%台前半に一気に縮小した。コア指数は前月比では5ヵ月連続の上昇で、前年比の伸びはここ3ヶ月間0.9%で横ばい推移している。6月はガソリン（前月比-4.5%）、灯油（同-2.6%）などいずれもエネルギー関連が



(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



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.