



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 2, 2011

<FOCUS>

債務問題妥結も景気は軟調継続

- ▶ 本日午後、政府債務の上限引き上げと歳出削減に関する法案が成立、政治が迷走し金融市場の動揺を通じて経済が混乱に陥るという本末転倒のリスクは当面低下した。デフォルトを回避したことで、短期金融市場では短期国債利回りが急低下に転じるなど、落ち着きを取り戻しつつある。
- ▶ 一方、経済指標の悪化は継続、株価の軟調地合いや長期金利の弱含みはむしろ足元で目立ってきている。7月のISM製造業指数（総合）は50.9と企業活動の拡大・縮小の分岐点である50に近づく形となっている。生産に対して先行的に動く新規受注が約2年振りに50を割り込んできており注意が必要な動きである。
- ▶ 日本の震災に伴うサプライ・チェーン混乱の影響は相応に改善してきているとみられるが、その好影響が生産面に明確に現れてくるのは、秋口頃となるように思われる。需要サイドではガソリン高のもと自動車販売が伸び悩んでおり、サプライ・チェーンへの悪影響が緩和しても自動車生産の回復ペースが緩やかとなる可能性もあろう。
- ▶ 先週公表された第2四半期のGDP統計においても、景気停滞の主因はエネルギー高に伴う個人消費の低迷であることは明らかとなっている。インフレ率が上昇してきていることで実質可処分所得の伸びは鈍化、個人消費が下押しされる様子が鮮明だ。
- ▶ また、コア資本財受注のモメンタムが低下するなど、足元はこれまでの個人消費減速の影響が企業セクターに波及するタイミングに入りつつあることにも注意が必要。雇用についても当面は楽観を許さない状況にあるように思われる。
- ▶ 金融市場の一部ではFRBによる追加緩和の観測も台頭してきているが、追加措置に踏み切るには景気低迷の長期化だけでなく、デフレ・リスクが高まることが前提となる。歴史的な金融緩和が資源高とそれに伴うインフレに繋がっている面が大きいことを踏まえると、少なくともあるべき金融政策という観点からは追加緩和の可能性は低いと考えるべきであろう。

<FOCUS> 債務問題妥結も景気は軟調継続

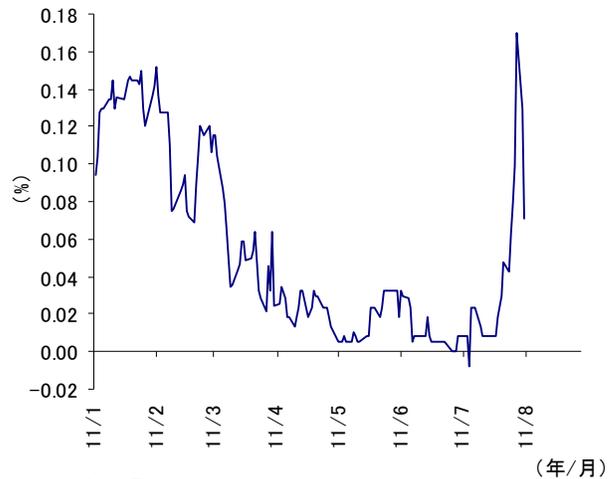
債務問題を漸くクリア

本日午後、政府債務の上限引き上げと歳出削減に関する法案が上院で可決、オバマ大統領が署名し成立した。

政府・議会における政策論争は混乱を極めたものの、当初期限である2日までかかって漸く決着、政治が迷走し、金融市場の動揺を通じて経済が混乱に陥るといふ本末転倒のリスクはひとまず回避された形である¹。

今後、年末にかけては、追加の財政赤字削減策を巡って議論が再び膠着するリスクがあるが、デフォルトという最悪の事態を回避したことで、短期金融市場では短期国債利回りが急低下に転じるなど、徐々に落ち着きを取り戻しつつある（第1図）。

第1図：短期国債利回りの推移



(注)1ヶ月物。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一段と低下した ISM 指数

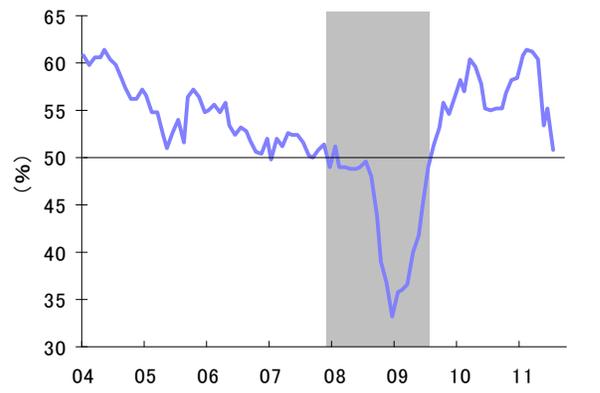
政治リスクが低減した一方、経済指標の悪化は継続しており、株価の軟調地合いや長期金利の弱含みはむしろ足元で目立ってきている。

1日に公表された7月のISM製造業指数は総合が50.9と、企業活動の拡大・縮小の分岐点である50に近づく形となっている。水準としては、景気の二番底が懸念された昨年夏場頃を下回り、金融危機後の景気が底をつけた2009年半ば以来の水準まで低下した（第2図）。

7月は、政府債務問題を巡る政治の迷走が、企業マインドを一時的に悪化させた可能性もあるが、中身をみると、生産活動に対して先行的に動く新規受注が約2年振りに50を割り込んできており注意が必要な動きとなっている（第3図）。

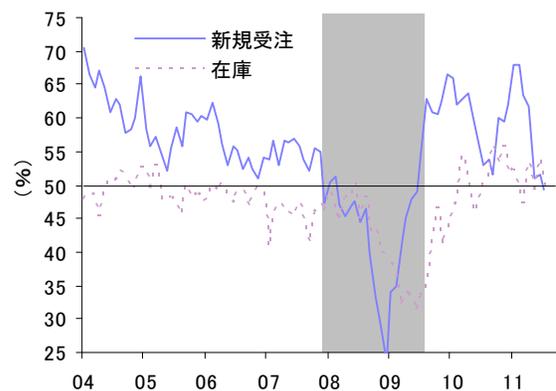
当月は在庫が低下したことは前向きな材料だが、新規受注と比べた場合の水準としては必ずしも低くなく、今後の需要動向によっては軽度の在庫調整もありえることを示唆する動きとなっている（同図）。雇用も2009年末以来の水準まで低下してきており、製造業の雇用が

第2図：ISM製造業指数（総合）



(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、シャドー部分はリセッション期

第3図：ISM製造業指数（新規受注と在庫）



(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成、シャドー部分はリセッション期

¹ 7月21日付 Weekly ご参照。
BTMU Focus USA Weekly/ May 1, 2009

目先大きく増加することは期待しにくい状況にある。

サプライ・チェーンの混乱は改善も、生産への波及は秋口以降

一方、同 ISM 指数における入荷遅延が 50.4 へ大幅に低下していること等からすると、日本の震災に伴うサプライ・チェーン混乱の影響は相応に改善してきているとみられる。

実際、日本の自動車部品輸出は、3 月の震災以降急激に落ち込んだが、直近 6 月のデータは大幅増を示している（第 4 図）。ただ、米国の自動車生産は同部品輸出に対して約 2~3 ヶ月のラグを伴うことを踏まえると（同図）、その好影響が生産面に明確に現れてくるのは、秋口以降となる可能性があるように思われる。

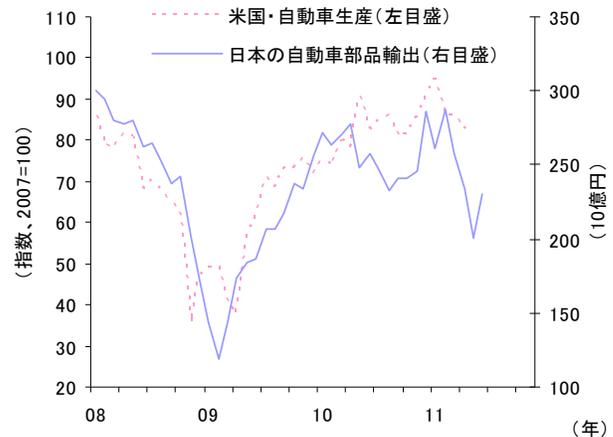
また、足元における自動車セクターの在庫水準は必ずしも低くない点にも注視が必要であろう。耐久財受注統計における自動車・部品の在庫をみると、自動車関連の在庫が極端に少なくなっている様子は伺われない。あくまでマクロ統計上の話ではあるが、出荷、すなわち自動車販売が伸び悩むなかで在庫が増加しているように見えなくも無い（第 5 図）。

ガソリン消費は抑制続く

自動車販売の伸び悩みは、これまでも指摘してきた通りエネルギー高によるところが大きいとみられる。第 6 図は、6 月 6 日付 Weekly で指摘したガソリン消費量と個人消費の関係を、ガソリン消費量と自動車販売に置き換えてみたものである。ガソリン価格上昇によりガソリン消費量が抑制され、自動車走行距離が減少すれば、自動車の買い替え需要も低迷するという関係がみてとれる。

株高などによりペントアップ・デマンドが強く喚起されれば別であるが、ガソリン消費量が基調として抑制されるなかでは、自動車販売の明確な回復は期待しにくいかもしれない。肝心の需要が足踏みしてしまえば、上記にみたサプライ・チェーンへの悪影響が緩和してきても、自動車生産の回復ペースは緩やかとなる可能性がある。本日公表された自動車販売台数は 12.2 百万台と 3 ヶ月振りの増加に転じたものの、

第4図：日本の自動車部品輸出と米国自動車生産



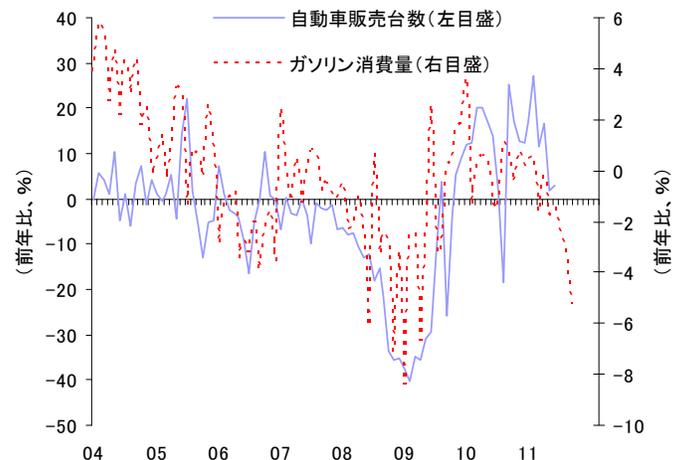
(注)自動車部品輸出は名目・当室季節調整値。2ヶ月遅延。
(資料)FRB、財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：自動車・部品の出荷と在庫の推移



(注)名目ベース。
(資料)商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ガソリン消費量と自動車販売の推移



(注)ガソリン消費量を6ヶ月先行。
(資料)商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

エネルギー高によりガソリン消費量が低迷している間は、一本調子で増加基調を辿ることは難しいようにも思われる。FRB も指摘しているように、震災後の供給障害緩和に伴う自動車関連セクターの持ち直しは、今後の景気持ち直しの要因として期待されるが、エネルギー高の行方と合わせて注視していく必要があるだろう。

問題はやはりエネルギー高

先週公表された第2四半期のGDP統計においても、景気停滞の主因はエネルギー高に伴う個人消費の低迷であることは明らかである(第7図)。設備投資や輸出こそ堅調さを維持したものの、個人消費主導の米国経済をこれだけで支えることが難しいのは言うまでもなからう。

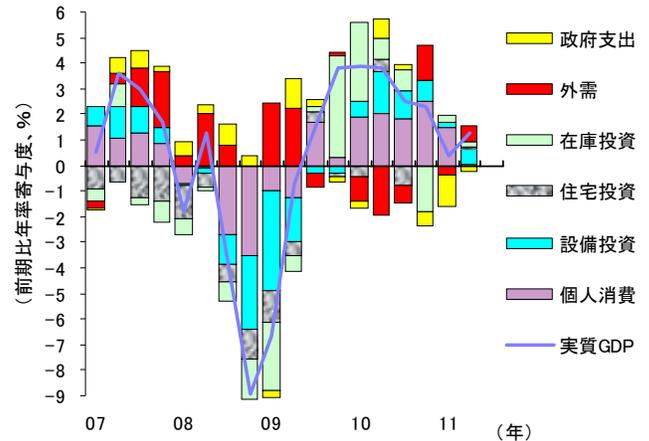
本日公表された個人所得・消費統計によると、名目可処分所得は前年比+3.7%の増加となる一方、インフレ率が同+2.6%まで上昇してきていることで実質可処分所得の伸びは鈍化を余儀なくされており、個人消費が下押しされる様子が鮮明となっている(第8図)。

設備投資にも減速の兆し

また、足元はこれまでの個人消費減速の影響が企業セクターに波及するタイミングに入りつつあることにも注意が必要であろう。設備投資の先行指標であるコア資本財受注(軍事関連・航空機を除く)は徐々にモメンタムが低下しており、これまでの個人消費を中心とする景気減速とそれに伴う設備稼働率の低下が設備投資に影響しつつある可能性を示唆している(第9図)。

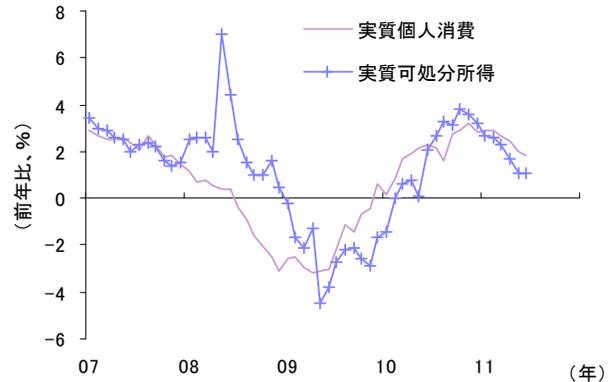
足元、エネルギー価格は低下に転じてきていることから、7~9月期については、インフレ率の低下が実質所得と実質消費を押し上げる可能性が期待される。ただ、これも雇用を中心として雇用者所得が増加基調を辿ることが前提となる。米国においては、個人消費が雇用に先行して動いており、企業サイドからすれば、個人消費の減速が鮮明になるなかで、雇用を積極化させることは難しいことを示唆している(次頁第10図)。当面の雇用所得環境については楽観を許さない状況にあるように思われる。

第7図: 実質GDP成長率の推移(需要項目別寄与度)



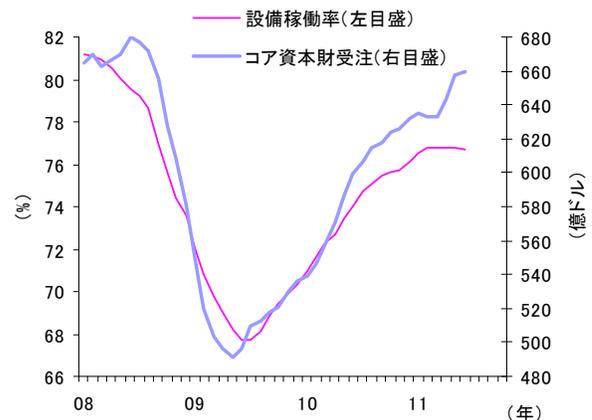
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図: 個人所得と消費の推移



(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9図: 設備稼働率とコア資本財受注



(注) コア資本財受注は3ヶ月平均値。

(資料) 商務省、FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

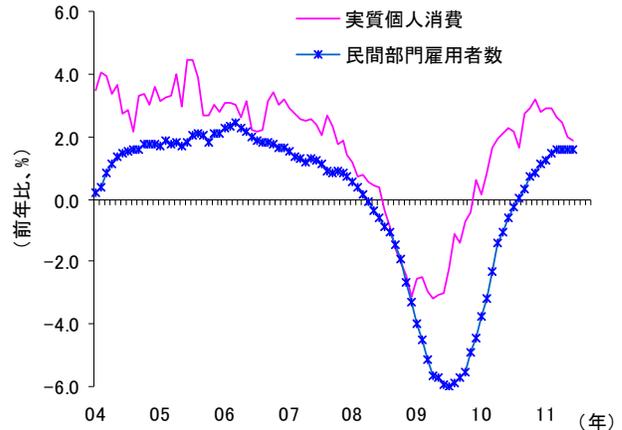
台頭する追加緩和観測

景気の減速感が強まるなか、金融市場の一部ではFRBによる追加緩和の観測も台頭してきているようだ。2日の長期金利は2.63%と3日で30bpを超える急低下となり、FRBがいわゆるQE2に踏み切った2010年11月以来の水準へ近づく格好となっている（第11図）。

ただ、7月13日の議会証言でバーナンキ議長が述べている通り、追加緩和に踏み切るには景気低迷の長期化だけではなく、デフレ・リスクが高まることが前提となる。バーナンキ議長率いるFRBが結果的に、現行の金融緩和の時間軸を長期化する等の追加措置を行う可能性は否定は出来ないが、これまでも指摘してきた通り、歴史的な金融緩和が資源高とそれに伴うインフレに繋がっている面が大きいことを踏まえると、少なくともあるべき金融政策という観点からは追加緩和の可能性は低いと考えるべきであろう。仮に、大幅な金融緩和の強化により一時的に景気の持ち直しが達成されても、その後の景気展開がどうなるかについては、昨年来、既に証明済みのように思われる。

<FOCUS>

第10図：個人消費と民間部門雇用者数の推移



(資料) 商務省・労働省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：10年物米国債利回り



(資料) Bloomberg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.