



# 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](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

November 16, 2011

## <FOCUS>

### どちらを重視するか～足元の底堅さと先行き減速の兆し

- このところ公表された経済指標は、足元の米国経済が、欧州ソブリン問題が金融危機に発展する様相を徐々に強めるなかでも失速を回避していることを示す内容となっている。ただ、こうした足元の経済指標の動きは、先行きの米国経済の加速、乃至、底堅い成長持続までを意味するものではなからう。
- マインド指標については、その急速な悪化が個人消費や設備投資などを大きく抑制しなかった点は評価できるが、裏返せば、足元のマインドの持ち直しは今後の需要加速を意味しないことになる。今後の個人消費を左右するとみられる雇用についても、求人数の緩やかな回復持続は外的ショックが無ければ雇用の急失速は起きないことを示唆する反面、UV曲線は右上方へ一段とシフトしており、雇用のミスマッチの強まりが雇用加速のハードルとなる姿が鮮明となっている。
- また、来年前半にかけた成長ペースを占う観点からは、景気減速を示唆する動きも見えている。消費者信用残高は緩やかな持ち直し傾向にあり、0.5%程度個人消費を下支えするところまで回復してきているが、懸念されるのは、家計における将来の期待所得が悪化していることである。今後の政策対応次第では、消費者信用の持ち直しが足踏みし、来年の個人消費の抑制要因となるリスクを見ておく必要がある。
- 欧州ソブリン問題が米国の金融仲介機能へ及ぼす影響もじわりとだが顕現化する方向にある。米銀の企業向け貸出基準は欧州銀行と比べれば緩和的だが、緩和の度合い自体は今次回復局面で初めて低下したこと、金融機関の貸出態度は設備投資に2四半期程度先行することを踏まえると、先行きをみるうえではやはりネガティブな動きとして捉える必要がある。
- ただ、突き詰めれば、こうした減速要因は今後の政策対応次第で実体経済への影響を回避することも可能である。足元の景気の底堅さと、減速の兆しのどちらを重視すべきかは、今後の政策対応をどうみるかによるということになる。

<FOCUS> どちらを重視するか～足元の底堅さと先行き減速の兆し

**底堅さ示す経済指標**

このところ公表された経済指標は、足元の米国経済が、欧州ソブリン問題が金融危機に発展する様相を徐々に強めるなかでも失速を回避していることを示す内容となっている。

先週末に公表された10月のミシガン大学・消費者センチメントは、現況指数が3ヶ月連続で改善を示したほか（第1図）、昨日公表されたニューヨーク連銀の企業景況感調査（製造業）も小幅ながら6ヶ月ぶりにプラス圏内に戻っている。

家計と企業のマインドは、夏場以降、政府債務上限の引き上げに伴う混乱と米国の格下げ、欧州ソブリン問題等を受けて急落を余儀なくされたが、その後は時間の経過とともに徐々にだが持ち直している。また、第4四半期の個人消費を見るうえで注目される10月の小売売上高（自動車・ガソリンを除く）も前月比+0.7%と底堅さを示している。

**先行きの加速までは見込めず**

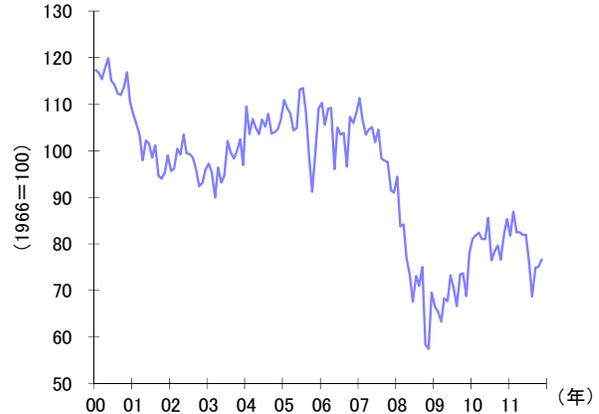
ただ、こうした足元の経済指標の動きは、先行きの米国経済の加速、乃至、底堅い成長持続を意味するものではなかろう。

マインド指標については、その急速な悪化が個人消費や設備投資などを大きく抑制しなかった点は評価できるが、裏返せば、足元のマインドの持ち直しは今後の需要加速を意味しないことになる。また、マインドは持ち直しているとはいえ、1980年代前半以来の低水準にあり、歴史的停滞の域を脱していない。

今後の個人消費を左右するとみられる雇用についても、加速までは期待しにくい状況である。先週公表された求人数は引き続き企業の雇用スタンスが緩やかな回復基調にあり、外的ショックが無ければ雇用の急失速は起きないことを示唆している（第2図）。

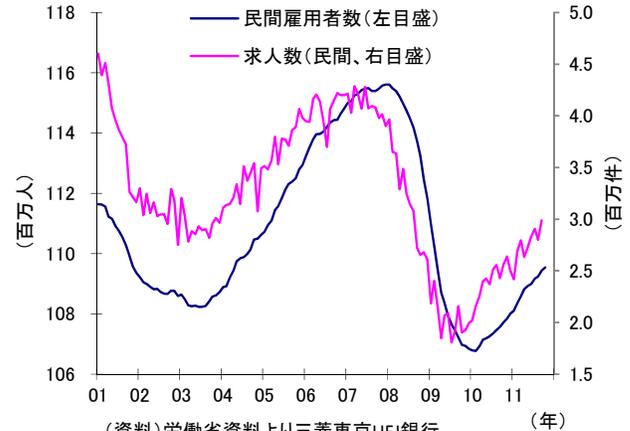
他方、欠員率と失業率の関係を示すUV曲線は右上方へ一段とシフトしている（第3図）。雇用のミスマッチの強まりが雇用の増加ペースの抑制要因となっていることが窺われる。図中のUV曲線に基づけば、失業率は6%程度まで低下しているはずであり、足元の高失業は低

第1図：ミシガン大学・消費者センチメント



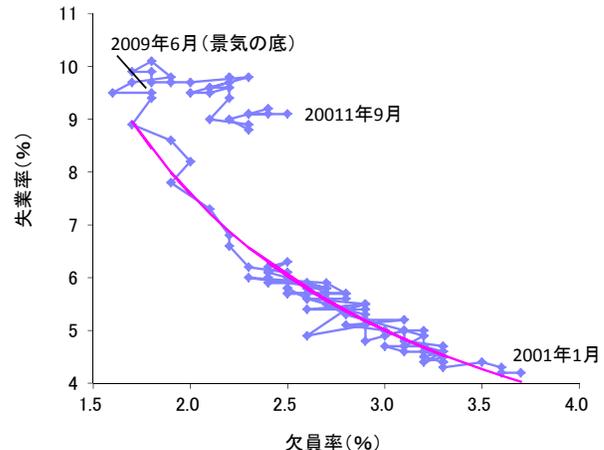
(注) 振れの小さい現況指数を表示。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：民間雇用と求人数



(資料) 労働省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：欠員率と失業率(UV曲線)



(注) UV曲線は2001年1月～2009年6月とした。  
(資料) 米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

成長・需要不足だけでなく、かなりの部分が構造問題化していることが見てとれる。

### 来年前半にかけた減速要因

また、来年前半にかけた成長ペースを占う観点からは、緩やかな景気減速を示唆する動きも見えてきているように思われる。

9月の消費者信用残高は前年比+2.4%と、前月から小幅伸びを高めており、可処分所得との対比でみると0.5%程度、個人消費の下支えに寄与するところまで徐々に回復してきている（第4図）。しかし、先行きを見るうえで懸念されるのは、家計における将来の期待所得が悪化していることである。

カンファレンス・ボードの消費者信頼感指数のうち、6ヶ月後の所得が増えると回答した割合から、減少するとの回答割合を差し引いてみると、そのマイナス幅は拡大傾向にある（第5図）。負債を増やして消費に回すという消費行動が維持されるには、家計の将来所得に対する改善期待が続くことが前提となる。期待所得の動きが消費者信用残高に約半年先行していることはそれを示すものである。家計の期待所得は、夏場以降に悪化していることからすると、欧州情勢の行方だけでなく、米国の財政政策も重要な鍵になるが、多くは期待し難い状況にある。今後の政策対応次第では、消費者信用の持ち直しが足踏みし、来年の個人消費の抑制要因となるリスクは否定できないということになる。

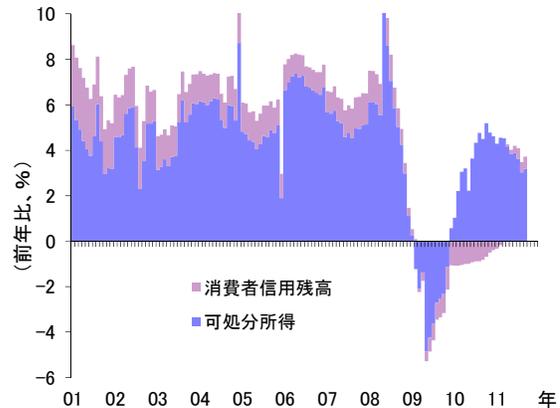
### 銀行の貸出態度は要注視

欧州ソブリン問題が米国の金融仲介機能へ及ぼす影響もじわりとだが顕現化する方向にある。

先週初に公表されたFRBのシニア・ローン・オフィサー・サーベイ（10月調査）では、米銀の企業向け貸出基準（商工業貸出）は引き続き緩和超となったものの、緩和超幅自体は今回回復局面で初めて縮小した（第6図）。

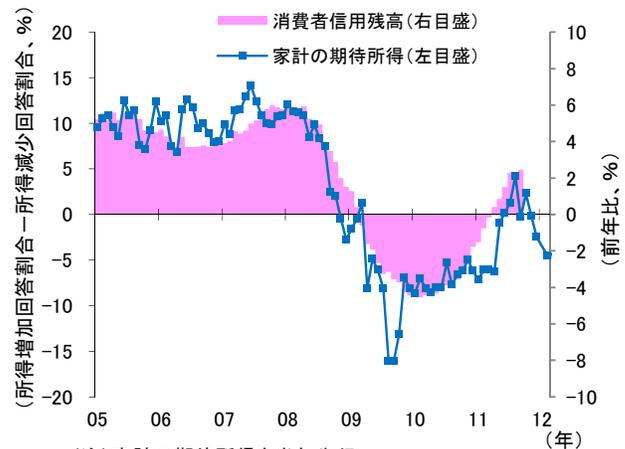
貸出基準を厳格化した理由としては、景気見通しの悪化が主因となっており、流動性の逼迫や、資本水準の動向などは影響していない形となっている。また、欧州銀行と比べても米銀の

第4図：可処分所得と消費者信用残高



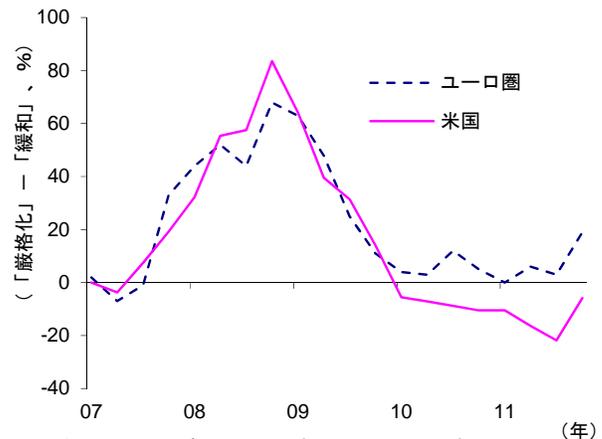
(注)名目ベース。消費者信用残高は可処分所得対比でみた寄与。  
(資料)FRB、商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：家計の期待所得と消費者信用残高



(注)家計の期待所得を半年先行。  
(資料)カンファレンスボード、FRB統計より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：欧米銀の貸出基準（対大企業）



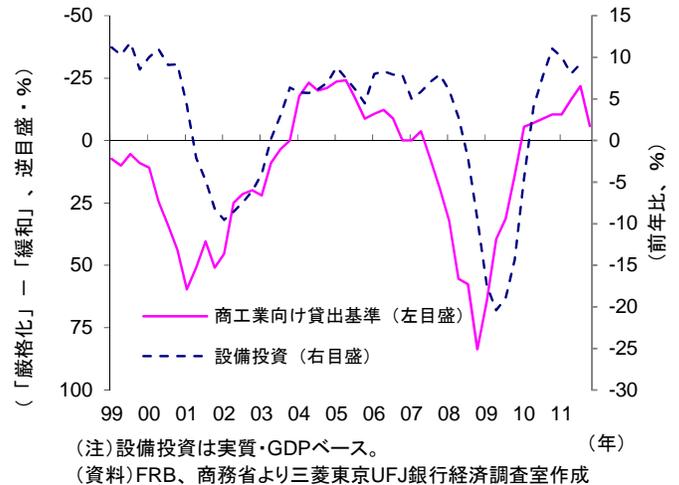
(注)ユーロ圏の直近は9月調査、米国は10月調査。  
(資料)FRB、ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

貸出基準は緩和的で、金融仲介機能の低下を通じた悪影響は今のところ相対的に限られている（同図）。

ただ、金融機関の貸出態度は、米国の設備投資に2四半期程度先行することを踏まえると、先行きの成長ペースへの影響という点ではやはりややネガティブな動きとして捉えておく必要があるだろう（第7図）。

足元の経済指標は、米国経済が失速を回避していることを確認する一方、今後、自律的に回復力が高まることまでは示していない。突き詰めれば、上記にみた家計の将来所得の低下や、欧州ソブリン問題が金融仲介機能へ及ぼす影響も、今後の政策対応次第では实体经济への影響を回避することが可能な内容である。足元の景気の底堅さと、減速の兆しのどちらを重視すべきかは、今後の政策対応をどうみるかによるということになる。足元の経済指標の底堅さを受けて、米欧の政策対応努力が緩まないことを期待したい。

第7図：米銀貸出基準と設備投資



< 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、宜しくお願ひ申し上げます。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.