



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

February 13, 2012

<FOCUS>

輸出は減速気味、ガソリン価格再上昇

- 13日未明、ギリシャ議会が財政緊縮策を可決するなど債務問題解決に向けた動きが継続しているが、欧州経済全体としては当面は停滞局面が続く公算が大きい。足元、欧州の企業景況感は改善しているものの、季節的な振れが疑われるほか、財政緊縮、金融セクターによる信用収縮の悪影響は今後も景気の下押し要因として作用する見込みである。
- 先週末公表された経済指標も、米国経済については引き続き回復傾向を辿るものの、目先は減速気味で推移する可能性を示唆するものとなった。12月の貿易収支は赤字幅が2ヶ月連続で拡大、輸出の伸びは輸入の伸びを傾向的に下回りつつある。地域別にみると、欧州向け輸出のプラス寄与が縮小傾向、アジア向け輸出も鈍化が鮮明となっている。アジア向け輸出については、中国等の減速だけでなく、欧州経済停滞の影響が世界の生産拠点であるアジアにおいても出てきていることの表れであろう。
- 今後、米国輸出が伸びを高めるには今暫く時間がかかりそうだ。仮に世界経済が足元並みの成長ペースを続けたとしても、昨年末までのドル安による輸出の押し上げ効果は限界的に低下する局面に入りつつある。米国輸出は、伸び悩む世界需要と年初来のドル安修正を受けて目先1~2四半期程度はごく緩やかながら鈍化傾向が続きそうである。
- 一方、米国の内需という点では、雇用の回復持続は明るいニュースだが、雇用の伸びは既にかかなり高いところまで改善している。雇用は基本的に遅行指標であり、GDP成長率を上回る伸びを示すことは稀である。外需の動向も踏まえると、今後、雇用の伸びが加速することは期待し難い。また、個人消費については所得の伸びから判断すると、その持続性に引き続き不透明感がある。
- 足元の消費者センチメントの動向も、個人消費が今後伸び悩みリスクがあることを示唆している。2月の消費者センチメントは半年振りに低下したが、注視が必要なのはガソリン価格が再び上昇に転じていることであろう。欧州情勢が改善すれば、エネルギー高が次の景気抑制要因となることは予想された展開である。足元のガソリン価格は、エネルギー高と個人消費の軟化が今年も繰り返される可能性を暗示している。

<FOCUS> 輸出は減速気味、ガソリン価格再上昇

欧州経済は当面停滞続く公算

13日、ギリシャ議会は第2次支援の前提となる財政緊縮策等を可決、3月の国債大量償還が迫るなかでジリジリとではあるが、債務問題解決に向けた動きが継続している。ただ、ギリシャ支援策が合意できれば大きなハードルを一つ超えたことにはなるが、仮にそうなった場合でも、欧州経済全体としても当面は停滞局面が続く公算が大きい。

足元、欧州の企業景況感は急速な改善を示しているものの(第1図)、同指標はここ1~2年、年初以降改善した後、低下する動きが繰り返されており、統計上の季節的な振れが疑われる。また、財政緊縮に加えて、金融セクターによる信用収縮の影響が今後景気の下押し要因として作用する見込みである。欧州経済、ひいてはグローバル経済が、金融緩和等の政策サポートを受けて加速していくにはまだ時間がかかるとみるのが妥当であろう。

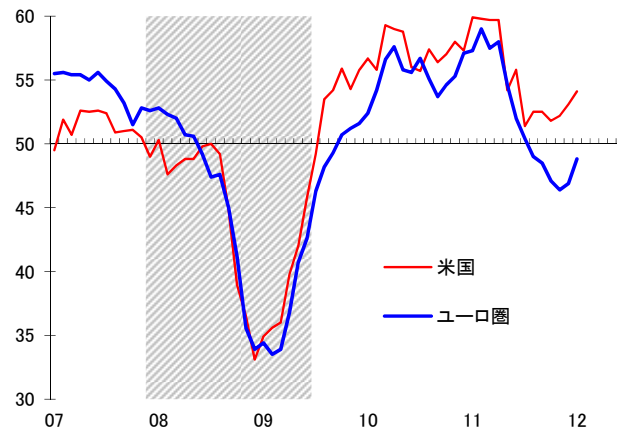
輸出は鈍化傾向

先週末公表された経済指標は、米国経済についても、引き続き回復傾向は迫るものの、目先は減速気味で推移する可能性を示唆するものとなった。

まず、12月の貿易赤字は▲488億ドルと、2ヶ月連続で拡大した(第2図)。輸出入額を前年比ベースで見ると、輸出の伸びが輸入の伸びを傾向的に下回りつつあることがみてとれる(同図)。

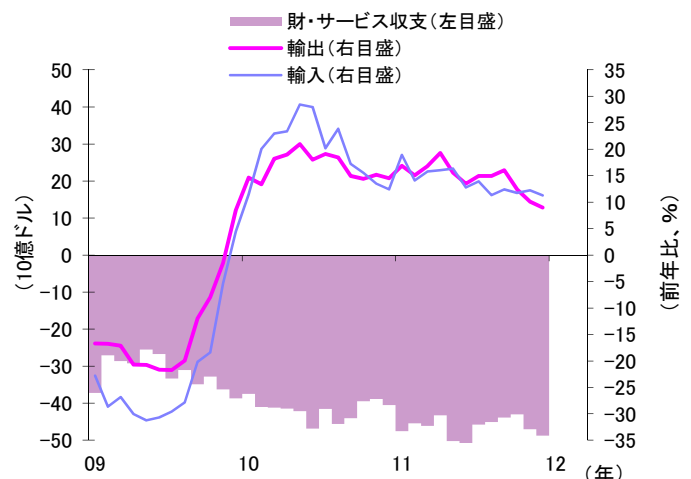
輸出(財)を地域別にみると、ウェイトの大きい北米や中南米向けは相対的な堅調さを維持しているものの、欧州向け輸出のプラス寄与は縮小傾向、ここにきてアジア向け輸出も鈍化が鮮明となっている(第3図)。アジア向け輸出については、中国等の減速だけでなく、欧州経済停滞の影響が世界の生産拠点であるアジアにおいても出てきていることの表れであろう。当然のことだが、グローバルな生産分業体制が確立した今日、欧州の景気低迷を受けて、欧州向け輸出だけが低迷することはない。

第1図: 製造業景況感の推移



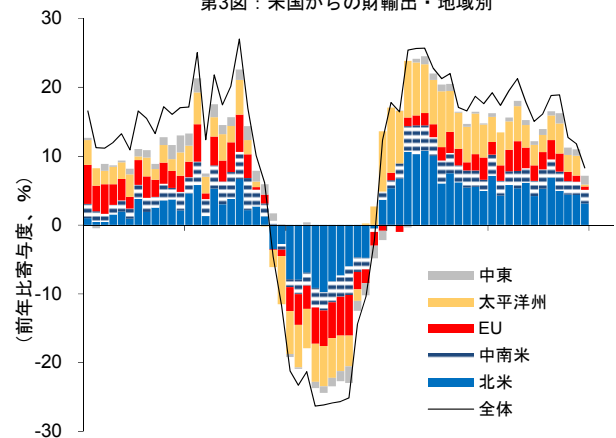
(注) 指数は50が生産拡大・縮小の分岐点を表す。(年)
シャドローは米国の景気後退局面。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 輸出入と貿易収支



(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3図: 米国からの財輸出・地域別



(注) 名目ベース。(年)
(資料) 商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出加速には時間

欧州債務問題に伴う影響は当面続くとみられ、米国輸出が伸びを高めるには今暫く時間がかかるであろう。前述した通り、輸入の高めの伸びが続いていることは米国内需の回復を示すものとして評価できるが、成長率の観点では押し下げ要因となる。

また、仮に世界経済が足元並みの成長ペースを続けたとしても、ドル安による輸出の押し上げ効果は限界的に低下する局面に入りつつある。FRBが金融緩和強化によりドル安を維持出来たととしても、既に歴史的なドル安水準にあるドルをさらに減価させることは容易ではない¹。米国輸出（実質・財）を、グローバルPMIと実質実効ドル相場を用いてラフに推計すると、目先1~2四半期程度は、緩やかな世界需要と年初来のドル安修正を受けてごく緩やかながら鈍化傾向が続くようである（第4図）。足元で予想外とも言える改善をみせている内外の企業景況感が今後も上昇し続けるのか注目が要だ。

雇用の伸びは加速する？

一方、米国内需という点では、雇用の回復持続は明るいニュースである。

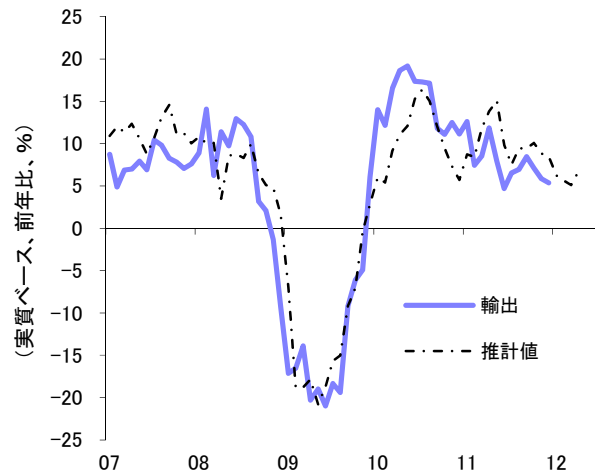
しかし、足元の雇用の伸びは前年比+2%弱と、既にかなり高いところまで改善している（第5図）。雇用は基本的にGDPや個人消費など需要の動きに対して遅れて動く遅行指標であり、GDP成長率を上回る伸びを示すことは稀である（同図）。今後、+3%程度の高めの成長が続くのであれば別だが、前述した外需の動向も踏まえれば、今後、雇用の回復は続くものの、その伸びが加速することは期待し難い。また、内需の柱である個人消費については、実質可処分所得を大きく上回る伸びが続いており²、その持続性には引き続き不透明感がある。

ガソリン価格再上昇には要注意

足元の消費者センチメントの動向も、個人消費が今後伸び悩みリスクがあることを示唆している。

先週末公表された2月のミシガン大学消費者センチメントは半年振りに低下した（次頁第6図）。今回結果の背景は、昨年夏場以降大きく落ち込んだマインドの反動的改善が一服したこともあるが、より注視が必要なのは、ガソリン価格が再び上昇に転じていることであろう。

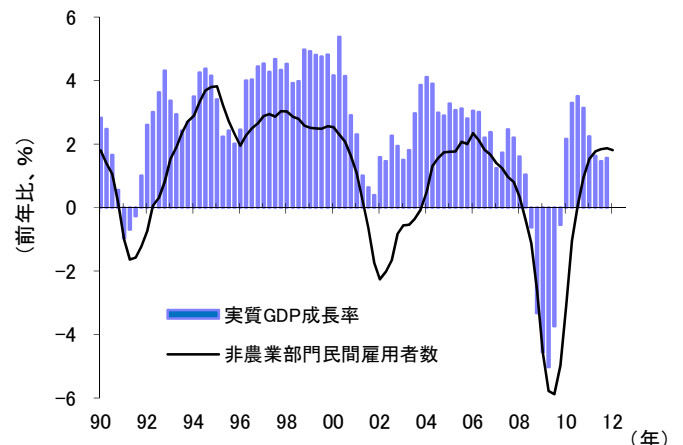
第4図：財輸出の推移



(注)実質ベース。輸出をグローバルPMI、実質実効ドル相場で簡易推計したもの(修正済R²=0.81)。

(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：実質GDP成長率と雇用者数



(注)雇用者数の直近値は2012年1月実績。

(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

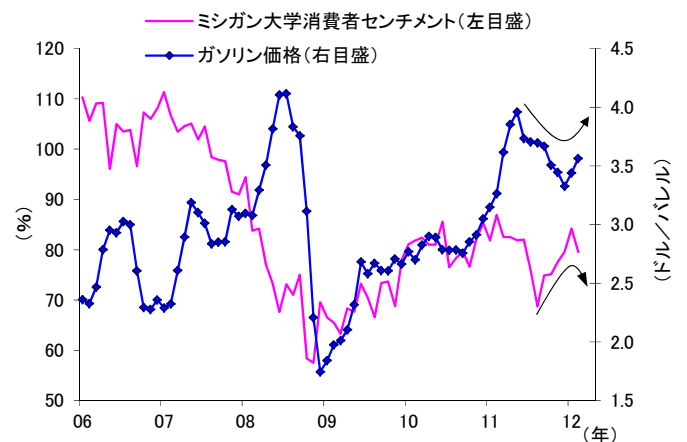
¹ 2012年2月3日 Focus「ドル相場と追加緩和のタイミング」ご参照。

² 2011年12月19日付 Focus「個人消費の方向感」ご参照。

全米平均のガソリン価格は2月13日調査時点で1ガロン=3.6ドル弱まで上昇している。個人消費が安定的に推移するには、ガソリン価格が同=3ドル程度まで低下することが必要とみているが、昨年来のガソリン価格低下の動きは、結局そこまで低下することなく反転した形である（同図）。

ガソリン高を左右する原油価格は、昨年前半のような急騰は示していないものの、既に水準は高いため注意が必要である。仮に欧州情勢が改善すれば、グローバルな金融緩和継続と、新興国経済本格台頭に伴う資源需要拡大への期待という構図は変わっていないため、エネルギー高が次の景気抑制要因となる事態は予想された展開である。原油価格の動向を引き続き注視するほかは無いが、足元のガソリン高は、エネルギー価格上昇と個人消費の軟化が今年も繰り返される可能性を暗示しているように思われる。

第6図：ガソリン価格と消費マインド



(注) 消費者センチメントは現況指数。2月のガソリン価格は2月6・13日の平均。
 (資料) Bloomberg、エネルギー省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<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.