



# 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 聡樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

May 18, 2012

## <FOCUS>

### ギリシャ情勢悪化の影響はこれから

- ギリシャ情勢が緊迫化するなか、足元で公表されている米国の経済指標は今のところ底堅さを保っている。4月の小売売上はインフレ率が低下するなか、実質ベースでは伸びをやや高めた。暖冬要因による消費押し上げ効果が剥落するなか、タイミングよくガソリン価格が低下してきたことが消費マインドのサポート要因にもなっている。
- 個人消費が緩やかな増加基調を辿るなか、企業の生産活動も総じてしっかりしている。4月の鉱工業生産は、暖冬要因剥落に伴う電力・ガス生産の回復を背景に高めの伸びとなったが、均してみた場合、牽引力が目立っているのは自動車セクターである。自動車・部品生産は国内自動車販売の回復と輸出の増加が相俟って既に2007年のピークを超えるところまで回復してきた。
- ただ、今月初のギリシャ総選挙後の株安など、外部環境の悪化が経済指標に反映されてくるのはこれからでもある。個人消費についてはこれまで指摘してきた通り、株高に牽引されてきた面が大きく、5月の個人消費がどうなるかが重要だ。輸出も海外経済停滞やドル安修正を受けて夏場頃までは伸び悩みが続く公算が大きい。
- 仮に、欧州情勢の混乱が長期化し、その悪影響がより強く懸念される状況になれば、FRBが追加緩和に踏み切る可能性も徐々に高まってくるであろう。これまで米国経済は株高やドル安に支えられてきた面が大きいことを踏まえると、6月末にオペレーション・ツイストの期限を迎えるなか、株安・ドル高がどこまで進むか注視が必要だ。
- 今後の金融市場については、当面はギリシャ情勢次第の面が強く、同国における金融機関の資金繰り、再選挙に向けた世論等を注視するほか無いが、緊縮路線を維持する新政権を樹立できるかは微妙なところである。ギリシャ経済がリーマン・ショック後を上回る収縮を示していることは、通貨安政策が実質的に取れないなかで財政緊縮を推し進めることの困難さとともに、支援国側のロジックがギリシャに通用しなくなりつつあることを示しているようにも思われる。

<FOCUS> ギリシャ情勢悪化の影響はこれから

**インフレ率低下が個人消費を下支え**

ギリシャ情勢が緊迫化するなか、米国の経済指標は今のところ底堅さを保っている。

今週公表された4月の小売売上（除く飲食店）は名目ベースでの伸びが小幅縮小したものの、インフレ率が低下することで、実質ベースでは伸びをやや高めた形となっている（第1図）。暖冬要因による消費押し上げ効果が剥落するなか、タイミングよくガソリン価格が低下してきたことで、4～6月期の個人消費はまずまずのスタートを切ったと言える。

**マインドもガソリン価格低下がサポート**

ガソリン価格の低下は消費マインドのサポート要因にもなっている。5月のミシガン大学消費者センチメント（現況指数）は単月では今次回復局面で最も高い水準まで回復したが、これはガソリン価格が4月中旬にピークアウトし、その後、下落傾向が足元にかけて明確化してきていることと整合的である（第2図）。

**生産は自動車牽引**

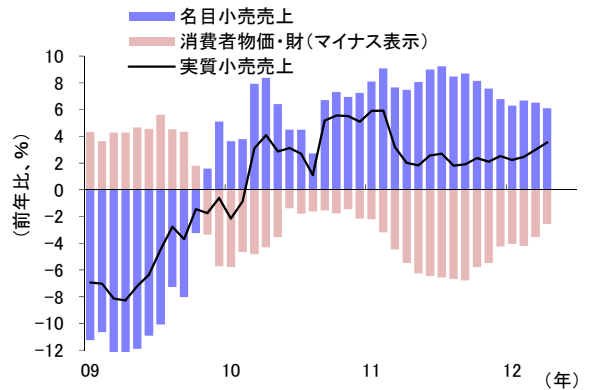
個人消費が緩やかな増加基調を辿るなか、企業の生産活動も総じてしっかりとしている。4月の鉱工業生産は、暖冬要因剥落に伴う電気・ガス生産の回復を背景に前月比+1.1%と高めの伸びとなったが、均してみた場合、牽引力が目立っているのは自動車セクターの回復である。4月の自動車・部品生産は同+3.9%の高い伸びを示し、既に2007年のピークを超えるところまで回復してきた格好だ（第3図）。

なお、これは国内の自動車販売の回復もあるが、同販売台数は年率14百万台程度と、リセッション前の同16百万台レベルに戻っていないことを踏まえると、輸出の増加に後押しされている面も大きいとみてよさそうだ（同図）。

**不透明感強い今後の景気展開**

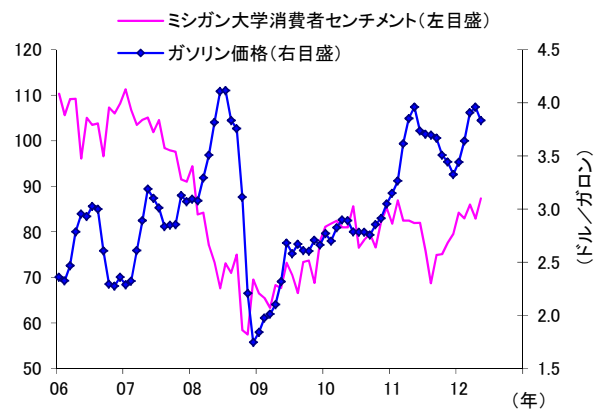
このように、これまで公表された経済指標は底

第1図: 実質小売売上の推移



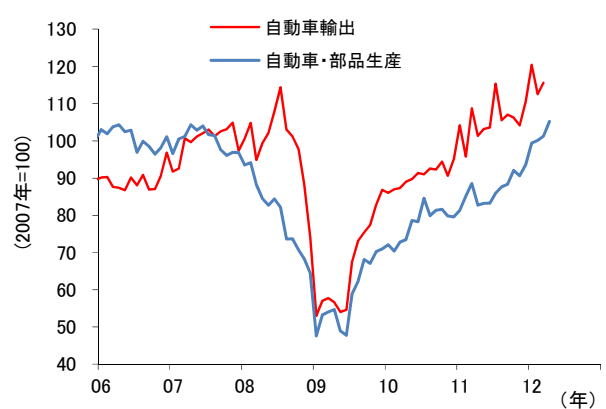
(注) 小売売上高(除く飲食店)をCPI・財で実質化したもの。  
(資料) 米商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2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。  
(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

第3図: 自動車生産と輸出



(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

堅さを示しているわけだが、今月初のギリシャ総選挙後の株安など、外部環境の悪化が経済指標に反映されてくるのはこれからである。

個人消費についてはこれまで指摘してきた通り、株高に牽引されてきた面が大きいため、5月の個人消費がどうなるかが重要だ。また、ガソリン高が和らいできたこと自体はプラスだが、これはそもそも景気減速懸念が背景である。

伸び悩みが続いている輸出も、欧州経済の停滞継続や、その影響もあって中国経済の持ち直しが遅れていること等を踏まえると当面は好転が見込み難い。金融市場におけるリスク回避姿勢が強まるなか、ドル安が徐々に修正されてきていることも輸出の加速を難しくする要因となるだろう(第4図)。

欧州の金融システム不安が本格化しグローバルに伝播する状況に至らなければ、米国経済の急失速は回避されるとみているが、先行きの成長ペースについては慎重にみておくことが必要である。

### 欧州情勢次第ではFRBが動く可能性が徐々に高まる公算

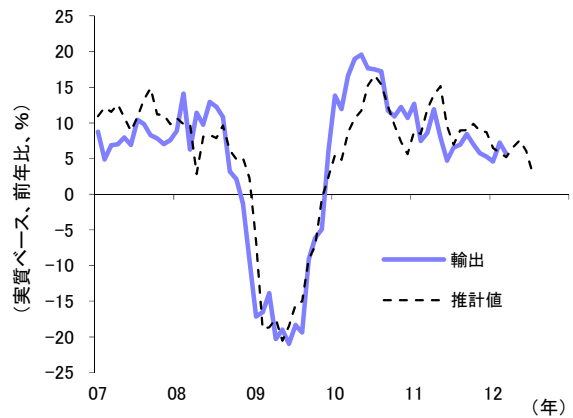
仮に、欧州情勢の混乱が長期化し、その悪影響がより強く懸念される状況になれば、FRBが追加緩和措置に踏み切る可能性は徐々に高まってくるであろう。

上述した通り、ガソリン高の緩和など景気のクッションもあることから、欧州問題による実体経済への影響度が判断できるようになるには少し時間がかかりそうだが、今週公表された4月のFOMC議事録では、複数のメンバーが「景気回復の勢いが失われるか (lost momentum)、経済見通しの下振れリスクが十分大きくなれば、追加の緩和措置が必要になる可能性がある」との見方を示している。これまで米国経済は株高やドル安に支えられてきた面が大きいためを踏まえると、6月末にオペレーション・ツイストの期限を迎えるなか、株安・ドル高がどこまで進むか注視が必要だ(第5図)。

### リーマン・ショック後を上回る収縮続くギリシャ経済

鍵を握る今後の金融市場の動向については、当

第4図：財輸出の推移



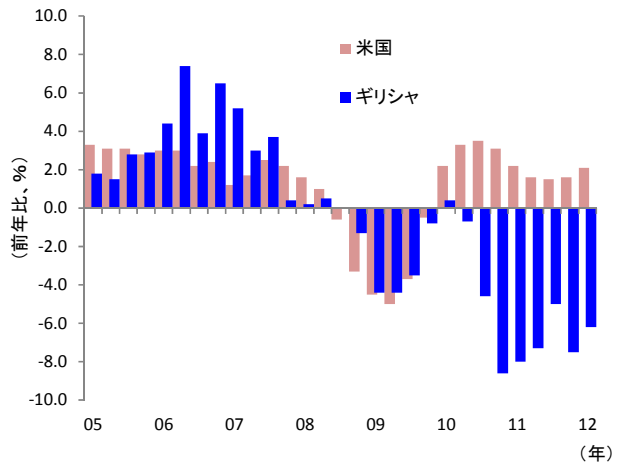
(注)実質財輸出をグローバルPMI、実質実効ドル相場で簡易推計したもの(修正済R<sup>2</sup>=0.80)。  
(資料)米商務省、BIS、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ドル実効為替レートと株価



(資料)BOE資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：実質GDP成長率の推移



(資料)米商務省、ギリシャ統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



面はギリシャ情勢次第の面が強く、同国における金融機関の資金繰りや、来月 17 日の再選挙に向けた世論を注視するほか無いが、金融支援の前提となる財政緊縮路線を維持する方向で新政権を樹立できるかは微妙なところであろう。今週 15 日に公表されたギリシャの第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.2%と大幅なマイナス成長が継続している（前頁第 6 図）。リーマン・ショック後を上回る経済収縮の継続は、通貨安政策が実質的に取れないなかで財政緊縮を推し進めることの困難さとともに、支援国側のロジックがギリシャに通用しなくなりつつあることを示しているようにも思われる。

<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.