



# 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)

July 27, 2012

## <FOCUS>

### 世界貿易は足踏み長期化

- ▶ 4～6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%と2四半期連続での減速となった。ただ、4～6月期は、暖冬による押し上げ効果剥落に加え、欧州債務危機再燃によるマインド悪化が重なったことも踏まえると、一定の底堅さを示したとみることも可能だろう。在庫抑制が今後の景気減速要因となる可能性には注視が必要だが、欧州債務危機と先行き不透明感の強まりに伴う影響は、今のところマインド悪化と内需の緩やかな減速に留まり、雇用への波及を通じた本格的な失速は回避されている。
- ▶ 他方、成長ペースの持ち直しに向けたきっかけを掴み難い状況にあることに変わりはない。今週公表された7月のユーロ圏製造業PMIは一段と低下、欧州の企業マインドや生産活動が未だ下げ止まっていないことを示す結果となった。米国を含め、欧州以外のPMIは来週にかけて公表されるが、グローバルなリンケージが強まるなか、製造業の景況感が足元で明確に持ち直していることを期待するのは難しそうだ。
- ▶ グローバルな製造業の停滞は、欧州の景気停滞を始め、その他地域でも景気減速を余儀なくされるなか、世界の貿易取引が低迷し続けていることが一因だ。G20の輸出金額をみると、欧州危機が深まった昨年後半以降、ほぼ横這い圏内で一進一退が続いている。製造業が持ち直してくるには、貿易取引が少なくとも緩やかな回復トレンドに戻る必要がある。
- ▶ 世界貿易の推移からも示される通り、足元の景気減速は、グローバル金融危機時の需要の急収縮とは大きく異なり、足踏みというのが特徴だ。このため、生産・雇用調整を通じた負のスパイラルに入る可能性は現時点では必ずしも高くない。問題は減速局面が長期化するなか、外的ショックに対する耐久度が米国を含めいずれの国でも徐々に低下しているとみられることと、政策面での対応が小幅とならざるを得ない点である。
- ▶ こうしたなか、FRBが来週のFOMCで追加緩和に動くかは微妙なところである。4～6月期の成長率が一段と減速したことで、FOMCメンバーが予測する今年の成長率達成に向けたハードルが高まったことは事実である。ただ、足元の経済情勢は、オペレーション・ツイスト延長直後の追加措置の必要性について、FOMCメンバーの大勢が合意できるほど悪化、乃至は先行きの下振れリスクが高まっているわけではないように思われる。

<FOCUS> 世界貿易は足踏み長期化

米国は急失速は回避

4～6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%と2四半期連続での減速となった(第1図)。個人消費や住宅投資、設備投資の鈍化や、輸入の増加が影響した<sup>1</sup>。

ただ、4～6月期は、暖冬による押し上げ効果剥落に加え、欧州債務危機再燃によるマインドの悪化が重なったことも踏まえると、米国経済は一定の底堅さを示したとみることも可能だろう。在庫投資がプラス寄与となっていることは、今後の景気減速要因となる可能性を孕んでおり注視が必要だが、欧州債務危機と先行き不透明感の強まりによる影響は、今のところマインド悪化と内需の緩やかな減速に留まり、雇用への波及等を通じた本格的な失速は回避されている。

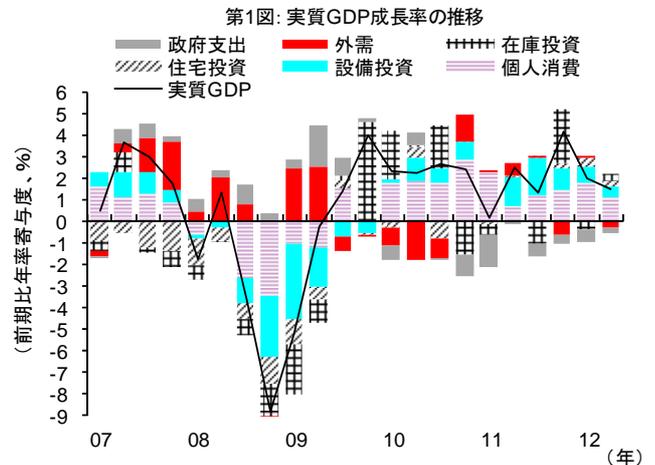
ユーロ圏 PMI は緩やかな悪化継続

他方、成長ペースの持ち直しに向けたきっかけを掴み難い状況にあることに変わりはない。今週24日に公表された7月のユーロ圏製造業PMIは一段と低下し(第2図)、欧州の企業マインドや生産活動が未だ下げ止まっていないことを示す結果となった。米国を含め、欧州以外のPMIは来週にかけて公表されるが、グローバルなリンケージが強まるなか、製造業の景況感が足元で明確に持ち直していることを期待するのは難しそうだ(同図)。

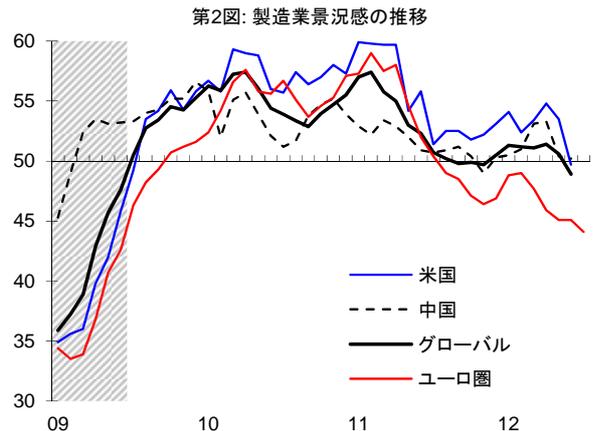
世界貿易は横這い続く

こうしたグローバルな製造業の停滞は、欧州の景気停滞を始め、その他地域でも景気減速を余儀なくされるなか、世界の貿易取引が低迷し続けていることが一因だ。

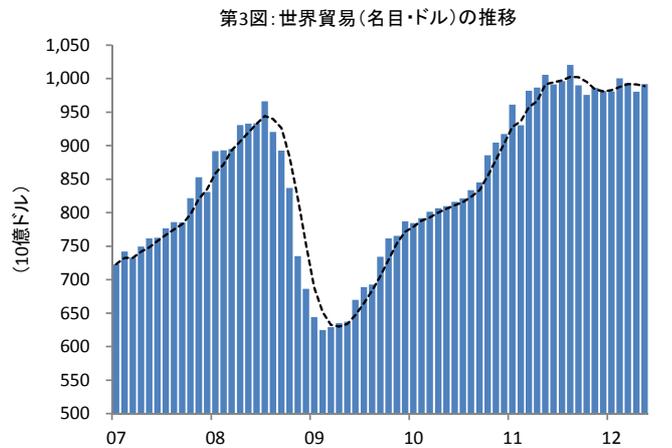
G20ベースの輸出(名目・ドルベース)の推移をみると(第3図)、昨年末にかけて幾分持ち直す動きもあったものの、均してみれば欧州危機が深まった昨年後半以降、ほぼ横這い圏内で一進一退が続いている。リスク回避の強まり



(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



(注) 指数は50が企業活動の拡大・縮小の分岐点を表す。シャド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



(注) 財・米ドル・G20ベース(統計の制約上、サウジアラビアを除く)。季節調整値の公表が無い国については当季調整による。破線は3ヵ月移動平均。  
(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 詳細は7月27日付Diaryご参照。  
BTMU Focus USA Weekly/ July 27, 2012

を受けたドルの上昇が貿易金額に影響しているとみられる点は割り引く必要があるが、製造業が持ち直しに転じるには、貿易取引が少なくとも緩やかな回復トレンドに戻る必要があるだろう。

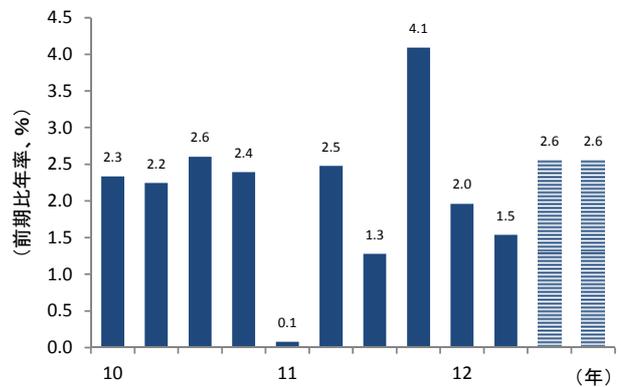
### FRB が来週動くかは微妙

世界貿易の推移からも示される通り、足元の景気減速は、グローバル金融危機時の需要の急収縮とは大きく異なり、足踏みというのが特徴だ。このため、生産・雇用調整を通じた負のスパイラルに入る可能性は必ずしも高くない。ただ、問題は減速局面が長期化するなかで、欧州等を起点とする外的ショックに対する耐久度は、米国を含めいずれの国でも徐々に低下しているとみられることと、財政・金融政策面での対応が小幅とならざるを得ない点である。

こうしたなか、FRB が来週の FOMC (7 月 31 日～8 月 1 日) で追加緩和に動くかは微妙なところである。4～6 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率+1.5%に留まったことで、FOMC メンバーが予測している今年の成長率+1.9%～+2.4% (6 月 FOMC 経済予測・中心傾向値における第 4 四半期の前年比伸び率) を達成するためのハードルが高まったことは事実である。仮に同レンジの平均である+2.15%の成長を達成するには、年後半の成長率が 2%台半ばを超えてくる必要がある (第 4 図)。景気減速を示す経済指標が続くなか、追加緩和を必要とする論拠の一つにはなりそうだ。

ただ、足元の経済情勢は、オペレーション・ツイスト延長直後の追加措置の必要性について、FOMC メンバーの大勢が合意できるほど悪化、乃至は先行きの下振れリスクが高まっているわけではないように思われる。また、政策効果という点で大きいのは、金融緩和を受けた株高やドル安による景気刺激であろうが、足元の金融市場は ECB の追加行動に対する期待もあって総じて落ち着いた動きとなっている (第 5 図)。次回会合ではひとまず様子見となり、今後公表される経済指標と景気の先行きを見極めつつ、9 月会合にかけて追加措置の必要性を検討する展開になると考えられる。

第4図:実質GDP成長率の推移



(注) 第3・4四半期の成長率は今年第4四半期の前年比が2.15%と仮定した場合に各々必要な成長率。  
(資料) 商務省統計・FRB資料より三菱東京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 (年/月)



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.