



# 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)

来週の Weekly は年末・年始のため休刊となります。  
来年もどうぞよろしくお願い致します。

December 27, 2012

## <FOCUS>

### 消費・投資の“加速”はまだ見えず

- 財政の崖回避に向けた政府・議会の協議が依然難航するなか、個人消費は総じて安定的に推移しているが、今後の加速要因にも欠けている。肝心の雇用者所得の伸びは概ね横這いにとどまっているほか、実質所得を押し上げているインフレ率の低下は消費の力強さが戻っていないことを示している。年末商戦も終盤にかけて幾分勢いに欠ける展開となったようだ。
- 一方、企業セクターでは、これまで悪化が顕著だった設備投資に持ち直しの動きが出てきている。やや予想外とも言えるコア資本財受注・出荷反転の背景には、欧州債務問題への政策対応や FRB による量的緩和強化などを受けた株価持ち直しとともに企業の投資スタンスが幾分改善したことが影響している。ただ、足元の株価については財政の崖が迫るなか油断を許さない状況にある。足元の設備投資の反転・上昇が持続するには、今後、米国個人消費や輸出など内外の投資環境が明確に改善していくことが必要だ。
- このため、個人消費や設備投資主導で米国経済が成長ペースを高めて行けるかは、まだ不透明感が強いと言わざるを得ないだろう。先般公表された第3四半期 GDP (確報値) は前期比年率+3.1%の高成長となったが、個人消費や設備投資など民間最終需要の寄与は低い。一方、成長率を押し上げた在庫投資と政府支出については今後反動減が出ると予想される。
- そもそも足元の経済指標が総じて底堅いのは、一つには公表される経済指標は11月実績が中心であるためであり、もう一つには懸念される財政の崖はあくまでテール・リスクであるためである。急激な財政緊縮回避は景気回復持続の必要条件であり、いずれは妥結せざるを得ないとみられる。一旦、財政の崖をクリア出来れば、短期的には消費性向が上昇するなど好影響は出るはずだ。
- 他方で、民主・共和両党の合意内容が先送りの域を出ることも難しそうだ。経済正常化の進展に合わせ緩やかに財政支出を縮小させると同時に、高齢化への対応を含め長期的な財政の持続性を確保することは、他の先進国同様、米国においても難題である。米国が財政健全化を目指しながら、国内民需による成長加速という課題に当面する状況は来年も大きくは変わらないとみられる。外需による景気下支えも当面は必要となるだろう。

<FOCUS> 消費・投資の“加速”はまだ見えず

個人消費は安定も加速感はない

財政の崖回避に向けた政府・議会の協議は依然難航しているが、そうしたなかでも個人消費は総じて安定的に推移している。

11月の実質個人消費は前月比+0.6%、10月の減少幅（同▲0.2%）を大きく上回る伸びとなり、第4四半期の個人消費は前期比年率+2%ペースで推移する形となっている。

一方、今後の加速要因には欠けている。10月末のハリケーンからの反動増に持続性は期待し難いほか、所得面では、配当や利子所得などが幾分伸びを高めているものの、肝心の雇用者所得の伸びは概ね横這いとどまっている（第1図）。また、インフレ率の低下が実質所得を押し上げているが（同図）、雇用者所得増を背景とする消費の強さと、それを受けたインフレ率上昇が両立する姿にはまだ遠いと言える。

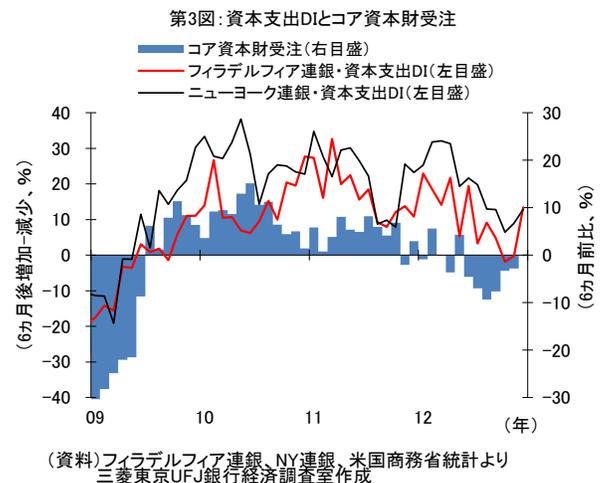
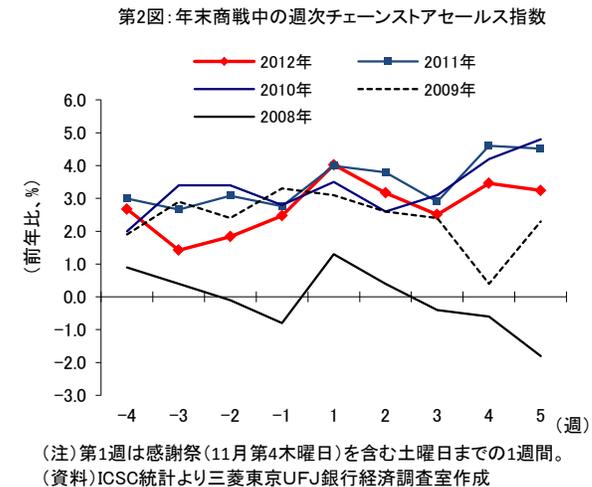
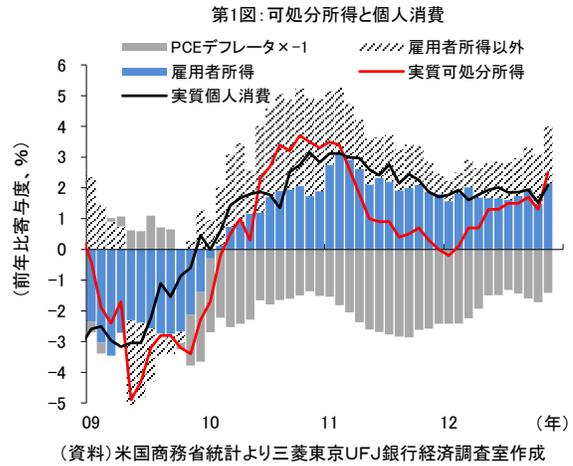
年末商戦も昨年・一昨年と比べると商戦終盤にかけて幾分勢いに欠ける展開となっている。国際ショッピングセンター評議会（ICSC）のチェーンストア売上高は、12月22日終了週が前年比+3.2%と前週からやや伸びが鈍化した（第2図）。今年の年末商戦は善戦したものの、緩やかにとどまるファンダメンタルズの改善と、財政政策を巡る先行き不透明感が相俟って、昨年から減速という結果になりそうだ。

予想外？に持ち直す設備投資

一方、企業セクターでは、これまで悪化が顕著だった設備投資に持ち直しの動きが出てきている。

11月のコア資本財受注（航空機除く非国防）は前月比+2.7%と2ヵ月連続の増加となり、6ヵ月前比でも減少幅が大きく縮小してきた。これまで冷え込んできた企業の投資スタンスも10月を底に持ち直しに転じつつある（第3図）。

やや予想外とも言えるコア資本財受注・出荷反転の背景には、ギリシャ支援合意など欧州債務問



題への政策対応や、FRBによる量的緩和の強化、さらに財政の崖を巡る交渉が今月中旬にかけ一時進展の兆しをみせたことなどで、株価の持ち直しとともに企業の投資スタンスが幾分改善したことがあるようだ（第4図）。

ただ、足元の株価については財政の崖が迫るなか続落するなど油断を許さない状況にあることは言うまでも無い。また、内外の実体経済については、上述の通り米国の個人消費が加速しているわけではないほか、ISMの輸出受注に示される通り輸出の軟調さも続いている。足元の設備投資の反転・上昇が持続するには、今後、内外の投資環境が明確に改善していくことが必要だ。

### 3%成長持続は難しい

このため、個人消費や設備投資主導で米国経済が成長ペースを高めて行けるかは、まだ不透明感が強いと言わざるを得ないだろう。

先般公表された第3四半期GDP（確報値）は前期比年率+3.1%の高成長となったが、個人消費や設備投資など民間最終需要の寄与は低いままである（第5図）。一方、成長率を大きく押し上げた在庫投資については、在庫売上高比率の推移からすると、目先1~2四半期は在庫調整が続くとみられるほか（第6図）、政府支出についても今後は反動減が出ると予想される。

### 自律回復基盤を強める政策は期待薄

そもそも、足元の経済指標が総じて底堅いのは、一つには公表される経済指標は11月実績が中心であるためであり、もう一つには懸念される財政の崖はあくまでテール・リスクであるためである。政策リスクが現実となるまでは、金融市場同様、家計や企業など経済主体も景気腰折れを前提とすることは難しい。

財政の崖を巡る協議は、来年初にずれ込む可能性も高まっているが、急激な財政緊縮回避は景気回復持続の必要条件であり、いずれは妥結せざるを得ないとみられる。一旦、財政の崖をクリア出来れば、短期的には足元低下気味の消費性向が上昇するなど好影響は出るはずだ。

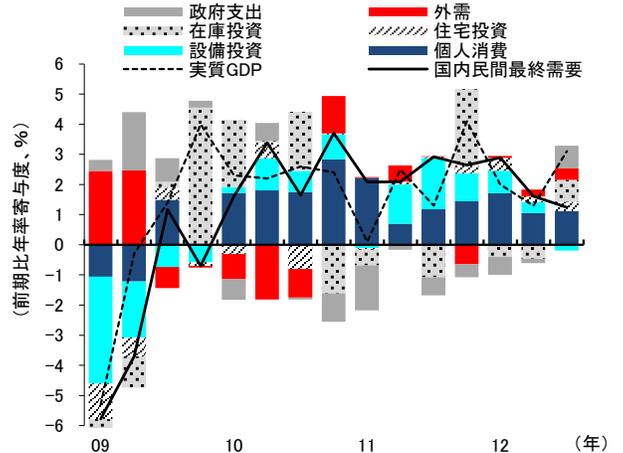
他方で、民主・共和両党の合意内容が先送りの域を出ることも、これまでの政府・議会の交渉プロセスを踏まえると難しそうだ。仮に中長期の財政健全化と成長加速を両立させるような

第4図：資本支出DIと株価



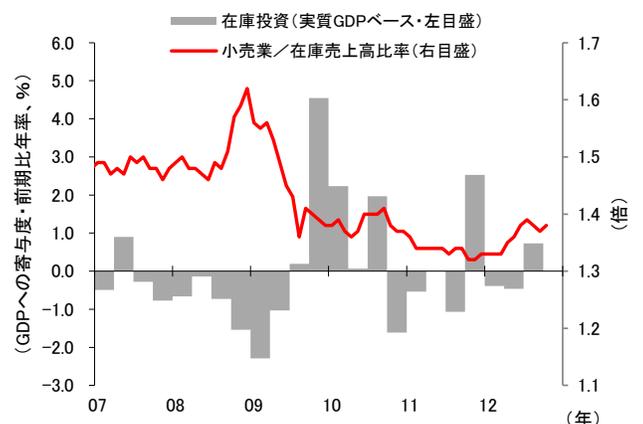
(注)連銀・資本支出DIはフィラデルフィア・NY・リッチモンド各連銀調査(製造業)の平均値。12月の株価は26日までの平均値。  
(資料)フィラデルフィア連銀、NY連銀、リッチモンド連銀、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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6図：小売業・在庫売上高比率とGDP在庫投資



(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



政策合意が出来れば、家計や企業の成長期待の改善を通じ、来年の成長ペースが3%に向けて高まる可能性もあるが、経済正常化の進展に合わせ緩やかに財政支出を縮小させると同時に、高齢化への対応を含めて長期的な財政の持続性を確保することは、他の先進国同様、米国においても難題であるためだ。米国が財政健全化を目指しながら、国内民需による成長加速という課題に当面する状況は来年も大きくは変わらないとみられる。外需による景気下支えも当面は必要となるだろう。米国経済の自律回復軌道への復帰と、本格的な金利上昇やドル高転換が見込めるにはもう少し時間がかかるように思われる。

<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.