



# 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)

May 24, 2013

## <FOCUS>

### 容易ではない QE 出口の前倒し

- 足元、家計セクターは底堅さを保っている。特に消費マインドの改善が目立つ。消費者センチメント（速報値）は、振れの小さい現況指数が前回回復局面終盤の水準を初めて上回り、耐久財購入態度と家計財務状況も今回回復局面で最も高い水準まで回復している。
- 消費マインドがこれまでの株高によって押し上げられてきていることは言うまでもない。消費マインドの改善は貯蓄率を大きく押し下げており、資産効果の顕現化が個人消費を支えている。直近3月の貯蓄率は2.7%と、住宅バブル期を含む前回回復局面の平均2.8%に既に近づいた。
- 株高に伴う消費押し上げ効果は小売売上でも確認できる。4月の実質小売売上は前年比+4.3%と、2011年春以来の伸びとなったが、株価への感応度が相対的に高い自動車・建材・家具類・オンライン販売の寄与度が約8割を占めている。一方、その他の小売売上の寄与はむしろ低下傾向にある。株価上昇による個人消費押し上げは極めてうまく機能してきているが、逆に資産効果を通じた消費刺激余地は限界的には狭まってきているとも言える。
- 一方、家計とは対照的に企業セクターの指標は弱めのものが多い。ISMは製造業が50近辺まで弱含んだほか、5月のニューヨーク連銀の製造業景況感もISM換算ベースでは50を割り込んできた。輸出環境の緩やかな持ち直しや、個人消費の底堅さを踏まえると、財政支出削減の影響が出ている可能性がある。実際、財政支出の削減は急ピッチで進んでいる。4月の国防支出は1~3月期平均を年率14%下回っており第2四半期GDPの押し下げ要因になる公算が大きい。
- ここ数日、市場ではFRBによる資産買入の出口政策が早まるとの見方が強まったが、こうした情勢下、大幅な前倒しは難しいと考えられる。株価はグローバルに神経質な動きとなっており、これは金融緩和が奏功してきたことと同時に、急ピッチの株価上昇は資産買入継続が前提となっていたことを示唆している。NY証券取引所における信用取引に関する負債残高が2007年ピークを超えてきたこともこうした点を裏付けよう。資産買入の縮小は今年終盤にかけいずれ判断される方向にあるが、あくまで慎重に行われるはずだ。

<FOCUS> 容易ではないQE 出口前倒し

株価が押し上げた消費マインド

足元、生産や景況感など企業セクターがやや足踏みしているのとは対照的に、家計セクターは底堅さを保っている。

特に消費マインドの改善が目立つ。5月のミシガン大学消費者センチメント（速報値）は、振れの小さい現況指数が 97.5 へと 7.6 ポイント上昇、前回の回復局面終盤の水準を初めて上回った（第 1 図）。同指数の内訳である耐久財購入態度と家計財務状況についても、同様に今回回復局面で最も高い水準まで回復している。

貯蓄率はバランスシート調整終了を示唆する水準まで低下

消費マインドの改善がこれまでの株高によって押し上げられてきていることは言うまでもない。マインドの改善は貯蓄率を大きく押し下げており、資産効果の顕現化が個人消費の伸びを支える形となっている。

直近3月の貯蓄率は2.7%と、住宅バブル期を含む前回回復局面の平均2.8%に既に近づいている。貯蓄率の値だけからみるとバランスシート調整圧力は解消したとも言える状況にある（第2図）。

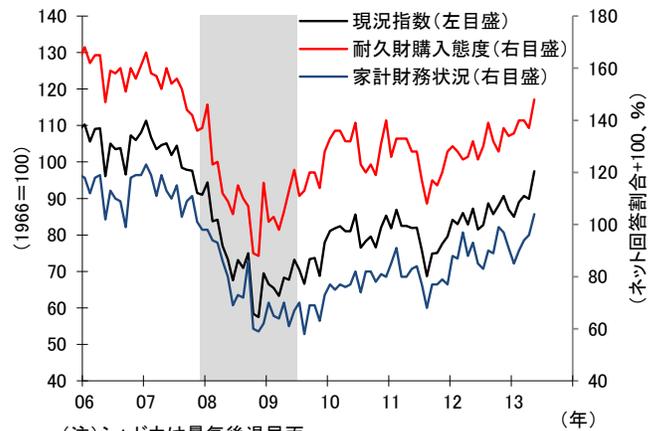
二極化する小売売上

株高に伴う個人消費押し上げ効果は、小売売上でも確認できる。

4月の実質小売売上（飲食店を除くベース、CPI財でデフレート）は前年比+4.3%と、2011年春以来の伸びとなったが、内訳をみると、株価への感応度が相対的に高い、自動車・建材・家具類・オンライン販売の寄与度が約8割を占めている（第3図）。

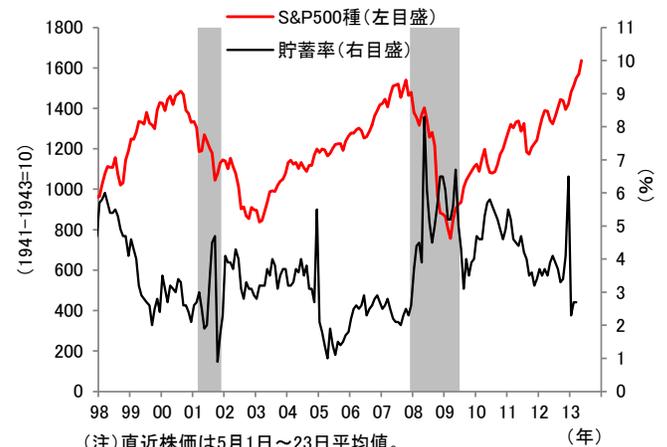
その他の小売売上の寄与はむしろ低下気味となっている。足元の小売売上は二極化してきており、株価の影響を受けやすい耐久財等が全体を牽引する姿が鮮明である。こうした小売売上の推移や、上述の貯蓄率の動きからすると、株価上昇による景気押し上げは予想以上に奏功してきてい

第1図：ミシガン大学消費者センチメント



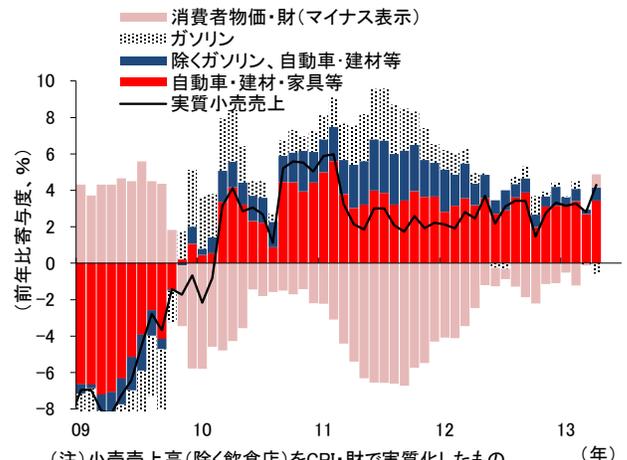
(注)シャドウは景気後退局面。  
(資料)ミシガン大学より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：株価と貯蓄率



(注)直近株価は5月1日～23日平均値。  
(資料)商務省、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3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

るが、逆に、資産効果を通じた消費刺激余地は限界的には狭まってきているとも言えるだろう。

### 企業足踏みの背景は財政?

他方、足元の企業セクターの指標は弱めのものが多い。4月のISMは製造業が50近傍まで弱含んだほか、非製造業についても2ヵ月連続で低下してきている。5月のニューヨーク連銀の製造業景況感もISM換算ベースでは50を割り込んできた。

ISMの内訳では、輸出受注が高めの水準を維持しており輸出環境の緩やかな持ち直しが示唆されることや、上述の通り個人消費も底堅さを示していることを踏まえ、やはり財政支出削減の影響が徐々に及んできている可能性を見ておく必要があるだろう。

実際、財政支出の削減は急ピッチで進んでいる。4月の国防支出は(6ヵ月移動平均)、525億ドルと、1~3月期平均を年率14%下回っている(第4図)。国防費削減は3四半期連続で第2四半期のGDPを押し下げる可能性が高いとみられる。

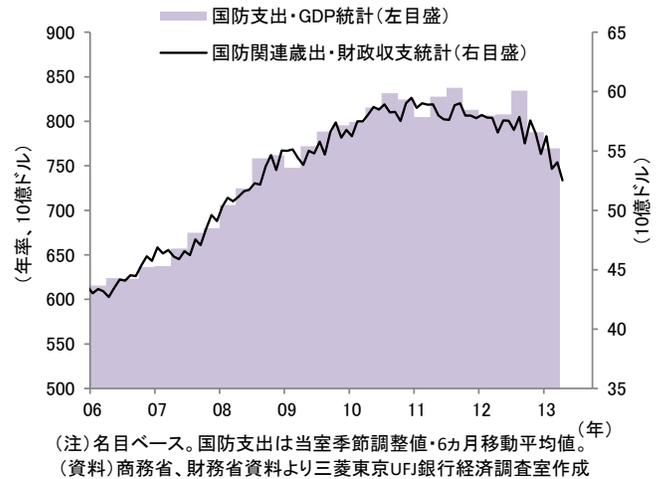
### QE 出口政策の前倒しは容易でない

このように、米国経済はFRBの量的緩和に伴う株高に支えられた個人消費が底堅さを維持している一方、歳出強制削減の動きが続いているほか、その影響は企業セクターに及びつつあるとみられる。

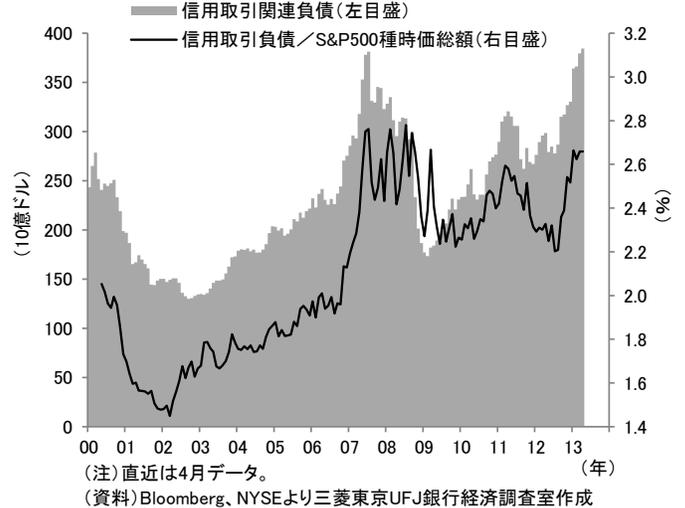
ここ数日、タカ派以外のFOMC参加者による資産買入縮小・終了に関する発言や、22日のバーナンキ議長の議会証言を受けて、市場では資産買入の出口政策の前倒し観測が強まったが、大幅な前倒しは難しいと考えられる。株価はグローバルに神経質な動きとなっているが、これは、FRBの金融緩和が奏功してきたことと同時に、急ピッチの株価上昇は資産買入継続が前提となっていたことを示すものである。

本日発表されたNY証券取引所における信用取引に関する負債残高(4月)が3,843億ドルと、2007年7月の既往ピークを超えてきたこともこうした点を裏付ける(第5図)。信用取引の増加は、市場のリスクテイクが回復してきたことを示しているほか、流動性を高めるプラス面がある一方、株価が何らかの外的ショックにより急落した場合に調整幅が拡大しやすいという側面もある。最近のFRBからのメッセージはやや分かり難くなっている印象は否めないが、足元の経済・金融情勢を踏まえれば、資産買入の縮小は今年終盤にかけていずれ判断する方向にあるものの、あくまで慎重に行われることになるはずだ。

第4図: 国防支出の推移 (GDP・財政収支統計)



第5図: 信用取引に関わる負債残高





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.