



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)
+1(212)782-5701

July 18, 2014

<FOCUS>

米国回復は後半戦へ、限られるFRBの政策余地

- 2009年6月の景気底入れから5年が経過するなか、米国経済の景気回復も漸く後半局面に入りつつあるようだ。回復局面における前半・後半という定義は無いものの、経験則的には消費者マインドの動きから判断できる。カンファレンスボード・消費者信頼感指数でみると、回復局面中盤で現況指数が期待指数を上回って改善するというパターンがある。
- 現況指数が期待指数を上抜けたのは、90年代の回復局面では1994年後半、2000年代では2004年後半。景気の底から3年前後経過するなか、経済の正常化が視野に入り、金融政策が徐々に出口に向かったタイミングである。足元の現況指数は、5年かかって期待指数と同水準まで漸く回復しつつある。
- 回復局面が後半に入ろうとするなか、4~6月期の景気の堅調さが確認できている点はひとまずプラスだ。4~6月期の労働投入量は前期比年率+3.8%と伸びを大きく高めたほか、需要面でも、6月小売売上は伸びが鈍化したものの、これは冬場の悪天候で落ち込んだところからの反動増が4月をピークに一服してきた影響が大きいとみられる。
- 他方、今後、より重要なのは年後半以降の成長ペースだ。この点、回復局面後半の成長率は区々。90年代の回復局面は、前半の成長率2.6%から後半は4.1%へ加速したが、2000年代は前半・後半ともに2.7%だった。これは、90年代はIT革命に伴う生産性向上があった一方、2000年代は潜在成長率が横這いだったことが影響しているだろう。
- 一方、より短期的な成長ペースを左右するのは金融政策である。実質金利と成長率各々のトレンドからの乖離幅を比較すると、金利の上下動から若干ラグを伴い成長率が変動する。これまではFRBの金融緩和と金利低下が成長を押し上げてきた一方、今後は期待し難いこと、また、1~3月期の景気減速には金利上昇が影響していることが示唆される。
- もちろん、今後、金利上昇による景気抑制効果は軽減してくるほか、在庫・輸出増に伴う景気加速や、マインド改善を受けた設備投資増、それが潜在成長率の向上に繋がる展開も十分想定されるため、過度の懸念は不要。ただ、景気回復が後半戦に入りつつあるという視点に立った場合、FRBの政策余地は出口政策を可能な限り慎重に進めることに限られ、そうした政策だけでは景気加速を意味しないことは改めて認識する必要がある。

<FOCUS> 米国回復は後半戦へ、限られるFRBの政策余地

消費者マインドが示す景気拡大の分岐点

2009年6月の景気底入れからちょうど5年が経過するなか、米国経済の景気回復も漸く後半局面に入りつつあるようだ。

回復局面における前半・後半という定義は無いものの、経験則的には、例えば消費者マインドの動きから判断できる。カンファレンスボード・消費者信頼感指数の現況指数と期待指数の関係を見ると、回復局面初期には、家計の期待改善を受けて期待指数が先行して上昇、その後、実体経済の回復を背景に現況指数が回復、回復局面中盤において期待指数を上回ってさらに改善するというパターンがみてとれよう（第1図）。

現況指数が期待指数を上抜けたのは、90年代の回復局面では1994年後半、2000年代では2004年後半だ。景気の底から3年前後経過するなか、失業率が自然失業率（≒完全雇用）近傍へ低下したタイミングであり、その少し前にFRBによる利上げが開始されている（各々、1994年2月、2004年6月）。つまり、前半・後半の分岐点は、景気後退を経た経済の正常化が視野に入り、金融政策が徐々に出口に向かうタイミングである。

足元の現況指数は、5年かかって期待指数と同水準まで漸く回復しつつあるところであり（同図）、今回回復局面の緩慢さが確認できるとともに、FRBの出口政策が慎重かつ漸進的に進められていることと整合的と言えるだろう。

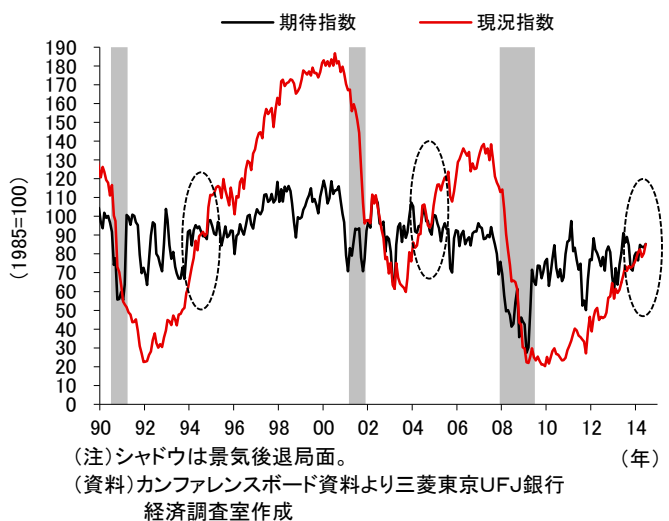
4～6月期成長の堅調さを確認

景気回復局面が後半に入ろうとするなか、4～6月期の景気の堅調さが確認できている点はひとまずプラスだ。雇用統計では、4～6月期の労働投入量は前期比年率+3.8%と伸びを大きく高めており、投入面からは米国経済が1～3月期の落ち込みから明確に好転していることが示されている。

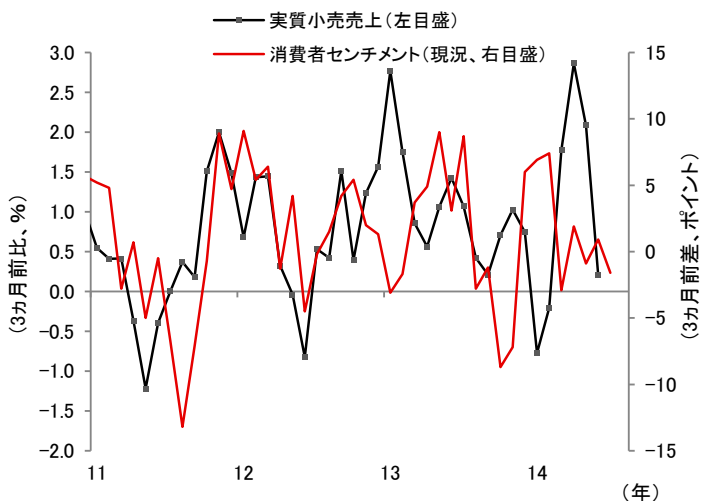
需要面の指標も良好な走りとなっている。今週公表された6月小売売上は、実質・3カ月前比ベースでみると+0.2%と伸びが鈍化した。これは、冬場の悪天候で落ち込んだところからの反動増が、4月頃をピークに一服してきた影響が大きいとみられる（第2図）。

これまで、小売売上の伸びは消費者マインドと大きく乖離していたため、足元での反動

第1図：消費者信頼感指数の推移



第2図：消費者センチメントと実質小売売上

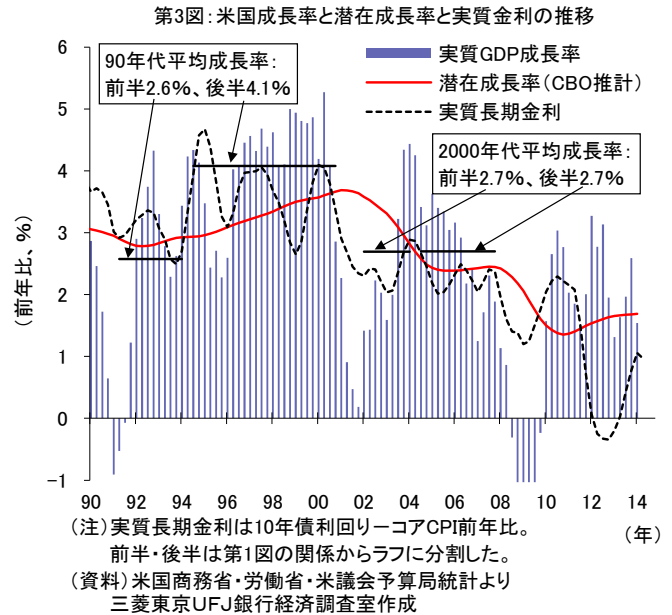


増一服はむしろ自然な動きと言える。4～6月期でみれば、実質小売売上は前期比年率+7%と1～3月期から急反発している。また、同じく今週公表された7月のニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀の製造業景況指数は、ISM換算でそれぞれ57.2、60.8へとさらに上昇、製造業セクターの復調を示唆する動きとなった。

景気回復後半の成長率は区々

他方、1～3月期GDPの大幅な落ち込みを踏まえると、4～6月期の反動増はある意味当然でもあり、より重要なのは今年後半以降の成長ペースだ。この点、回復局面後半における成長率の変動については決まったパターンはなく、成長率は区々だ。

過去2回の回復局面についてみると（第3図）、90年代は、前半の平均成長率2.6%に対して、後半が4.1%と大きく加速した反面、2000年代は、前半・後半ともに2.7%と変わらなかった。過去の成長率が区々の結果となっている背景は、中期的にみた場合には潜在成長率の変化の影響が大きいためであり、90年代の回復局面ではIT革命に伴う生産性向上が成長を押し上げた一方、2000年代については、潜在成長率が横這いで推移するなか、前半は加速傾向を辿ったものの、局面半ばにピークアウト、その後は減速傾向を辿る格好となった（同図）。

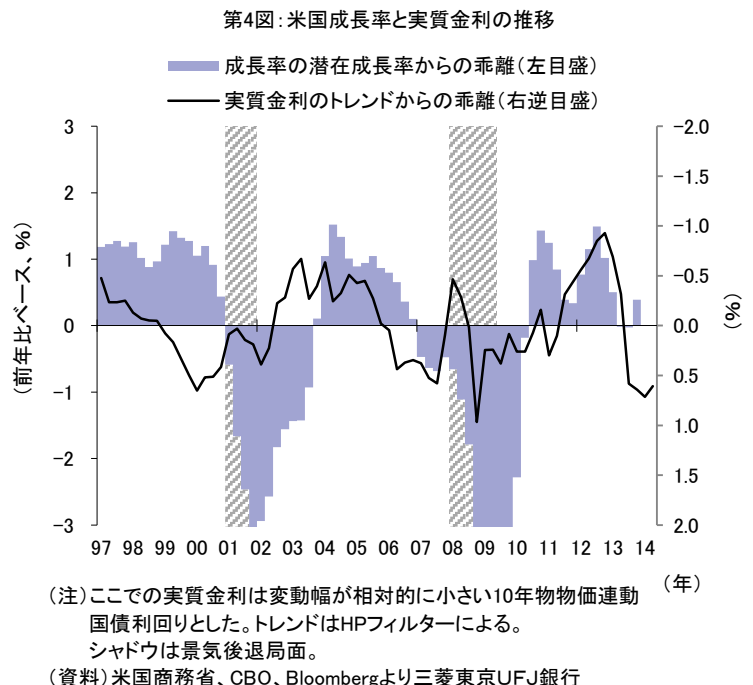


金融緩和による景気加速は終了、慎重に動くしか政策余地のないFRB

一方、より短期的な成長ペースを左右するのは金融政策だ。前掲第3図では、実質金利と成長ペースの関係はやや見え難いが、それぞれのトレンドからの乖離幅を比較すると、実質金利の上下動から若干のラグを伴って成長率が変動している関係がみてとれる（第4図）。

これによれば、これまでの回復局面においては、FRBの金融緩和・実質金利の低下が、成長押し上げに寄与してきた一方、今後については低金利による景気刺激は期待できないということになる。また、このところの景気減速には、昨年後半以降の金利上昇の影響が出ていることも示唆される。

もちろん、足元の金利の推移を踏まえれば、景気抑制効果は今後軽減してくるとみられるほか、この先、在庫・輸出の増加に伴う景気





加速や、企業マインド改善を受けた設備投資増、さらにそれが潜在成長率の向上に繋がる展開も十分ありえるため、過度の懸念は不要である。

ただ、上述した通り、景気回復が後半戦に入りつつあるという視点に立った場合には、FRBが採れる政策手段は、将来の金融不均衡リスクも視野に入れつつ、出口政策を可能な限り慎重に進めることに限られ、そうした政策だけでは景気加速を意味しない。景気加速の鍵は、既にFRBから企業・家計の期待や投資・支出行動、競争力強化に向けた政府の取り組み等にシフトしていることは改めて認識しておく必要があるだろう。

Toshiki Iwaoka | 岩岡 聰樹
Managing Director and Chief Economist
Economic Research NY



MUFG Union Bank, N.A.
1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020
Tel. 212-782-5701, Email: tiwaoka@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

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います。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.