



# 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

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, [hikurihara@us.mufg.jp](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

A member of MUFG, a global financial group

August 28, 2015

## <FOCUS>

### 金融市場急変動を受けた米国景気の行方

- 今週（8月28日終週）発表された経済指標は概ね良好な結果であった。原油安・ドル高の影響でばらつきこそあるものの、内需を中心に景気の回復傾向の強まりが確認された。一方、今後の景気については「中国経済変調への懸念」と「米国の利上げ時期の近付き」を背景とした昨今の金融市場急変動の影響が注目される。
- 株価下落による個人消費への逆資産効果が顕在化する度合いは、株価が今後落ち着く“タイミング”と“水準”次第だが、仮に8月17日終値から25日終値にかけての株価下落率（▲11%程度）に対し、最近の平均的な実証分析結果を使用すれば、米国のGDPを年間で0.3%程度押し下げる計算になり影響は小さくない。
- 但し、足元での逆資産効果に限って言えば、①「直近2年程度は、家計純資産の増加に比し貯蓄率の低下が限られていたこと」、②「株価下落前の消費マインドは、良好な雇用環境を背景に改善基調を強めていたこと」等で上述試算値より小さめとなる可能性がある。また、株価についても▲11%の下落率は7月末時点でPERから算出された割高感（13%程度）にほぼ匹敵し、現環境下での調整幅としては行き過ぎの印象も受ける。実際、株価がその後に下落幅の半分程度を回復しているなか、（経済指標はソフトデータを中心に多少なりとも一旦は悪化しようが）現段階で逆資産効果等への過度な懸念は不要であろう。
- 中国経済については、①「中国経済の減速ペースは緩やかとみられること」、②「米国にとって輸出等を通じた直接的な影響は依然限られていること」、③「中国経済減速に伴う原油価格下落等は米国にプラスに働くこと」等から、米国の景気回復軌道に大きな影響を与えるには至らないとみられる。勿論、米国と中国は金融面等での結び付きも強まっているほか、中国経済の減速は資源国をはじめ広範な国々の景気を下押し可能性がある。中国政治・経済の動向に細心の注意は必要だ。
- 金融政策について、利上げ開始前後での金融市場のボラティリティ上昇は、FRBも一定程度は想定していたと思われる。市場急変動前に観測が強まっていた9月の利上げについては、そもそも賃金の伸びが鈍いこと等から可能性は高くないとみていたが、今回の市場急変動をもって利上げ開始が大幅に先送りされるとの判断は尚早であろう。

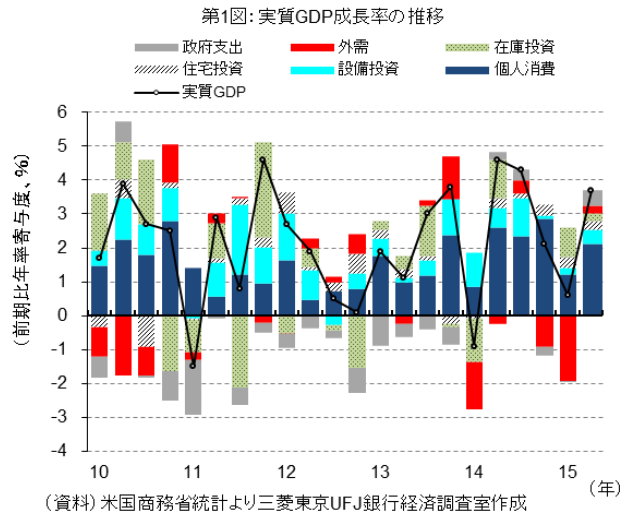
## <FOCUS> 金融市場急変動を受けた米国景気の行方

### 今週発表された経済指標は概ね良好な結果

今週（8月28日終週）発表された経済指標は概ね良好な結果であった。4-6月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+3.7%となり、速報値の同+2.3%から上方修正された（第1図）。速報値は、一時的要因を主因に低迷したはずの1-3月期（同+0.6%）からの加速が小幅に止まっていたため、改定値に違和感はない。

また、7月の耐久財受注では、非国防資本財受注（除く航空機）が前月比+2.2%となり、2014年6月以来の上昇幅を記録。7月の新築住宅販売も、前月比+5.4%と上昇に転じた。

原油安・ドル高の影響でばらつきこそあるものの、内需を中心に景気の回復傾向の強まりが確認された。



### 今後の景気については、金融市場急変動の影響に注目

一方、今後の景気については「中国経済変調への懸念」と「米国の利上げ時期の近付き」を背景とした昨今の金融市場急変動の影響が注目される。金融市場急変動のなかでも、景気への影響としては株価下落による個人消費への逆資産効果が注目されよう。

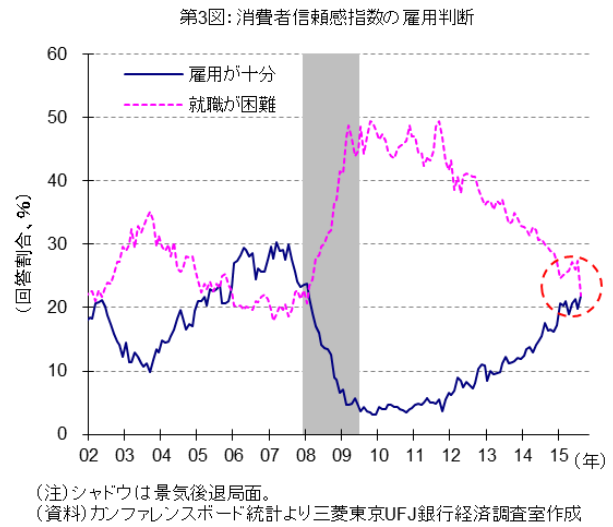
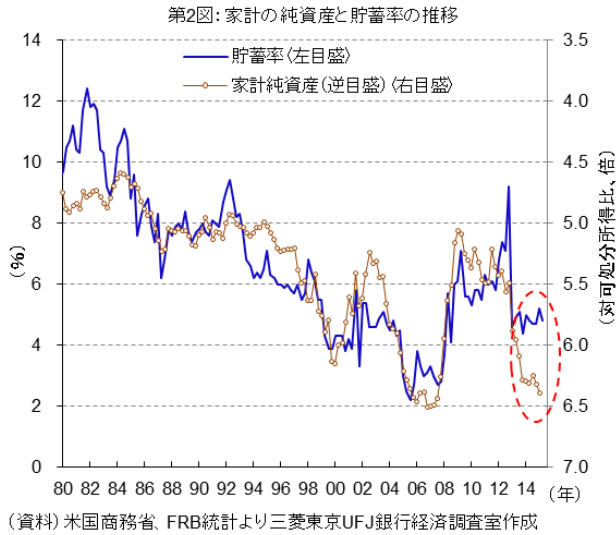
逆資産効果が顕在化する度合いは、株価が今後落ち着く“タイミング”と“水準”次第だが、仮に8月17日終値から25日終値にかけての株価下落率（▲11%程度）に対し、最近の平均的な実証分析結果（「1ドルの資産変化に対して、消費が0.02ドル変化する」）を使用すれば、米国のGDPを年間で0.3%程度押し下げる計算になり影響は小さくない<sup>1</sup>。

但し、足元での逆資産効果に限って言えば、①「直近2年程度は、家計純資産の増加に比し貯蓄率の低下が限られていたこと」、②「株価下落前の消費マインドは、良好な雇用環境を背景に改善基調を強めていたこと」等で上述試算値より小さめとなる可能性がある。

①について、足元で家計の純資産対可処分所得比は6.4倍と金融危機前の高水準に戻りつつある一方、貯蓄率は5%弱と低下が限られている（第2図）。

②について、今週発表された8月の消費者信頼感指数（カンファレンスボード調べ）は101.5となり7月（91.0）から上昇。内訳では雇用関連が良好で、「雇用が十分」との回答割合は21.9%と2008年1月（23.8%）以来の高水準を記録（第3図）。「就職が困難」との回答割合は21.9%と2008年1月（20.6%）以来の低水準を記録した。

<sup>1</sup> 他の下押し経路として、エクイティファイナンスによる調達可能額の減少等を通じた企業の資金調達コスト上昇等も挙げられる。家計の株式保有額は、直近2015年3月末時点で24.1兆ドル（非営利団体を含む）。うち、直接保有分が13.6兆ドル、年金や投資信託・生命保険等を通じた間接保有分が10.5兆ドル。

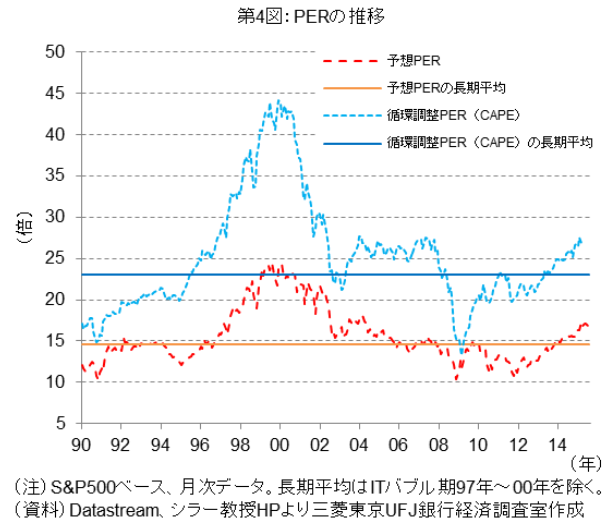


### 現段階で逆資産効果への過度な懸念は不要

また、株価についても8月17日終値から25日終値にかけての下落率(▲11%程度)は7月末時点で株価収益率(PER)から算出された割高感(13%程度)にほぼ匹敵し、現環境下での調整幅としては行き過ぎの印象も受ける。

実際、株価がその後に下落幅の半分程度を回復しているなか、(経済指標はソフトデータを中心に多少なりとも一旦は悪化しようが)現段階で逆資産効果等への過度な懸念は不要であろう。

なお、低金利が続くなかで、代表的なS&P500株価指数のPERは2012年頃から拡大。最近では17倍程度とITバブル期を除いた平均の15倍程度を上回り割高感があった(第4図)。



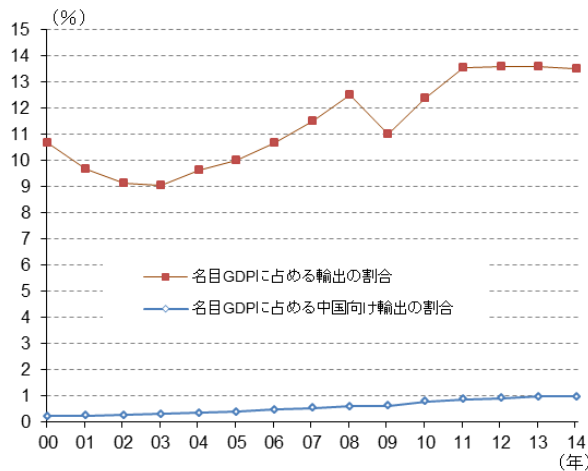
### 中国経済については、米国の景気回復軌道に大きな影響を与えるまでには至らない可能性

中国経済については、①「中国経済の減速ペースは緩やかとみられること」、②「米国にとって輸出等を通じた直接的な影響は依然限られていること」、③「中国経済減速に伴う原油価格下落等は米国にプラスに働くこと」等から、米国の景気回復軌道に大きな影響を与えるまでには至らないであろう。②について、2014年の米国から中国への輸出額(財・サービス合計)は1,672億ドル。輸出額は10年前に比べ約4倍に拡大してきたが、名目GDP比では0.96%に止まっている(第5図)<sup>2</sup>。

勿論、米国と中国は金融面等での結び付きも強まっているほか、中国経済の減速は資源国をはじめ広範な国々の景気を下押し可能性がある。例えば、中国の米国債保有額は2015年6月末で1.27兆ドルとなり、海外保有分に占める中国の割合は20.6%と高い(第6図)。中国政治・経済の動向に細心の注意は必要だ。

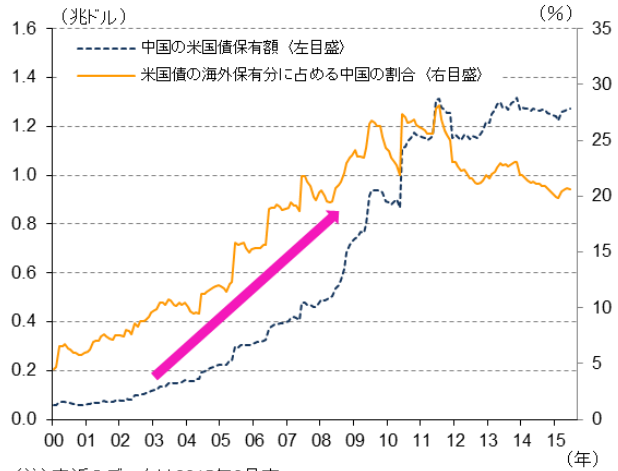
<sup>2</sup> うち、財輸出が1,247億ドル、サービス輸出が425億ドル。2014年時点。

第5図: 名目GDPに占める輸出と中国向け輸出の割合



(注)『輸出』は財とサービスの合計。  
 (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: 中国の米国債保有状況



(注) 直近のデータは2015年6月末。  
 (資料) 米国財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 利上げ開始が大幅に先送りされると判断するのは尚早

最後に金融政策について、利上げ開始前後での金融市場のボラティリティ上昇は、FRBも一定程度は想定していたと思われる。例えば、ニューヨーク連銀のダッドリー総裁はかねてより、ゼロ金利政策を6年以上続けた後の利上げは、例え小幅であったとしても「レジームチェンジ」と受け止められることになり、ある程度の混乱を引き起こすかもしれないと指摘していた。

市場急変動前に観測が強まっていた9月の利上げについては、そもそも賃金の伸びが鈍いことなどから可能性は高くないとみていたが、今回の市場急変動をもって利上げ開始が大幅に先送りされると判断するのは尚早であろう。

(栗原 浩史)



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、宜しくご申し上げます。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.