



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

June 13, 2012

<FOCUS>

減速の“主因”は暖冬要因剥落

- 足元、景気減速を示す経済指標が増えてきているが、これは暖冬の押し上げ効果が剥落してきた影響が大きそうだ。まず、雇用だが、1~3月期の雇用者数増減ペースを平均気温差と比較すると、気温の影響が出やすいセクターは非製造業、なかでもレジャー・宿泊や建設業である。足元で雇用の減速が目立つのはこうした業種である。
- ISM 指数などにおける企業の雇用スタンスも、足元の雇用減速に天候要因が影響しているとみられることと整合的だ。ISM 非製造業指数における雇用指数は、年初にやや不連続とも言える上昇をみせた後、足元は昨年末並みの水準まで低下してきたが、これは欧州の金融不安だけでなく、天候要因が影響していたとみていいだろう。雇用の減速は、これまでも指摘してきた通り、需要の伸びに比べやや速すぎた雇用のスピード調整に、暖冬要因の剥落が重なったことで生じていると整理できる。
- 需要サイドの指標でも暖冬要因剥落の影響がみてとれる。5月の小売売上高は個人消費の伸び悩みを示すものとなったが、建設資材・園芸やガソリンスタンド売上の減少が相対的に大きく、天候要因が影響していると推察される。一方、インフレ率は低下傾向を辿っており、家計の購買力を下支えしつつある点は個人消費のプラス材料だ。
- 他方、欧州債務危機を受けた海外経済のもたつきやドル安修正など、米国の輸出環境が緩やかながら悪化傾向を辿っている点は不変である。輸出の減速基調は続いており、EU 向け輸出は約2年振りに前年水準を割り込んできた。米国経済は今のところ緩やかな減速の範疇にとどまっているものの、外的ショックに対する耐久度は徐々にだが低下しつつある。
- 来週のFOMCでFRBがどう動くかは微妙なところである。ファンダメンタルズからすれば、経済指標をもう少し見極めることも必要なタイミングと考えられる一方、金融市場のストレスは、今後の欧州情勢に左右される。結局、FOMC直前まで情勢を見極めるほかなく、ギリシャ側の反緊縮の流れが先鋭化するような事態が避けられれば、今回は大幅な追加措置までは打ち出さず、欧州問題が長期化・深刻化するリスクを視野に入れた対応になると予想される。

<FOCUS> 減速の“主因”は暖冬要因剥落

天候の影響受けやすい非製造業

足元、景気減速を示す経済指標が増えてきているが、これは暖冬の押し上げ効果が剥落してきた影響が大きそうだ。

まず、4月以降、急減速した非農業部門民間雇用者数だが、2006年以降の1～3月期の雇用者数増減ペースを平均気温差と比較すると(第1図)、気温による影響が出やすいセクターは非製造業、なかでもレジャー・宿泊や建設業である。一方、製造業や金融、情報・通信などは気温との相関が総じて低い。

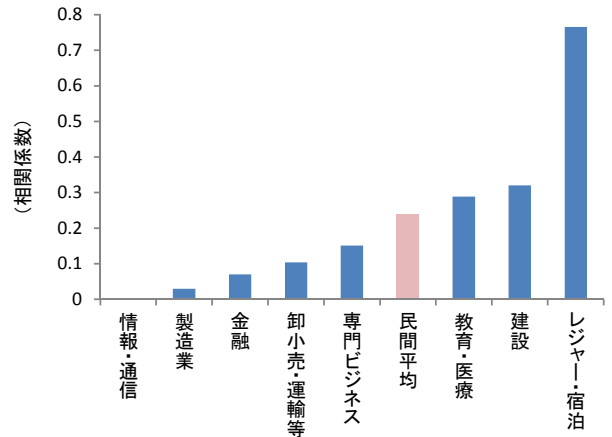
4月・5月の民間雇用者数は、1～3月期の前月比平均+22万人台のペースから、同+8万人台へ急減速したが、減速が目立つのは、こうした天候の影響を受けやすい業種である。レジャー・宿泊と建設業を除いた民間雇用者数の増加幅は4月が同+9.8万人、5月が同+11.9万人となる(第2図)。

企業の雇用スタンスは大きくは崩れず

ISM 指数などにおける企業の雇用スタンスの動きも、足元の雇用減速に天候要因が影響しているとみられることと概ね整合的である。

ISM 非製造業指数における雇用指数は、今年初にやや不連続とも言える上昇をみせたが、足元は昨年末と同程度の50%をやや上回るころまで低下してきている(第3図)。ギリシャを中心とする欧州の金融不安が今年初にかけて一旦緩和し、5月初のギリシャ総選挙以降に再燃したことが反映されている面もあろうが、上述した業種別雇用者数の動きや、欧州情勢悪化の影響をより受けやすいとみられる製造業の雇用スタンスが同指数でみると直近は56.9%と比較的良好な水準を保っていることも踏まえれば、非製造業の雇用指数の振れは天候要因が影響していたとみていだろう(同図)。ちなみに、昨日公表されたマンパワー社の調査では、7～9月期の雇用指数(季節調整値)は、4～6月期を小幅上回り、企業の雇用スタンスが緩やかな回復過程にあることを

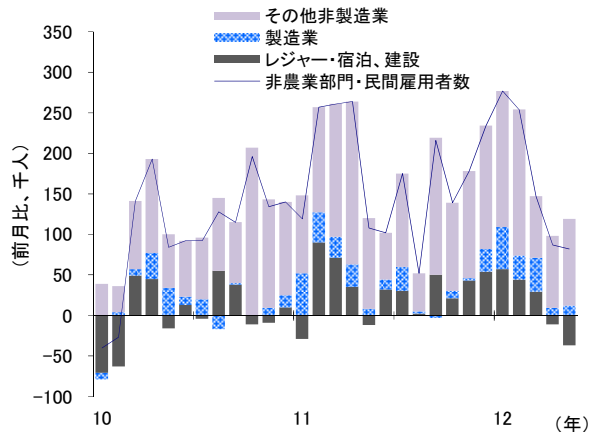
第1図: 平均気温差と1～3月期の雇用増加ペースの相関係数



(注) 各年1～3月とその後四半期における雇用増減幅の差を、平均気温差と比較したもの。

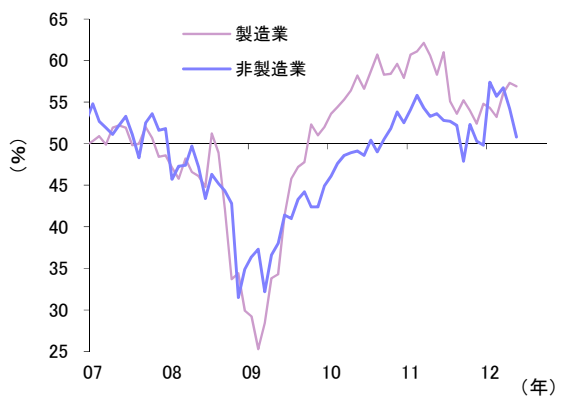
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 非農業部門・民間雇用者数の推移



(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: ISM指数・雇用

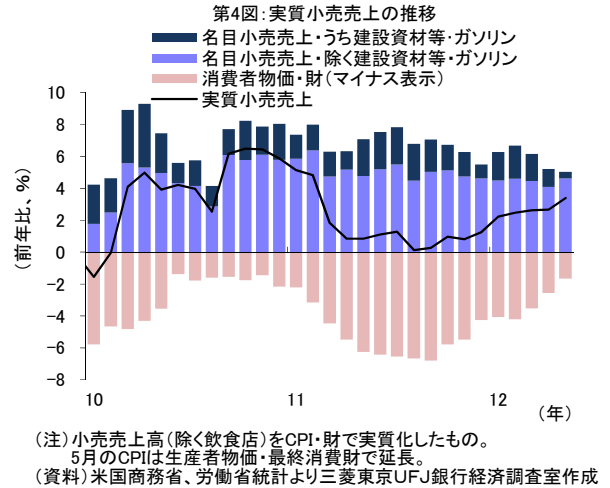


(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

確認する内容となっている。足元の雇用の減速は、これまでも指摘してきた通り、需要の伸びに比べやや速すぎた雇用のスピード調整に、暖冬要因の剥落が重なったことで生じていると整理できる。

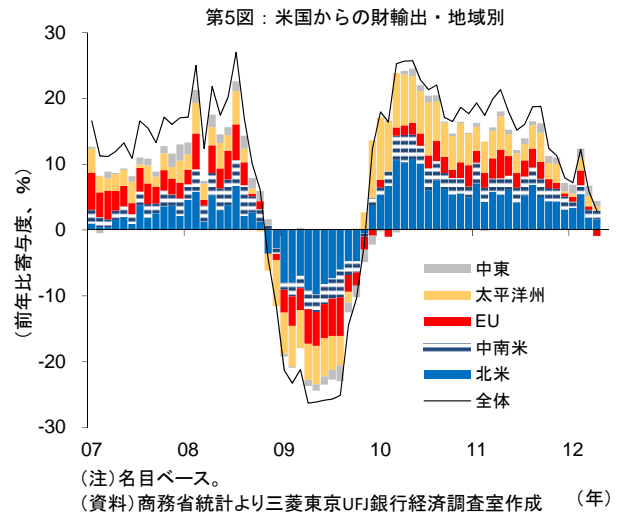
5月の小売売上高は健闘？

需要サイドの指標でも、暖冬要因剥落の影響がみてとれる。本日公表された5月の小売売上高（自動車・部品を除くベース）は、2ヵ月連続で減少、個人消費の伸び悩みを示すものとなったが、内訳をみると建設資材・園芸やガソリンスタンド売上の減少が相対的に大きい。建設資材等は今冬例年になく堅調だったことや、このところのガソリン価格低下なども踏まえると、天候要因も相応に影響していると推察される（第4図）。一方、消費財のインフレ率は低下傾向を辿っており、家計の購買力を下支えしつつある点は個人消費にとってプラスの材料だ（同図）。



輸出環境の持ち直しは後ズレ

このように足元の経済指標軟化の背景には、暖冬要因剥落の影響が大きいとみられる反面、欧州債務危機の影響から、海外経済の鈍化やドル安修正など、米国の輸出環境が緩やかながら悪化傾向を辿っている点是不変である。4月の貿易統計においても、輸出の減速基調は続いており、財輸出を地域別にみると、EU向けが約2年振りに前年水準を割り込んできた（第5図）。米国経済は今のところ緩やかな減速の範疇にとどまっているものの、外的ショックに対する耐久度は、徐々にだが低下しつつあるとみておく必要がある。



FOMC はギリギリまで欧州情勢見極め

こうしたなか、来週19～20日のFOMCでFRBがどう動くかは微妙なところである。バーナンキFRB議長は、先週7日の議会証言で「米国経済は緩やかな成長が続いている」とし、足元における雇用の急減速については「季節調整や、異例の暖冬によって誇張されている可能性がある」との見方も示している。

ファンダメンタルズからすれば、今後公表される経済指標を見極めることも必要なタイミングと考えられる一方、欧州危機を受けた金融市場のストレスについては、今週末のギリシャ再選挙の結果と、その後に想定されるEU・IMFとの財政緊縮プログラムの条件交渉の行方に大きく左右される。結局、FOMC直前まで情勢変化を見極めるほかなく、仮にギリシャ側の反緊縮の流れが先鋭化するような事態が避けられれば、今回はFOMC声明文や記者会見で追加



緩和の準備があることをより明確に打ち出す、ないしはオペレーション・ツイストを延長するなど、いずれにしても大幅な追加措置までは打ち出さず、今後、欧州問題が長期化・深刻化するリスクを視野に入れた対応になると予想される。

<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.