



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 7, 2013

<FOCUS>

徐々に見えてきた景気減速

- 景気減速が徐々にだが明確となっている。特に企業の景況感が冴えない。5月のISM製造業は半年ぶりに50を割り込み、水準としては景気が底をつけた2009年6月以来の低さとなった。一方、非製造業は底堅さを示したものの、4~5月平均は1~3月を若干下回っている。
- ISMの内訳（製造業・非製造業平均）をみると、昨年末から年初にかけて上昇していた輸出受注が50近傍へ急低下してきたほか、振れの大きい在庫も同様の動きとなっている。受注指数も緩やかな低下トレンドにある。企業景況感悪化の背景は、輸出や在庫の反動増一巡に、政府支出削減が加わってきたためと捉えられる。
- 4~5月のISMは国内民間部門最終需要と輸出による成長寄与が低下しつつあることを示唆しているが、企業の雇用スタンスが慎重化している点にも注視が必要である。5月の雇用統計で非製造業雇用が高めの伸びを示した点はプラス材料だが、均してみれば横這い圏内での推移となっているほか、労働投入量も緩やかな景気減速を示している。
- 企業の雇用スタンスが弱めである背景には企業収益の鈍化も影響している。1~3月期の企業収益は1年振りの減益となり、前年比伸び率は1桁台前半まで低下してきた。企業の利益率も単位労働コストやその他コスト（減価償却費等）の漸増により徐々に圧迫される形となっている。
- 米国経済はFRBの量的緩和を受けた株高・金利低下を背景に底堅く推移してきたが、裏返せば景気の株価や超低金利への依存度は高まっている。政府支出削減が続き、輸出環境の改善も遅れるなか、企業収益の伸び悩みも踏まえると、早すぎる量的緩和縮小が抱えるリスクは小さくはない。当面は財政緊縮の影響緩和と輸出環境の持ち直しを確認することが優先されると考えられる。

<FOCUS> 徐々に見えてきた景気減速

軟化する企業景況感

景気減速が徐々にだが見えてきている。特に企業の景況感が冴えない。5月のISM製造業は49.0と半年ぶりに50を割り込み、水準としては景気が底をつけた2009年6月以来の低さとなった。一方、非製造業は53.7と前月から小幅改善、底堅さを示したものの、4~5月平均は53.4と、1~3月の55.2を若干下回っている。

ISMの内訳（製造業と非製造業の平均）をみると、昨年末から年初にかけて上昇していた輸出受注が50近傍へ急低下してきたほか、振れの大きい在庫も同様の動きとなっている。これまで健闘してきた受注も緩やかな低下トレンドを辿っている。

足元の企業景況感悪化の背景は、昨年後半の輸出停滞・在庫調整局面からの反動増が一巡しつつあるなか、政府支出の強制削減による内需の鈍化が加わってきたためと捉えられる。

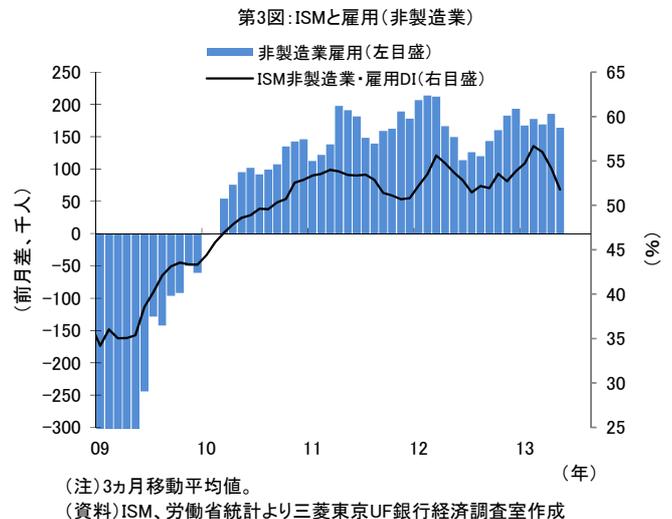
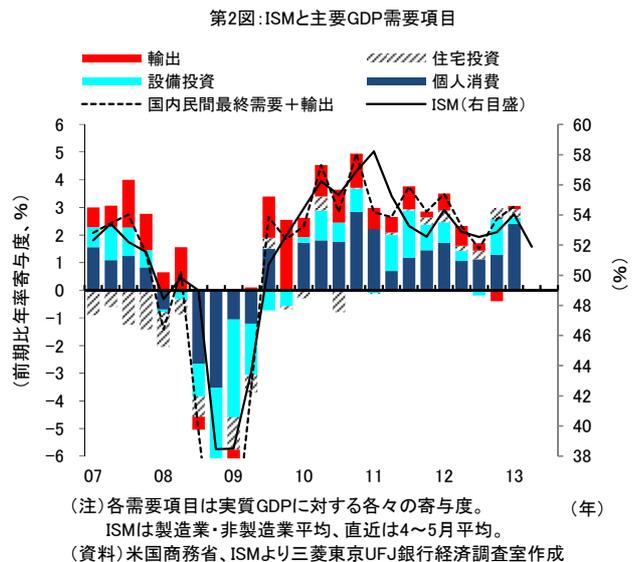
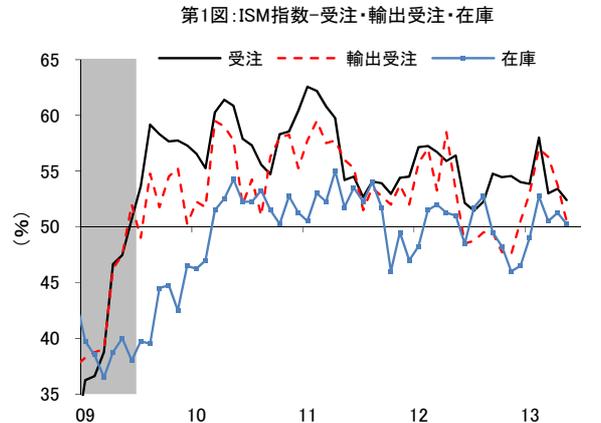
第2四半期は低成長

4~5月のISMは、国内民間部門最終需要と輸出による成長寄与が1~3月期の3%程度から2%前後へ低下しつつあることを示唆している（第2図）。これまで指摘してきた通り、景気は緩やかな減速方向にありサプライズは無いが、政府支出削減の継続や軽度の在庫調整を想定すると、

目先の成長鈍化が明確なものとなる可能性が幾分高まっていると判断される。

また、注視が必要なのは企業の雇用スタンスが慎重化している点である。雇用への影響が大きい非製造業については、ISMの雇用DIは直近は50.1と低下、均してみても低下傾向が明確となっている（第3図）。

本日公表された5月の雇用統計で、非製造業雇用が前月比+17.9万人と高めの伸びを示した点はプラス材料だが¹、均してみれば横這い圏内での推移となっている。また、労働時間も前月



¹ 雇用統計については本日付 Diary ご参照。

から不変、労働投入量の伸び悩みは生産活動の緩やかな減速を示唆する動きとなっている。

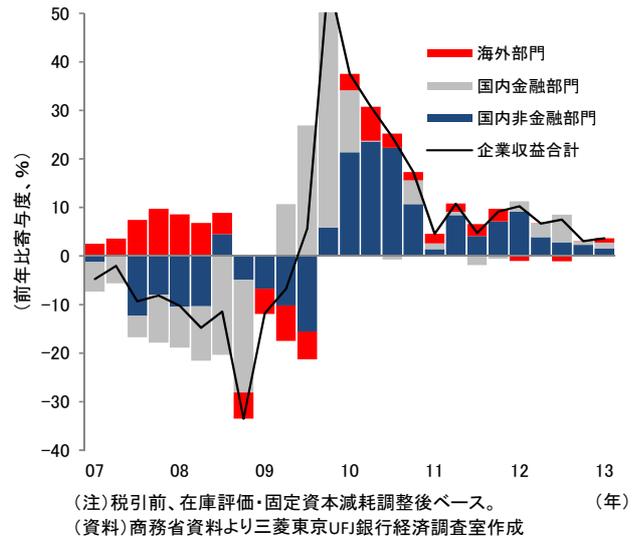
伸び悩む企業収益、利益率が低下

企業の雇用スタンスが弱めとなっている背景には、企業収益の鈍化も影響しているとみられる。先週公表された1~3月期の企業収益は前期比▲2.2%と1年振りの減益となり、部門別には国内非金融、国内金融、海外部門の全てで前期比マイナスとなった。企業収益の伸びは前年比でも+3.6%と、1桁台前半まで低下してきており（第4図）、部門別にはシェアの大きい国内非金融部門の伸び悩みが全体の増益率低下に繋がっている。

この間、企業の利益率も小幅ながら2四半期連続で低下している（第5図）。売上の鈍化等により粗付加価値の寄与がほぼ横這いで推移するなか、単位労働コストやその他コスト（減価償却費等）の漸増が利益率を徐々に圧迫する形となっている。

賃金上昇率が抑制されているにもかかわらず単位労働コストが増加しているのは、このところの設備投資の抑制を背景に労働生産性が伸び悩んでいることがあるとみられる。企業収益は雇用や投資動向に先行することを踏まえると、景気と増益率の加速が見えてくるまでは雇用や設備投資も伸び悩みが続く公算が大きい。

第4図：企業収益の推移（部門別）

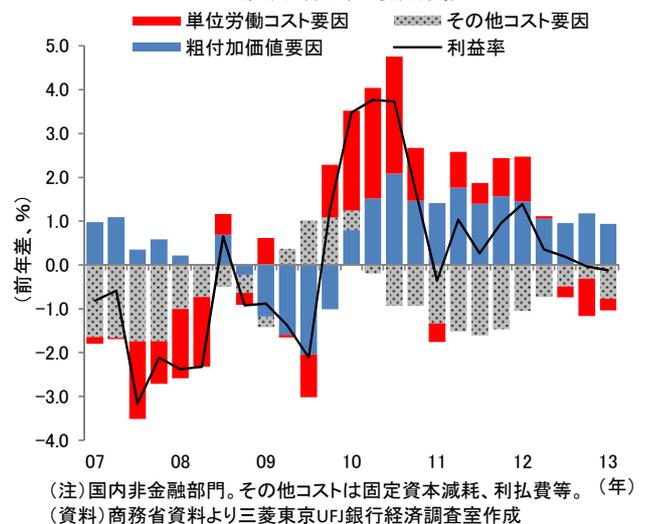


QE3 早期縮小が抱えるリスク

これまで個人消費や住宅投資など家計部門はFRBの量的緩和を受けた株高・金利低下を背景に底堅く推移してきたが、裏返せば景気の株価²や超低金利への依存度³は高まっている。政府支出の強制削減や、輸出環境の改善が遅れるなか、上述した企業収益の伸び悩みも踏まえると、早すぎる量的緩和縮小が抱えるリスクは小さくはない。当面は財政緊縮の影響緩和と輸出環境の持ち直しを確認することが必要と考えられる。

本日の雇用統計を受け、市場ではFRBによる資産買入の早期縮小観測が今後も燻り続けることも予想されるが、仮にFRBが量的緩和の出口を前倒しするような動きを強めた場合には、緩やかな景気減速に株価軟調や長期金利（住宅ローン金利）上昇が相乗するリスクを視野に入れる必要も出てくるであろう。

第5図：利益率の要因分解



<FOCUS>

² 5月24日付 Weekly「容易ではないQE出口の前倒し」ご参照。

³ 3月25日付 Weekly「歴史的な低金利が奏功する住宅市場」ご参照。



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.