



# 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)

August 9, 2013

## <FOCUS>

### 7月指標は斑模様～まだ見えない年後半の加速

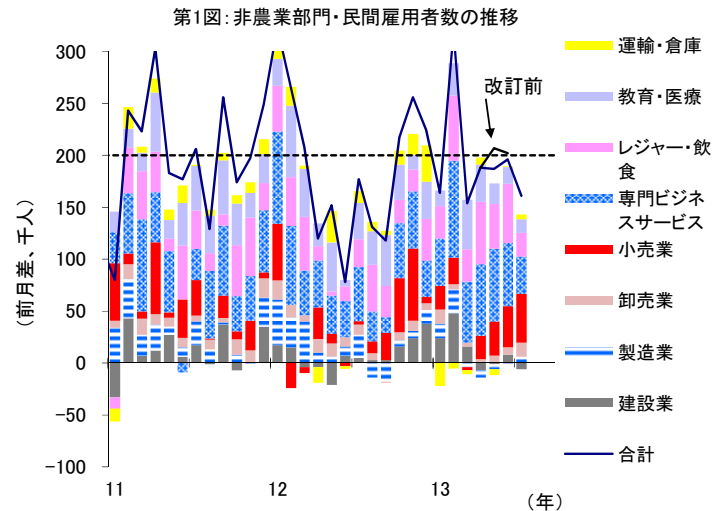
- ▶ 年後半の経済指標の出足は微妙なところだ。7月の雇用者数は伸び悩みが明確となったが、主因はこれまで雇用者数を押し上げてきたレジャー・飲食業の雇用者数が速報値から大幅に下方修正され、7月も伸び悩んだためだ。民間雇用者数の伸びは月+20万人に届かず、足元さらに鈍化する形となった。改訂前のレジャー・飲食業の雇用急増は統計上の異常値であったということだろう。
- ▶ また、7月の雇用統計では、レジャー・飲食業を除いたベースでも雇用者数が伸び悩んだほか、労働時間が小幅減少するなど、全体としても冴えない。これは、今春にかけた労働投入量の増加が需要（GDP）の伸びに比べてやや速過ぎたためであり、企業による労働投入抑制の強まり、即ち雇用の失速回避には需要の持ち直しが必要である。
- ▶ 他方、7月の企業景況感は改善が目立った。ISM製造業は約2年振りの水準を回復したほか、今週公表された非製造業も急回復を示した。内需の先行指標となる受注指数の上昇は年後半の需要回復を示唆し、55を超えるISM指数は民需の成長ペースが限界的には2%程度から3%へ向けて加速している可能性を示している。
- ▶ ただ、ISMのうち、改善が目立った受注指数の振れがやや大きすぎる点はやはり割り引く必要がある。受注指数の急上昇は、財政政策面からの向かい風に加え、FRBの出口政策前倒し観測を背景に金融市場が不安定化するなか、6月に向け受注抑制が強まったことの反動が出たとみるのが自然だ。今後は多少揺り戻しが出るのが想定される。
- ▶ ISMからは外需による成長率の押し上げが限られる可能性もみてとれる。輸出受注の回復力は緩やかなものにとどまる一方、輸入受注は底堅い推移をみせている。輸入受注が輸出受注を傾向的に上回って推移するのは今回の回復局面に入って最も明確だ。
- ▶ こうしたなか、今年後半の明確な景気“加速”はまだ不透明な状況と言える。FRBによるQE3縮小のタイミングを巡り、引き続き不安定な株価動向も踏まえると、実際に緩和縮小が決定されるまでは、株高と消費加速に期待することも幾分難しいだろう。今年後半の成長ペースは加速というより改善の範疇にとどまるとみられる。

## <FOCUS>7月指標は斑模様～まだ見えない年後半の加速

### 弱かった雇用統計

年後半の経済指標の出足は微妙なところだ。まず、7月雇用統計における雇用者数は伸び悩みが明確となったが、その主因はこれまで雇用者数を大きく押し上げてきたレジャー・飲食業によるものである（第1図）。

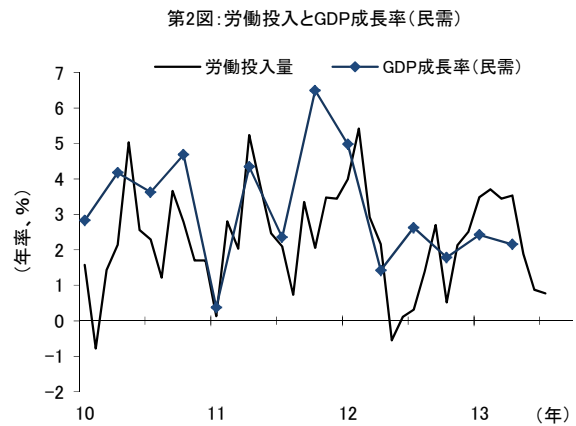
同業種の5・6月の雇用者数増加幅は速報値と比べ計▲4.4万人下方修正され、雇用者数全体の下方修正（同▲2.6万人）に繋がったほか、7月は前月比+2.3万人と、これまでの半分以下の増加にとどまった。この結果、民間雇用者数の伸びは同+20万人に届いていなかったこととなり、足元ではさらに鈍化する形となっている（同図）。以前指摘したレジャー・飲食業の改訂前の同+7万人近傍の増加は、やはり統計上の異常値であったということだろう<sup>1</sup>。FRBのQE3縮小開始のタイミングが経済情勢次第となるなか、経済指標の評価は通常以上に慎重さが求められる。



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 続く労働投入の抑制傾向

また、7月の雇用統計では、レジャー・飲食業を除いたベースでも雇用者数が伸び悩んだほか、労働時間が小幅減少するなど、全体としても冴えない結果となっている。これは、今春にかけて労働投入量の増加が需要（GDP）の伸びに比べてやや速過ぎたためだ（第2図）。民間ベースでみると、需要の伸びが年率+2%近傍で推移するなか、今年1～4月にかけて労働投入は同+3%を超えるペースとなっており、これは企業収益の下押し要因となる<sup>2</sup>。企業による労働投入抑制の強まり、即ち雇用の失速回避には需要の持ち直しが必要である。



(注)労働投入量は民間、3ヵ月前比年率ベース。

(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 反転したISMは需要急回復を示唆?

他方、7月の企業景況感は改善が目立った。ISM製造業のヘッドラインは55.4と約2年振りの水準を回復したほか、今週公表された非製造業も56.0へ急回復した。特に内需の先行指標となる受注指数の上昇が目立っていることは、年後半の需要回復を示唆する明るい材料だ。55を超えるISM指数（製造業・非製造業平均）は、民間の成長ペースが限界的にはこれまでの2%程度から3%へ向けて加速していることを示している（次頁第3図）。

<sup>1</sup> 7月12日付 Weekly「QE3縮小控えた景気・雇用情勢は微妙」ご参照。

<sup>2</sup> 6月7日付 Weekly「徐々に見えてきた景気減速」ご参照。

ただ、ISMのうち、改善が目立った受注指数の振れがやや大きすぎる点はやはり割り引く必要がある。受注指数の上昇幅は非製造業が前月差+6.9ポイント、製造業が同+6.4ポイントと、それぞれ2009年4月、8月以来の上昇幅となったが、これは財政政策面からの向かい風に加え、FRBの出口政策前倒し観測を背景に金融市場が不安定化するなか、6月にかけて受注抑制が強まったことの反動が出たとみるのが自然だ(第4図)。7月はその後の株価反転の好影響も重なったと見られ、8月以降については多少揺り戻しが出るのが想定される。

### 外需の牽引力は限定的

ISMからは外需による成長率の押し上げに限られる可能性もみてとれる。

輸出受注は、昨年の落ち込みからの反動増が一服した後、足元でも50を上回っているものの回復力は緩やかなものにとどまっている。一方、輸入受注は緩やかな内需回復やドル高を映じて総じて底堅い推移をみせており、輸入受注が輸出受注を傾向的に上回る格好となっている(第5図)。

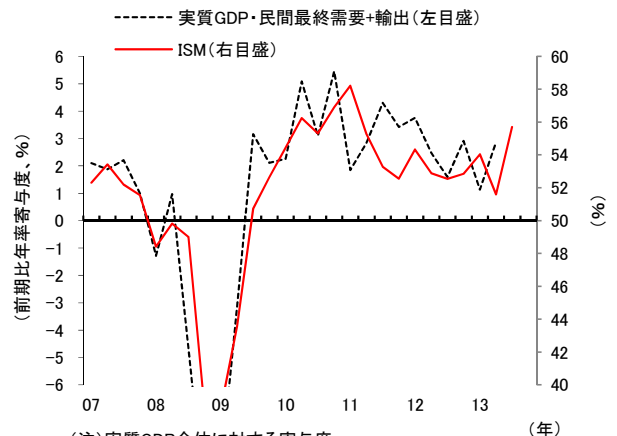
こうした傾向は今回の回復局面に入って最も明確だ。今週公表された6月の貿易統計では貿易赤字が縮小、成長率に対する外需の寄与度改善が見込まれるものの、ISMの推移からみるとその持続性は必ずしも高くないことが示される。

### 加速というよりは改善

労働投入の抑制傾向や、ISM受注における反動の側面、輸出入の動き等を踏まえると、今年後半の明確な景気“加速”はまだ不透明な状況にある。

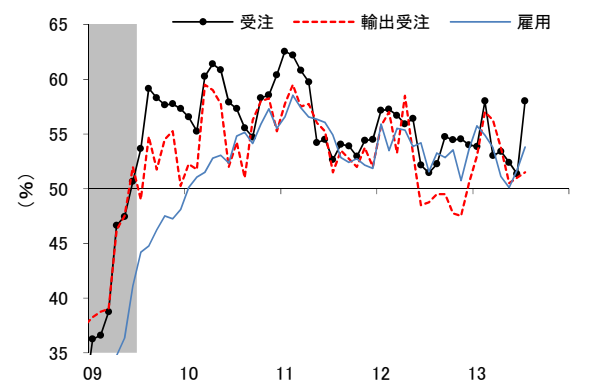
個人消費を中心とする内需は底堅く推移することが見込まれるものの、加速の有無は株価に左右される面が大きいとみられる<sup>3</sup>。QE3縮小のタイミングを巡り、引き続き不安定な株価動向を踏まえると、実際に緩和縮小が決定され、市場で消化されるまでは、更なる株高・消費増に期待することは幾分難しいだろう。財政支出削減継続や、金利上昇の影響が早ければ第4四半期以降出てくる<sup>4</sup>ことも踏まえる必要があるだろう。今年後半の成長ペースは加速というより改善の範疇にとどまるとみられる。

第3図: ISMと実質GDP



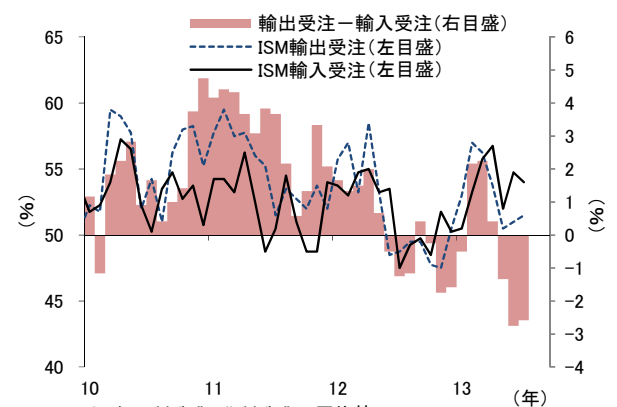
(注)実質GDP全体に対する寄与度。  
ISMは製造業・非製造業平均、直近は7月値。  
(資料)米商務省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: ISM指数-受注-輸出受注-雇用



(注)製造業と非製造業の平均値。シャドウは景気後退局面。(年)  
(資料)ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: ISM-輸出-輸入受注の推移



(注)各々製造業・非製造業の平均値。  
輸出受注と輸入受注の差は3ヵ月移動平均値。  
(資料)ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>3</sup> 7月18日付 Weekly「小売上の評価はFRB出口政策の巧拙次第」ご参照。

<sup>4</sup> 同上ご参照。



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.