



# 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 14, 2015

## <FOCUS>

### 景気は内需を中心に回復傾向、賃金上昇率の加速は未だ確認できず

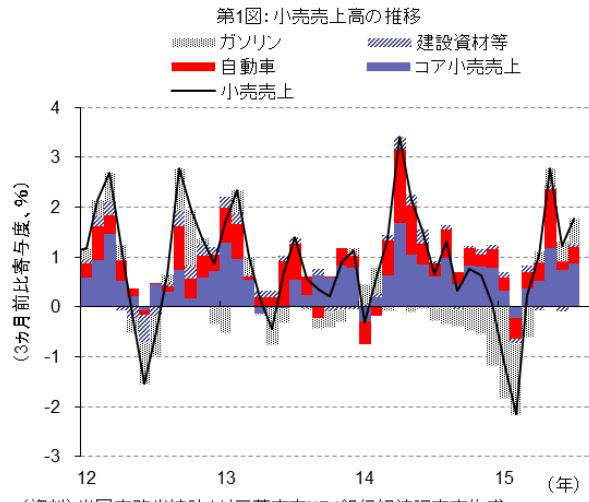
- 今週発表された小売売上高は堅調な結果だった。7月分が前月比+0.6%とまずまずの伸びを示したことに加え、6月分が同▲0.3%から同0.0%、5月分が同+1.0%から同+1.2%へそれぞれ上方修正された。個人消費は加速傾向とも言えそうだ。
- 足元の企業景況感も良好である。先週発表された7月のISM製造業指数は低下したものの、内訳の新規受注指数が上昇する等内容は悪くない。ISM非製造業指数は2005年8月以来の高水準を記録。これまで進んできた「ドル高・原油安」の影響で、製造業と非製造業の景況感に差はあるが、全体としてみれば改善が強まりつつある様子が窺える。
- 米国景気の当面の焦点は、引き続き個人消費の加速度合いである。①低水準で推移してきたガソリン価格の消費へのプラス影響が、今後も顕在化すること、②ガソリン価格に一段の低下余地があること、等は当面の消費の下支えとなろう。
- なお、米国景気にとってやや気懸かりな点を挙げるとすれば、企業在庫の動向である。今週発表された6月の企業在庫は前月比+0.8%と市場予想以上に増加し、売上・在庫比率は1.37へ上昇。売上・在庫比率は、昨年後半より上昇し、足元で高止まりしている。堅調な景気拡大が見込まれるなかで過度な懸念は不要なものの、仮に景気見通しが大きく悪化した場合等には短期間に在庫調整圧力が強まる可能性はある。
- 今後の金融政策については、7月のFOMC声明文から判断すると、利上げ開始の判断において重要なのは雇用関連指標、特に賃金である。FOMC以降に発表された7月雇用統計では、時間当たり賃金が前年比+2.1%となり、減速した6月からの加速が小幅に止まった。4-6月期の雇用コスト指数も前年比+2.0%と予想外に大きく減速。次回9月のFOMCまでに、賃金上昇率の加速（の兆し）を確認することは難しくなってきた。

<FOCUS>景気は内需を中心に回復傾向、賃金上昇率の加速は未だ確認できず

7月の小売売上高は堅調、個人消費は加速傾向

今週発表された小売売上高は堅調な結果だった。7月分が前月比+0.6%とまざまざの伸びを示したことに加え、6月分が同▲0.3%から同0.0%、5月分が同+1.0%から同+1.2%へそれぞれ上方修正された。内訳をみると、7月は自動車や飲食を中心に広範な分野で増加。3ヵ月前比でも+1.8%と加速している（第1図）。

一方、同様に今週発表された8月の消費者センチメント（ミシガン大学調査、速報値）は92.9と小幅に低下（前月比▲0.2ポイント）。消費者センチメントはこのところ一進一退で推移しているが、去年の平均は84.1であり水準自体はさほど低くはない。

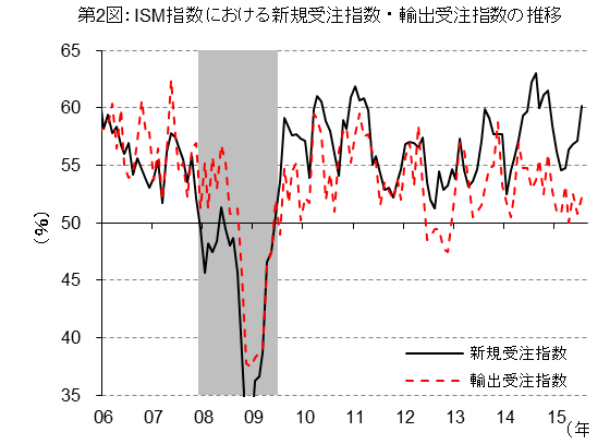


(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

企業景況感も全体として良好に推移

足元の企業景況感も良好である。先週発表された7月のISM指数は製造業が52.7と前月（53.5）から低下したが、内訳の新規受注指数は56.5と前月（56.0）から上昇する等内容は悪くない。非製造業は60.3と前月（56.0）から大きく上昇し、2005年8月以来の高水準を記録した。

これまで進んできた「ドル高・原油安」の影響で、製造業と非製造業の景況感に差はあるが、全体としてみれば改善が強まりつつある様子が窺える。製造業と非製造業の新規受注指数（平均値）は、輸出受注指数（平均値）が低迷するなかでも、大きく改善している（第2図）。



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

米国景気の当面の焦点は、個人消費の加速度合い

米国景気の当面の焦点は、これまでの Weekly でも指摘の通り、引き続き個人消費の加速度合いである。①低水準で推移してきたガソリン価格の消費へのプラス影響が、今後も顕在化すること、②ガソリン価格に一段の低下余地があること、等は当面の消費を下支えしよう。

ガソリン価格は7月後半より低下に転じているが、足元の価格（2.7ドル/ガロン程度）は原油価格に比べ高めの水準に位置しており、ガソリン価格には一段の低下余地がありそうだ（第3図）。



(資料) 米国エネルギー省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 米国景気にとってやや気懸かりな点は、企業在庫の動向

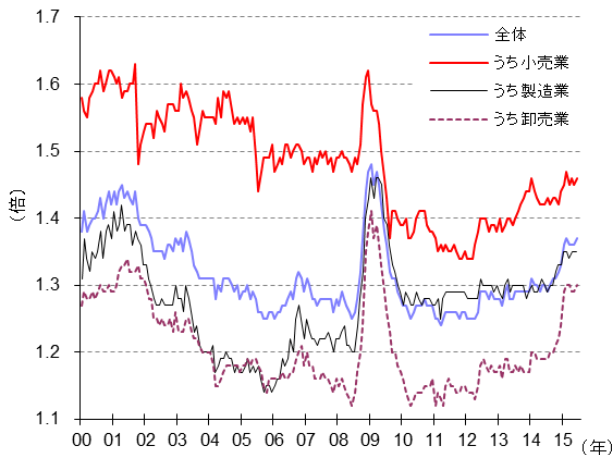
なお、米国景気にとってやや気懸かりな点を挙げるとすれば、企業在庫の動向である。今週発表された6月の企業在庫は前月比+0.8%と市場予想以上に増加し、売上・在庫比率（在庫÷売上）は1.36から1.37へ上昇（第4図）。売上・在庫比率は、昨年後半より上昇し、足元で高止まりしている。

内訳をみると、製造業、小売業、卸売業ともに揃って上昇してきたが、金融危機直前の水準との比較では、小売業が下回っている一方、製造業や卸売業が上回っている<sup>1</sup>。

売上・在庫比率の適正水準を判断することは難しいが、ISM非製造業指数の“在庫景況感指数”は直近7月に63.5と「過大」を示す水準にある（第5図）<sup>2</sup>。足元の企業在庫は適正水準をやや上回っていると言えそうだ。“在庫景況感指数”を業種別に確認すると、全18業種中、在庫が「過大」と報告した業種は、不動産・レンタル・リース、卸売、情報、小売、鉱業、専門・科学・技術サービス、公益、建設、医療・社会扶助の9つ。在庫が「過小」と報告した業種は、宿泊・飲食サービス、行政の2つである<sup>3</sup>。

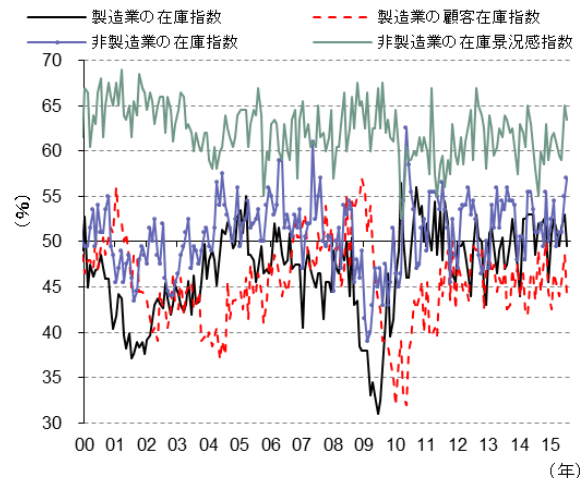
堅調な景気拡大が見込まれるなかで過度な懸念は不要なものの、仮に景気見通しが大きく悪化した場合等には短期間に在庫調整圧力が強まる可能性はある。

第4図: 企業の売上・在庫比率の推移



(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5図: ISM指数における在庫関連指数の推移



(資料) ISM統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 利上げ開始の判断において重要なのは雇用関連指標、賃金上昇率の明確な加速は確認できず

今後の金融政策については、7月のFOMC声明文から判断すると、利上げ開始の判断において重要なのは雇用関連指標、特に賃金である<sup>4</sup>。

<sup>1</sup> 直近6月時点の企業在庫は1.81兆ドル。内訳では、製造業が0.65兆ドル、小売業が0.57兆ドル、卸売業が0.59兆ドルとなっている。

<sup>2</sup> 在庫景況感指数はISM製造業指数にはなく、ISM非製造業指数にのみ存在。

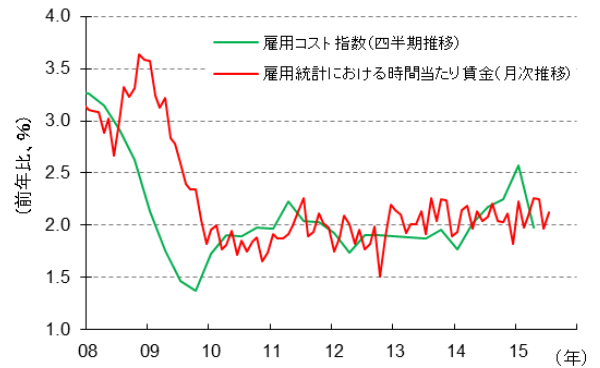
<sup>3</sup> 在庫が「過大」でも「過小」でもない通常水準の業種は、農業・林業・漁業、輸送・倉庫、企業管理・サポートサービス、金融・保険、芸術・娯楽・レクリエーション、教育サービス、その他サービスの7つ。

<sup>4</sup> 2015年7月29日付Weeklyご参照。

FOMC 以降に発表された 7 月雇用統計では、時間当たり賃金（民間・全雇用者ベース）が前年比 +2.1% となり、減速した 6 月（同 +2.0%）からの加速が小幅に止まった（第 6 図）。同じく前回 FOMC 以降に発表された 4-6 月期の雇用コスト指数も前年比 +2.0% と、1-3 月期（同 +2.6%）から予想外に大きく減速。次回 9 月の FOMC までに、賃金上昇率の加速（の兆し）を確認することは難しくなってきた。

（栗原 浩史）

第6図：雇用コスト指数と雇用統計における時間当たり賃金の推移



(注) 1. 『雇用コスト指数』は、給与・賃金に加えて福利厚生費等を含む。業種ウェイトを固定して算出。  
 2. 『時間当たり賃金』は、全労働者ベース。  
 (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



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.