



# 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

March 17, 2016

## <FOCUS>

### 資源・エネルギー価格急落が引き起こした米国企業の在庫増

- 15日に発表された1月の企業在庫は前月比+0.1%と小幅の増加に止まったが、企業売上が同▲0.4%減少した結果、売上・在庫比率（在庫÷売上）は1.39から1.40へ上昇した。売上・在庫比率は2014年後半より急速に上昇しており「米国で景気後退が近いのではないか」とする一部の見方の背景にさえなっている。上昇が始まったタイミングは資源・エネルギー価格急落と概ね符号しており、資源・エネルギー価格急落が2つの経路で売上・在庫比率上昇に一定程度影響してきたとみられる。
- 経路1は、単純な価格要因である。上述名目ベースではなく実質ベースで売上・在庫比率をみると、上昇はしているが上昇幅は限定的だ。売上が資源・エネルギー価格下落に沿って減少した一方、在庫は（評価方法の影響等から）価格低下の反映が遅れがちとなり、結果として（名目ベースの）売上・在庫比率を上昇させた可能性が考えられる。
- 経路2は、企業行動の変化である。例えば、①「資源・エネルギー価格下落で生産コストが低下したため、生産拡大・在庫増加のインセンティブを高め、米国全体でみると在庫が過剰となった」、②「販売価格の先安感から、原材料や中間財の企業への販売を急ぎ、在庫が増加した」等が考えられる。①は、ISM製造業指数で顧客在庫指数が支払価格指数（逆目盛）に連動してきたこと等が示唆しており、②は、例えば米国の原油在庫増加が原油価格急落に遅れる形で生じたこと等が示唆していよう。原油について、近年の需給と価格の因果関係は「原油需給の緩和（観測）→原油価格下落」だけでなく「FRBの金融政策正常化→原油価格下落→企業行動の変化→原油生産・在庫増加」もあると思われる。
- なお、中国における素材をはじめとした供給過剰の話題が最近顕著に増加した様に見えるのも、実際に設備・供給能力の過剰度合いが強まっているだけでなく、同様の背景で資源・エネルギー価格急落が供給過剰を一段と表面化させた側面もあるのではないかと。
- 米国の将来の大幅な在庫調整リスクについては、これまでのWeeklyでも指摘の通り、ISM製造業指数における顧客在庫指数が直近2月には大きく低下（改善）し、昨年7月以来始めて顧客在庫の過剰感が解消されていること等から、過度な懸念は不要であろう。但し、実質ベースでも調整の余地自体は残っているとみられ、今後も注意は必要である。

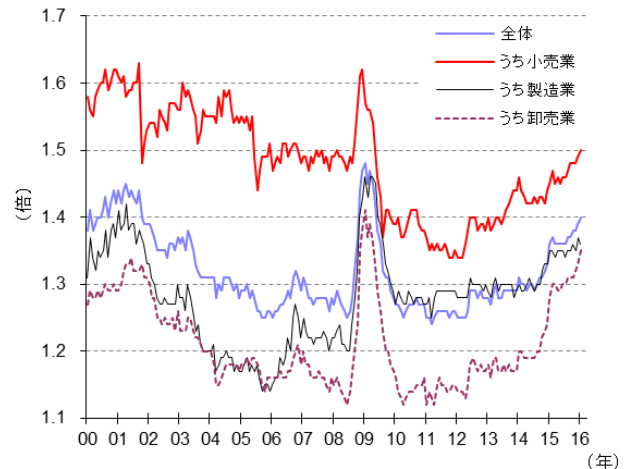
## <FOCUS> 資源・エネルギー価格急落が引き起こした米国企業の在庫増

### 企業の売上・在庫比率は 2014 年後半より急速に上昇

15日に発表された1月の企業在庫は前月比+0.1%と小幅の増加に止まったが、企業売上が同▲0.4%減少した結果、売上・在庫比率（在庫÷売上）は1.39から1.40へ上昇した（第1図）。売上・在庫比率は2014年後半より急速に上昇しており、足元での最終需要減少や将来の大幅な在庫調整を想起させ「米国で景気後退が近いのではないかと」する一部の見方の背景にさえなっている<sup>1</sup>。

なぜ、売上・在庫比率は急速に上昇してきたのであろうか。米国の昨年の実質GDP成長率は前年比+2.4%とそこまで悪くはなく、「予想外の需要鈍化」だけで説明することは難しい。上昇が始まったタイミングは資源・エネルギー価格急落と概ね符号しており、資源・エネルギー価格急落が2つの経路で売上・在庫比率上昇に一定程度影響してきたとみられる。

第1図: 企業の売上・在庫比率の推移



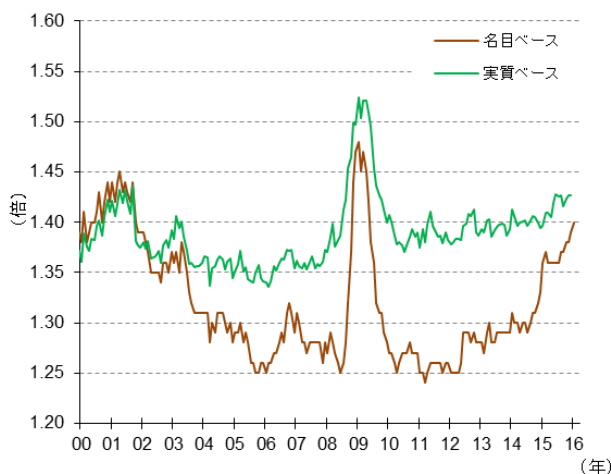
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 実質ベースの売上・在庫比率の上昇幅は、名目ベースに比べて限定的

経路1は、単純な価格要因である。上述名目ベースではなく実質ベースで売上・在庫比率をみると、上昇はしているが上昇幅は限定的だ（第2図）。売上が資源・エネルギー価格下落に沿って減少した一方、在庫は（評価方法の影響等から）価格低下の反映が遅れがちとなり、結果として（名目ベースの）売上・在庫比率を上昇させた可能性が考えられる。

企業売上と企業在庫夫々の前年比の動向をみると、売上は2014年後半から急速に上昇率が鈍化し減少に転じた一方、在庫は上昇率が鈍化しつつも増加は続けてきた（第3図）。企業売上の減少ペースは、生産者物価（PPI）等の下落ペースに概ね沿っている。

第2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3図: 企業の在庫と売上の推移



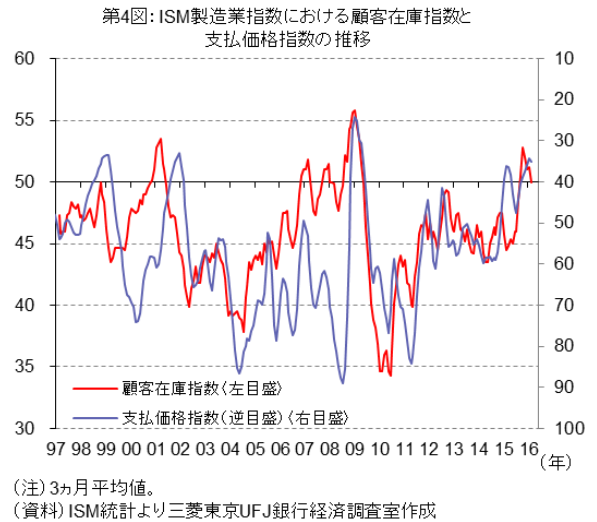
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 売上在庫比率の内訳をみると、製造業、小売業、卸売業ともに揃って上昇している。

### 資源・エネルギー価格急落による企業行動の変化も在庫を押し上げ

経路 2 は、企業行動の変化である。例えば、①「資源・エネルギー価格下落で生産コストが低下したため、生産拡大・在庫増加のインセンティブを高め、米国全体で見ると在庫が過剰となった」、②「販売価格の先安感から、原材料や中間財の企業への販売を急ぎ、在庫が増加した」等が考えられる。

①は、ISM 製造業指数で顧客在庫指数が支払価格指数（逆目盛）に連動してきたこと等が示唆しており（第 4 図）<sup>2</sup>、②は、例えば米国の原油在庫増加が原油価格急落に遅れる形で生じたこと等が示唆していよう<sup>3</sup>。原油について、近年の需給と価格の因果関係は「原油需給の緩和（観測）→原油価格下落」だけでなく「FRB の金融政策正常化→原油価格下落→企業行動の変化→原油生産・在庫増加」もあると思われる。



### 大幅な在庫調整リスクに過度な懸念は不要も、今後も注意は必要

なお、中国における素材をはじめとした供給過剰の話題が最近顕著に増加した様に感じられるのも、実際に設備・供給能力の過剰度合いが強まっているだけでなく、同様の背景で資源・エネルギー価格急落が供給過剰を一段と表面化させた側面もあるのではないかと。

最後に、米国の将来の大幅な在庫調整リスクについては、これまでの Weekly でも指摘の通り、ISM 製造業指数における顧客在庫指数が直近 2 月には大きく低下（改善）し、昨年 7 月以来始めて顧客在庫の過剰感が解消されていること等から、過度な懸念は不要であろう。但し、実質ベースでも調整の余地自体は残っているとみられ、今後も注意は必要である。

(栗原 浩史)

<sup>2</sup> また、例えば、1月のフィラデルフィア連銀製造業指数に付随する特別質問では、エネルギー価格下落が企業活動へ与える影響を聞いているが、「生産コストが低下する」との回答割合は 40.6%と多かった。

<sup>3</sup> 原油は、2014 年半ばから価格下落が始まり、OPEC は 2014 年 11 月に生産量維持を決定。その後、イラクの生産量が戻り、サウジアラビアの生産量が増加するなか、米国の原油在庫は 2015 年に入ってから顕著に増加している。



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.