



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 6, 2011

<FOCUS>

悪化が続く景気指標～ガソリン消費減少が示唆する消費停滞

- 先週公表された一連の経済指標は、米国経済の減速が足元で一段と強まっていることを改めて確認する内容となった。5月のISM指数は、景気の二番底懸念が強まった昨年夏場の水準を下回り、製造業・非製造業ともに企業活動が足踏みを余儀なくされていることを示唆する動きとなった。雇用統計も非農業部門の民間雇用者数が前月比+8.3万人と、前月から大幅に減速、失業率も9.1%と小幅ながら2ヶ月連続で上昇した。
- こうした経済指標の悪化を巡る焦点は、足元における景気減速が何によってたらされているかであるが、今のところ、足元の景気指標悪化は震災などによる一時的なもの、との解釈が一般的であろう。ただ、震災の影響だけで、足元で観察される幅広い経済指標の悪化を説明することは難しい。ISMの内訳をみても、部品調達の遅れが生産活動停滞の主因であれば、入荷遅延指数がより大きく上昇するはずだ。足元の景気減速は、ガソリン価格を始めとする資源高を受けて消費を中心とする需要が減退するなか、震災の影響が相乗した、と見るのが妥当である。
- 今後の景気展開を占ううえで、個人消費との相関が強いガソリン消費量が前年比マイナスに転じていることは懸念される。ガソリン消費量がさらに落ち込んでくれば、個人消費の失速リスクも視野に入れる必要が出てこよう。足元のISM指数の水準は景気腰折れや景気後退を意味するわけではないが、年後半にかけて3%程度の成長パスに復していくためには、今後、ISM指数が50後半程度まで回復してくることが必要なように思われる。
- その場合、景気が個人消費主導で持ち直すためには、やはり足元で消費の下押し要因となっているガソリン価格が明確に下落することが一つ的前提条件となる。ガソリン価格とガソリン消費量の関係からすると、少なくとも1ガロン3ドル半ば程度まで低下する必要があるようだ。今後の焦点はその低下幅とスピードと言えるだろう。

<経済指標コメント>

消費者信頼感指数は頭打ち傾向が明確化、5月のISM製造業指数は急低下、ADP雇用統計も急減速、5月の非農業部門雇用者数は前月比+54千人へ減速。

<FOCUS> 悪化が続く景気指標～ガソリン消費減少が示唆する消費停滞

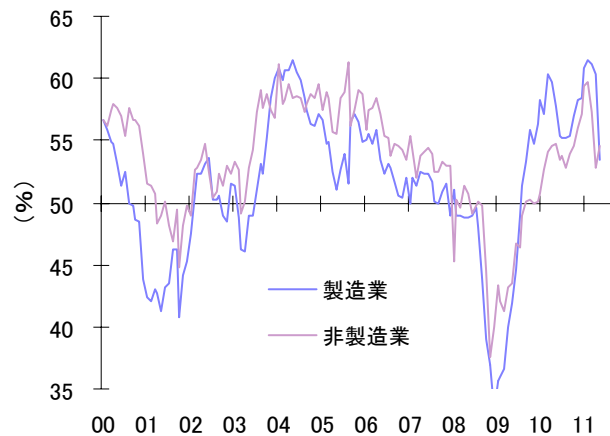
急ブレーキがかかった企業セクター

先週公表された一連の経済指標は、米国経済の減速が足元で一段と強まっていることを改めて確認する内容となった。

5月のISM指数は、製造業が53.5と、前月比6.9ポイントの急低下となり、単月の動きではあるが、景気の二番底懸念が強まった昨年夏場の水準を下回ってきた(第1図)。また、非製造業は54.6と、急低下となった前月からは上昇に転じたものの、改善幅は1.8ポイントと小幅にとどまり、製造業・非製造業ともに企業活動が足踏みを余儀なくされていることを示唆する動きとなった。

また、5月の雇用統計も、非農業部門の民間雇用者数が前月比+8.3万人と、前月の同+25.1万人から大幅に減速、失業率も9.1%と小幅ながら2ヶ月連続で上昇した。景気指標の悪化を受け、ダウ平均株価は4日続落。10年債利回りが年初来最低となる3%前後まで低下するなか、ドル円も約1ヶ月ぶり高値の1ドル=80円台まで下落するなど、金融市場では景気減速懸念を背景としたリスク回避姿勢が強まっている。

第1図:ISM指数の推移



(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

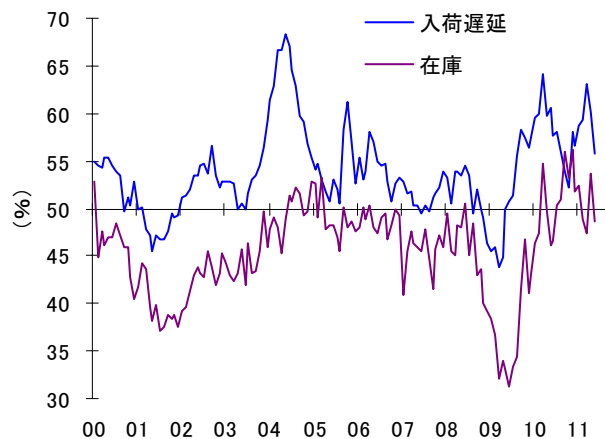
消費減速に震災の影響が相乗

こうした経済指標の悪化を巡る焦点は、足元における景気減速が何によってたらされているかであろう。今のところ、プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁が「雇用統計には失望したが、FRBの中期的な景気展望は変わらない(6日の講演)」と発言したように、足元の景気指標悪化はあくまで一時的、との解釈が一般的であろう。

確かに、5月のISM製造業指数の低下幅は6.9ポイントと、2008年秋のリーマン・ショック直後の4.8ポイントを上回り、やや不連続とも言える急落を示している。3月の日本の大震災に伴うサプライチェーン寸断がラグを伴って大きく影響した可能性が示唆される。

ただ、震災の影響だけで、足元で観察される幅広い経済指標の悪化を説明することも難しいように思われる。

第2図:ISM製造業指数(入荷遅延・在庫)の推移



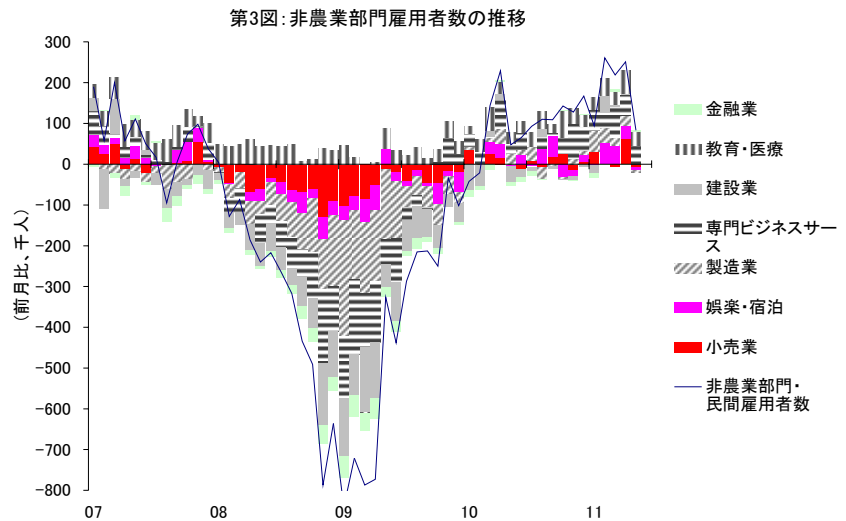
(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ISMの内訳をみても(前頁第2図)、部品調達の遅れが生産活動停滞の主因であれば、入荷遅延(Supplier Deliveries)がより大きく上昇するはずだが、そうした動きにはなっていない。在庫も減少してきてはしているが、低下幅はさほど大きくない。急ピッチで在庫取り崩しがなされているとは言えないだろう。また、肝心の需要動向を反映し、且つ生産活動に対して先行的に動く新規受注指数はトレンドとして低下傾向となっていることや、支払い価格指数が高水準で推移、コスト高が企業収益の下押し要因となっているであろうことも踏まえれば、足元の景気減速は、ガソリン価格を始めとする資源高を受けて個人消費を中心とする需要が減退するなか震災の影響が相乗した、と見るのが妥当であろう。

雇用者数の減速は小売が主導

低調に終わった5月の雇用統計も、資源高に伴う個人消費を中心とした景気減速を示唆する内容となっている。

雇用者数を業種別にみると(第3図)、製造業は7ヶ月ぶりに減少に転じているが減少幅は前月比5千人にとどまっている。製造業のうち、日本の震災の影響が大きいとみられる自動車関連は、自動車・部品が同-3千人となっているが、自動車・部品関連卸売業は同+3千人の増加となるなど、民間雇用者数全体への影響はさほど大きくない。むしろ、足元の雇用減速の主因は、非製造業が中心であり、特に小売や娯楽・宿泊など、個人消費との関わりが深いセクターの減速が主因となっている。



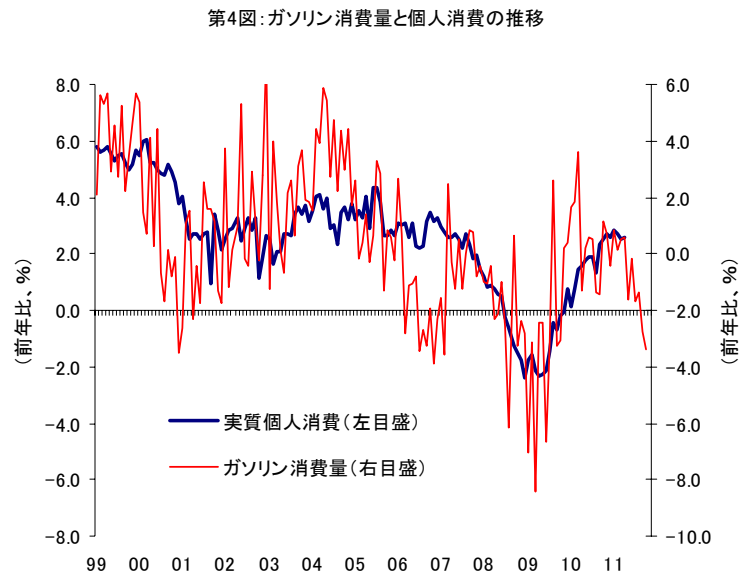
(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

減少傾向が明確化するガソリン消費量

従って、今後の景気展開を占ううえでは、資源価格の動向とそれを受けた個人消費がどうなるかが重要なポイントとなるだろう。

この点、個人消費との相関が強いガソリン消費量が足元で前年比マイナスとなってきたことには注意を要する(第4図)。交通手段を自動車に大きく依存する米国の場合、ガソリン高によりガソリン消費量、すなわち車の利用が減少することは、個人消費の下押しへ直結するためである。

なお、2000年代後半以降、ガソリン消費量は、ガソリン価格が中長期的に高止まりするなか、トレンドとして減少して



(注)ガソリン消費量を6ヶ月先行。
(資料)商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

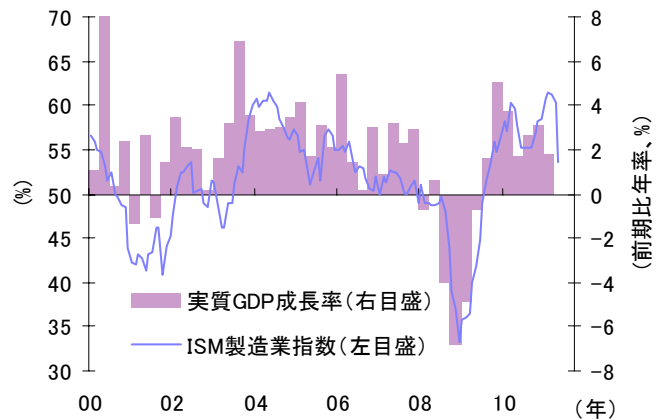
きているようだ。このため、ガソリン消費量のマイナス転化が直ちに個人消費の失速を意味するわけではないが、ガソリン消費量がさらに落ち込んでくれば、個人消費の失速リスクも視野に入れる必要が出てこよう。第4図にある通り、ガソリン消費量は、実質個人消費に約半年先行することを踏まえると、ガソリン高の悪影響という観点からは、個人消費が今後数ヶ月で持ち直してくるかどうかは予断を許さない状況にあると言える。

足元の ISM 指数が示唆するのは 2% 成長？

上述した ISM 指数の水準は景気腰折れや景気後退を意味するわけではない。同統計を公表している ISM（全米供給管理協会）によれば、当月の ISM 製造業指数の 53.5 は、年率換算すれば +3.8% の実質 GDP 成長率に対応する。同指数が景気拡大・縮小の分岐点である 50 を大きく下回ってくるのでなければ、ゼロ成長ないしマイナス成長に陥ることはないと言える。

ただ、ISM 指数と実質 GDP 成長率の相関関係はさほど頑強なものではないが、足元の ISM 指数のレベルは 2% 成長を示唆しているようだ。年後半にかけて 3% 程度の成長パスに復していくためには、今後、ISM 指数が 50 後半程度まで回復してくることが必要なように思われる（第5図）。

第5図：ISM 製造業指数と実質GDP成長率の推移



(資料) 全米供給管理協会、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

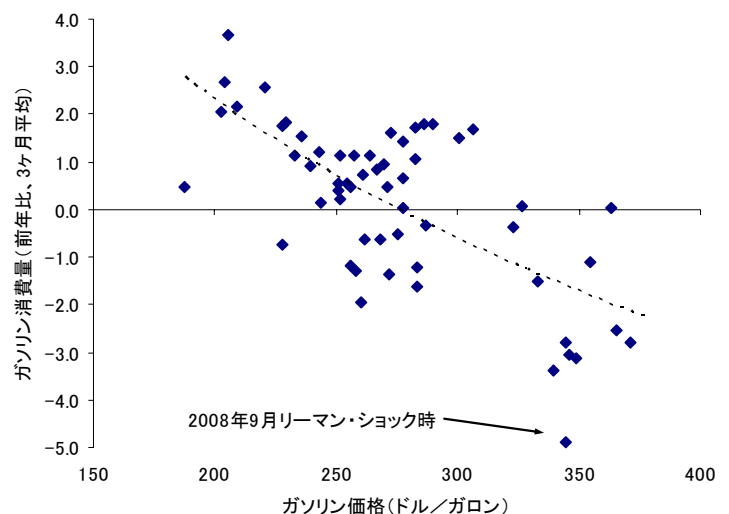
鍵を握るガソリン価格の低下幅とスピード

その場合、景気が個人消費主導で持ち直すためには、上述した通り、消費の下押し要因となっているガソリン価格が明確に下落することが一つの前提条件となるだろう。

ガソリン価格とガソリン消費量の関係からは（第6図）、ガソリン価格が1ガロン=2ドル後半まで上昇すると、ガソリン消費量が弱含むという緩やかな相関関係がみてとれる。上述した第4図と合わせて考えると、個人消費への下押し要因が中立となるには、ガソリン価格は少なくとも1ガロン3ドル半ば程度まで低下する必要があるようだ。

当月は悪化が目立った ISM 指数だが、雇用の約8割を占める非製造業の雇用指数が上昇したことは数少ない明るい材料であった（次頁第7図）。企業の前向きな雇

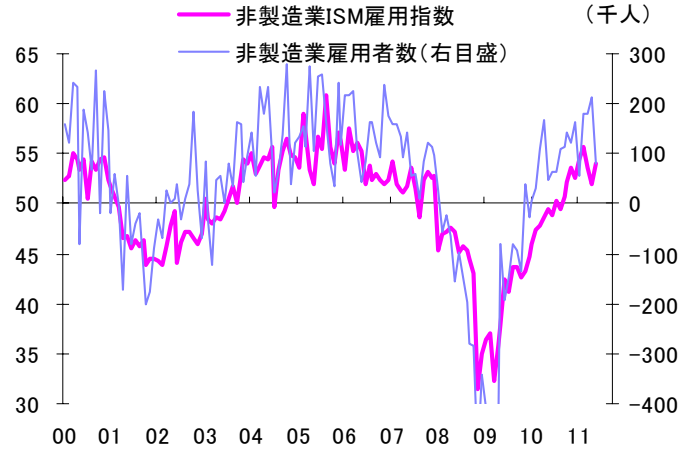
第6図：ガソリン価格とガソリン消費量の関係



(注) データは2006年1月～2011年4月。ガソリン価格(当室による季節調整値)を6ヶ月先行。ガソリン消費量はトレンド控除後。
(資料) 商務省、エネルギー省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

用スタンスが続いている間に、ガソリン価格が明確に低下してくれば、個人消費を中心とした景気回復持続も展望できる。エネルギー省によれば、6日時点のガソリン価格は1ガロン=3.8ドル。原油価格の下落を受け、5月上旬の同4ドル強からは低下に転じてきている。焦点は、今後の低下幅とスピードと言えるだろう。

第7図: ISM雇用指数と雇用の推移(非製造業)



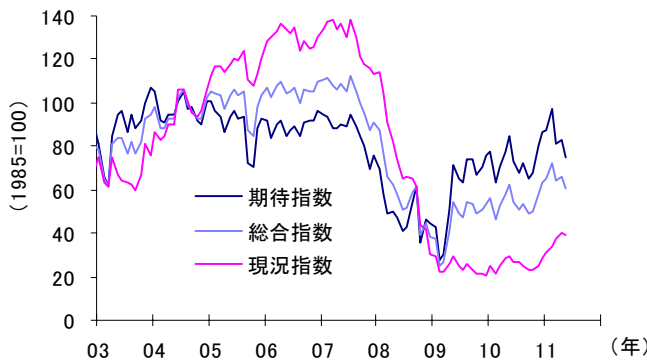
(資料) 全米供給管理協会、米国労働省統計より
三菱東京UF銀行経済調査室作成

< FOCUS >

<経済指標コメント>

➤ **消費者信頼感指数は頭打ち傾向が明確化**：5月の消費者信頼感指数は、期待指数が75.2と大きく低下、現況指数も39.3と8ヶ月ぶりの低下となり、総合指数は60.8と弱含んだ。消費者マインドは2月をピークに頭打ち傾向が明確化してきている。なお、失業率との相関が強い就職困難指数は小幅上昇したものの、低下トレンドは今のところ崩れておらず雇用環境の緩やかな回復傾向を示唆している。

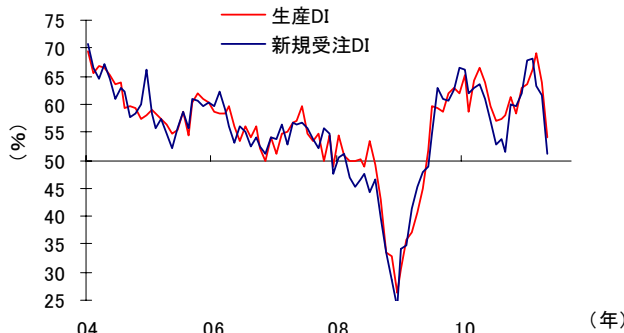
消費者信頼感指数の推移



(資料)カンファレンスボード資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **5月のISM製造業指数は急低下**：5月のISM製造業指数は、総合が53.5、前月比6.9ポイントと1984年以来の下落幅となった。内訳では、新規受注が51.0、前月比10.7ポイントの大幅低下、生産も54.0、前月比9.8ポイントの低下となり、景気の二番底懸念が強まった昨年夏場の水準を下回った。本文の通り、ガソリン高を受けた個人消費減速に日本の大震災によるサプライチェーン寸断の影響が重なった。サプライチェーン混乱の影響は今後徐々に改善していくとみられる一方、消費を中心とした景気減速には引き続き注意が必要。

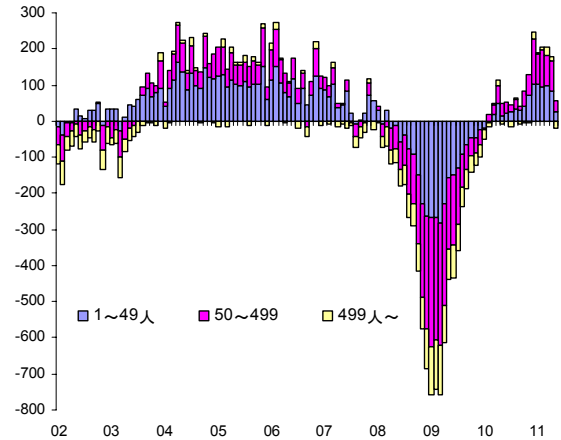
製造業ISM指数—新規受注と生産



(資料)全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **ADP雇用統計も急減速**：5月のADP雇用統計は前月比38千人と、前月の同177千人から急減速を示した。内訳では、中堅・中小企業、大企業ともに減速が鮮明となった。ADP雇用統計も悪化したことは、5月の雇用減速が単月の振れではないことを示唆している。

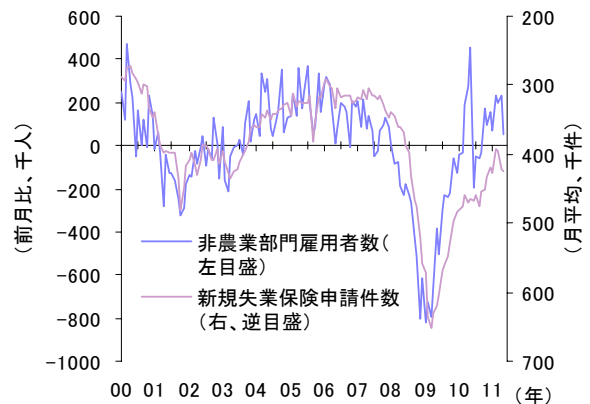
(前月差、千人) ADP雇用統計(従業員規模別)の推移



(資料)ADP資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

➤ **5月の非農業部門雇用者数は前月比+54千人**：5月の非農業部門雇用者数は前月比+54千人、うち民間部門雇用者数は同+83千人と、それぞれ前月の同+232千人、同+251千人から急減速となった。4月中旬以降、上昇に転じていた新規失業保険申請件数から若干ラグを伴って雇用増加ペースの鈍化が確認された格好。新規失業保険申請件数が足元で42万件程度と高止まりしていることを踏まえると雇用増加ペースの急速な回復は見込みにくい。

非農業部門雇用者数と新規失業保険件数



(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<経済指標コメント>



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.