



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

February 8, 2013

<FOCUS>

消費堅調に欠かせない株高

- 今週公表された 1 月の非製造業 ISM は総じて底堅い内容だった。ヘッドラインは前月比小幅の低下にとどまったほか、雇用指数は今次回復局面では最も高水準となった。非製造業の景況感全体としては概ね良好と言えるだろう。
- 他方、今後の需要動向を示す受注関連は斑模様である。輸出受注が大きく改善したのとは対照的に、受注は大幅な低下を示し、昨年 4 月以来の水準まで低下している。当月の ISM は、非製造業セクターの緩やかな回復継続に加え、輸出環境改善が確認できる一方、年初の増税や財政協議長期化を受けて内需の先行きに関しては不透明感が残ることを示唆する内容と言える。
- 内需の回復力の弱さは輸入面にも現れている。ISM における輸入指数は 50 近辺にとどまり、輸出指数に比べ弱めの推移となっている。堅調な輸出と抑制気味の輸入という関係は金融危機後、長期に亘って継続している。内需回復が目指されるなかドル安政策が維持されていることが反映されており、これは今後すぐに変更されることはないと思われる。
- 足元は、引き続き増税を受けた消費動向が最大の焦点である。今後の個人消費の推移はドル安政策の継続期間を占ううえでも注目される。この点、1 月のチェーン・ストア売上が堅調だったことは明るい動きであり、来週公表される小売売上も総じて底堅い内容となることが見込まれる。
- ただ、小売統計は財消費が中心であり株高の好影響が出やすいことや、給与税減税終了の影響はラグを伴って顕現化する可能性があることは割り引く必要がある。個人消費全体の動きを見極めるにはもう少し時間を要するだろう。また、株価や住宅など資産価格上昇による個人消費押し上げ効果も必ずしも安定的ではない。
- 仮に株価上昇が今後の消費性向改善にうまく繋がるとした場合、給与税減税終了による所得押し下げ効果を相殺するためには、1~3 月期の平均株価が昨年 10~12 月期を 10% 前後上回る必要があると試算される。これは S&P500 が 2007 年 10 月のリーマン・ショック前高値を上抜き、3 月末にかけて 1600 ポイントを上回ってくることを意味する。

<FOCUS> 消費堅調に欠かせない株高

非製造業の景況感は概ね良好

今週公表された1月の非製造業ISMは総じて底堅い内容だった。ヘッドライン（総合）は55.2と、前月比▲0.5ポイントの低下にとどまったほか、雇用指数は今次回復局面では最も高い57.5へ上昇した（第1図）。配送時間も3ヵ月振りに50を上回り需給環境が足元改善していることを示している。非製造業の景況感全体としては概ね良好と言えるだろう。

内需の先行きには不透明感

他方、今後の需要動向を示す受注関連は斑模様である。輸出受注が前月比+6ポイントと大きく改善したのとは対照的に、受注は前月比▲3.9ポイントと大幅な低下を示した（第2図）。受注指数は引き続き50を有意に上回っているものの、昨年4月以来の水準まで低下している。

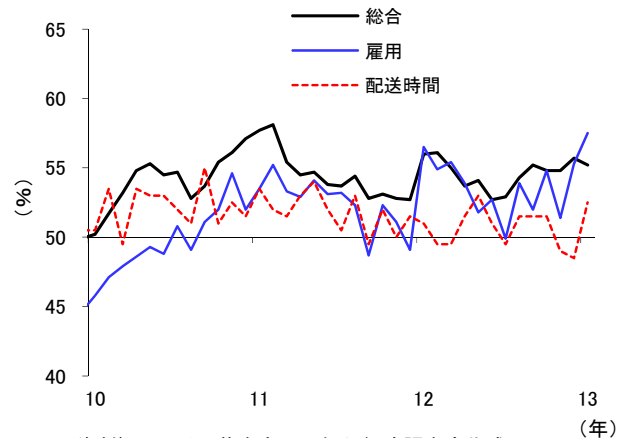
振れを均してみる必要はあるが、当月のISMは、非製造業セクターの緩やかな回復継続に加え、グローバルな輸出環境改善が確認できる一方、年初の増税や財政協議長期化を受けて内需の先行きに関しては不透明感が残ることを示唆する内容と言える。

続く輸入の弱さ

内需の回復力の弱さは輸入面にも現れている。ISMにおける輸入指数（製造業・非製造業の平均）は小幅改善したものの50近辺にとどまり、輸出指数（同）に比べ弱めの推移となっている（第3図）。

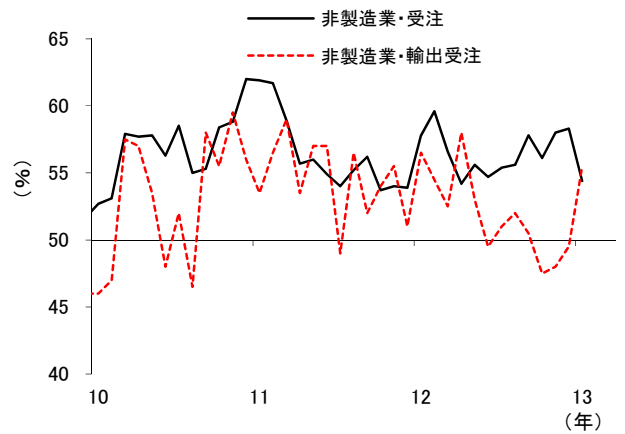
堅調な輸出と抑制気味の輸入という関係は金融危機後、長期に亘って継続している（同図）。金曜日公表された12月貿易収支の改善もこうした流れに沿ったものと捉えられる（同図）。内需回復が目指されるなか、ドル安政策が維持されていることを反映しており、これは今後すぐに変更されることはないと思われる。

第1図：非製造業ISM指数—総合・雇用・配送時間



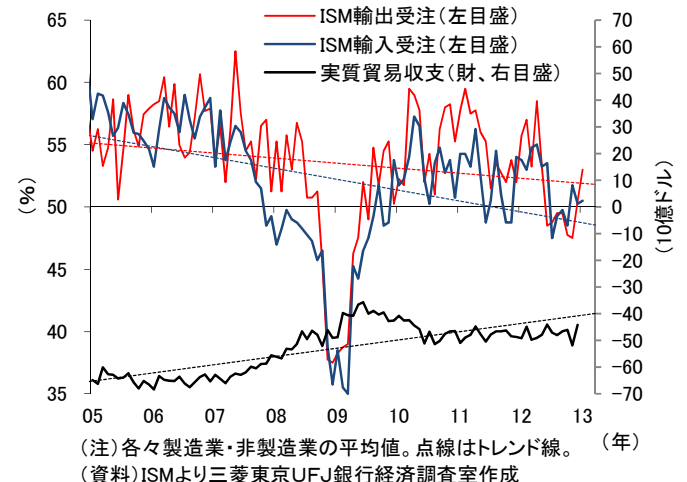
(資料)ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：非製造業ISM指数—受注・輸出受注



(資料)ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ISM—輸出・輸入受注と貿易収支



(注)各々製造業・非製造業の平均値。点線はトレンド線。(資料)ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

1月チェーンストア売上は堅調

足元は年初の増税を受けた個人消費の動向が引き続き米国経済最大の焦点である。今後の個人消費の推移はドル安政策がいつ変化するかを占ううえでも注目される。

この点、今週公表された1月のチェーンストア売上（国際ショッピングセンター評議会、ICSC）が昨年末に続き堅調だったことは明らかな動きである（第4図）。ICSCによるとクリアランスセール等が堅調だった。来週公表される小売売上（商務省）も総じて底堅い内容となることが見込まれる。

資産価格と消費性向の関係は不安定

他方、小売統計は財消費が中心であり株高の好影響が出やすいことや、給与税減税終了の影響はラグを伴って顕現化する可能性は割り引く必要がある。個人消費全体の動きを見極めるにはもう少し時間を要するだろう。

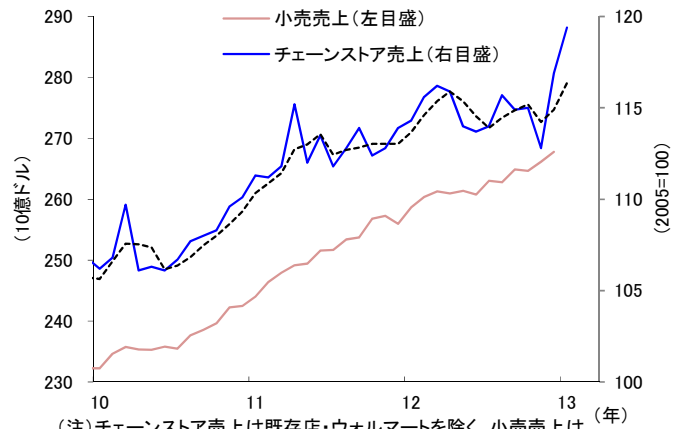
また、このところの株価や住宅など資産価格の上昇がどの程度個人消費を押し上げるかは不透明である。資産価格と消費性向の推移をみると、株価上昇は消費性向改善に繋がるものの、その関係は必ずしも安定的ではない（第5図）。また、住宅価格については、景気変動に遅行することを反映し、短期的な消費性向の動きにはさほど影響していないことがみてとれる。住宅価格の上昇はあくまで中期的な消費性向上昇要因である。

さらなる株高が必要？

仮に株価上昇が今後の消費性向改善にうまく繋がるとした場合、給与税減税終了による所得押し下げ効果（約0.8%）を相殺するためには、1~3月期の平均株価が昨年10~12月期を10%前後上回る必要があると試算される。これはS&P500がリーマン・ショック前高値の1576ポイント（2007年10月11日）を上抜き、3月末にかけて1600ポイントを上回ってくることを意味する。

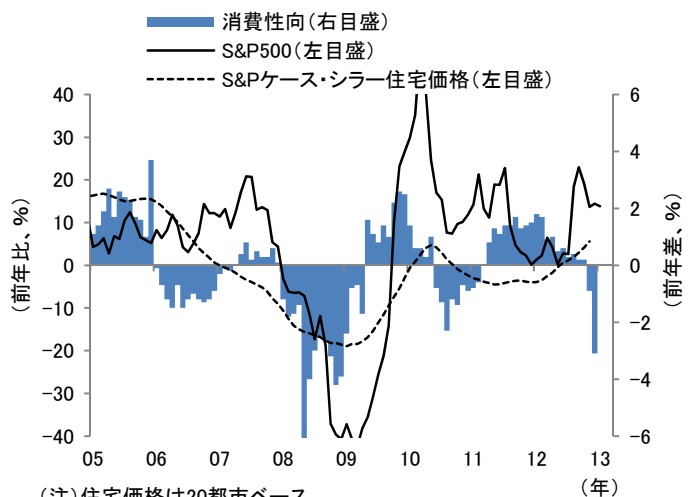
当面の個人消費は失速を回避するものの、減速の動きも出てくると考えられる。株価上昇が続き、個人消費が予想以上に堅調に推移する可能性もあるが、そのためには、今月末にかけた政府・議会の財政協議において、更なる増税の回避と自動歳出削減措置先送りが決定され、財政政策面での不透明感が大きく払拭されることが必要条件であろう。

第4図：小売売上とチェーンストア売上



（注）チェーンストア売上は既存店・ウォルマートを除く、小売売上は建設資材・ガソリン・自動車を除くベース。点線は3か月移動平均。
（資料）商務省、ICSCより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：株価・住宅価格と消費性向



（注）住宅価格は20都市ベース。
（資料）商務省、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<FOCUS>



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.