



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

来週・再来週の Weekly は出張のため休刊となります。どうぞよろしくお願い致します。

February 7, 2014

<FOCUS>

一時的景気減速で試される FRB

- 1月の雇用統計は前月に続き冴えない内容となった。非農業部門雇用者数は前月比+11.3万人と、前月からは改善したものの伸び悩んだ。業種別には、建設業や製造業が増加した一方、レジャー・飲食の伸び悩み、教育・医療、政府部門の雇用減少が重石となった。こうした業種の軟調さは昨年末から続く寒波・降雪の影響が出ているためとみられる。
- 一方、雇用者数が伸び悩んでいる背景は天候要因だけでもない。均してみると専門ビジネスサービスの伸びが鈍化しているほか、通常、天候の影響を受け難い製造業や卸・小売でも昨年11月までの勢いは無い。特に1月の小売業雇用が減少した点は注目される。また、家計調査における悪天候で働けなかった労働者数も27.6万人と概ね平年並みだった。
- 天候以外の要因として大きいのは在庫調整の影響である。昨年後半にかけ、在庫積み増しの動きが加速したが、年末商戦も含めた最終需要の伸びに限られるなか、在庫圧縮に向けて受注(=発注)が抑制される局面に入っている。在庫調整が長引けば雇用面にも影響が出てくるため、目先2~3ヵ月で調整に目途がつくかが焦点だ。
- 個人消費が堅調さを維持できれば在庫調整は軽度で済むが、足元の消費は雇用者所得との乖離がやや目立つ。所得を上回る消費の伸びは、株高による消費性向上昇の影響が大きい。そのため、今後の株価上昇ペースが昨年後半に比べ緩やかになれば、資産効果も幾分低下するとみられる。
- 天候要因と在庫調整に、株高による資産効果の逡減が加わり、景気は短期的には減速方向と予想される。他方、シェールオイル生産拡大が石油製品の輸入減・輸出増を通じ2013年の成長率に+0.3%寄与した点は注目される。こうした外需の構造的改善や世界経済の回復基調、米国の財政緊縮緩和等も踏まえると、目先の景気減速に過度の懸念は不要だろう。
- こうしたなか、FRBは景気回復を確認しつつ徐々に量的緩和縮小を進めるのがメインシナリオだ。ただ、イエレン議長体制下の政策はまだ明確ではない。仮に、一時的な景気減速に配慮し、緩和縮小ペースを調整する姿勢を示す場合には、量的緩和(=ドル安)長期化、貿易赤字縮小による米国成長という点で世界経済にとって大きな意味を持つであろう。

<FOCUS> 一時的景気減速で試される FRB

12月に続き冴えなかった雇用統計

1月の雇用統計は前月に続き冴えない内容となった¹。非農業部門雇用者数は前月比+11.3万人と、民間部門が牽引する形で前月の同+7.5万人からは改善したものの伸び悩み、3ヵ月移動平均は同+15.4万人まで低下した（第1図）。

業種別内訳では、建設業が前月からの反動で増えたほか、製造業も増加幅が拡大した一方、レジャー・飲食や専門ビジネスサービスが伸び悩んだほか、小売と教育・医療、政府部門の雇用が減少し、重石となった。このうち、天候の影響を受けやすいのは、レジャー・飲食や建設、教育・医療等であり、こうした業種の軟調さは昨年末から続く寒波・降雪の影響が出ているためとみられる。

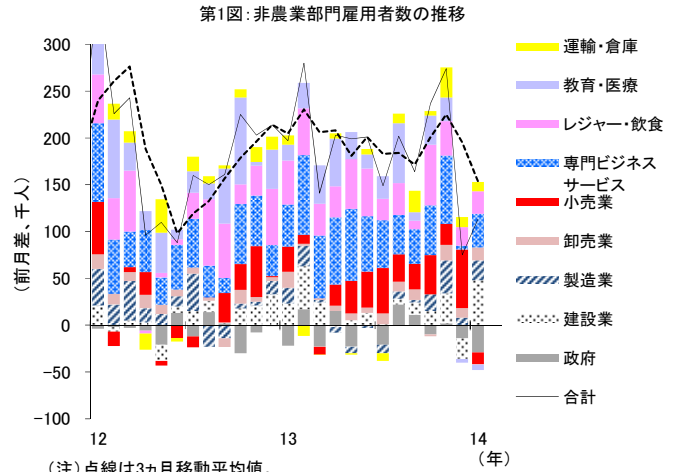
天候要因が中心だが、、、

一方、雇用者数が伸び悩んでいる背景は、天候要因だけでもないだろう。昨年9月～11月と12月～1月の雇用者数の増減を比較すると、雇用を牽引する専門ビジネスサービスの伸びが鈍化しているほか、通常、天候の影響を受け難い製造業や卸・小売でも昨年11月までの勢いは無い。特に1月の小売業雇用が減少した点は注目される。

また、家計調査における悪天候で働けなかった労働者数はさほど多くなかった。1月は27.6万人だったが、これは概ね平年並みであり、例えば2010年・2011年初と比べて天候の影響は小さいこと、裏返せば天候要因以外にも影響していることが示唆される（第2図）。

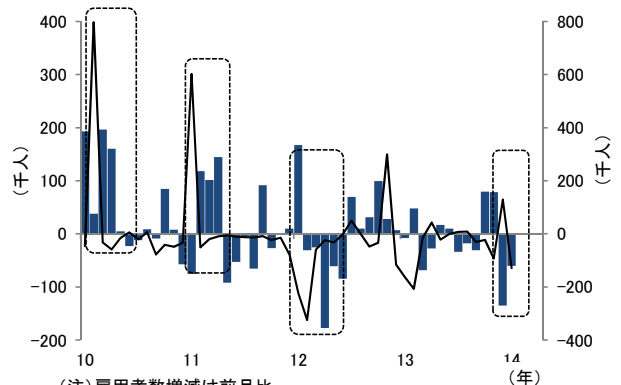
在庫調整は継続中

天候以外の要因として大きいのは在庫調整の影響であろう。昨年後半にかけ、在庫積み増しの動きが加速したが、年末商戦も含めた最終需要の伸びに限られるなか、昨年末以降は、在庫圧縮に向けて受注（=発注）が抑制される局

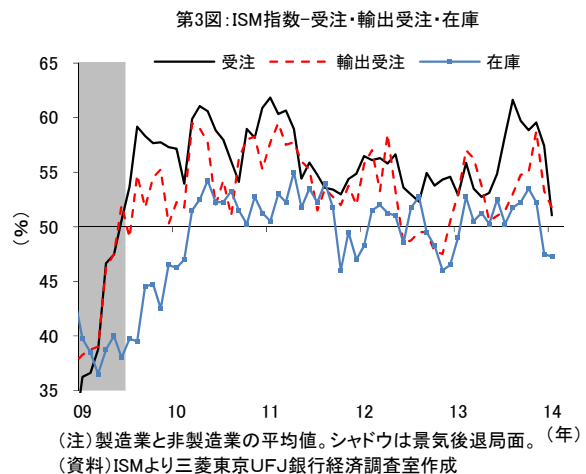


(注) 点線は3ヵ月移動平均値。
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：悪天候で働けなかった労働者数と雇用の増減ペース
■ 非農業部門雇用者数増減(当月実績-前3ヵ月平均、左目盛)
— 悪天候で働けなかった労働者数(過去5年平均との差、右目盛)



(注) 雇用者数増減は前月比。
(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



(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

¹ 詳細は本日付 Diary ご参照。

面に入っている。これは、ISM における受注と在庫指数の動きから明確にみてとれる（前頁第3図）。

在庫調整も短期的な景気変動要因に過ぎない面はあるが、目先の成長押し下げ要因になる公算が大きいため注視は必要である。在庫調整が短期かつ軽度であれば影響は限られるものの、それに伴う受注の弱含みが長引く場合には、雇用面にも影響が出てくる可能性はある²。目先2~3ヵ月で在庫調整に目途がつくかが焦点となろう。

株高による資産効果は逡減方向

個人消費が堅調さを維持できれば、在庫調整が軽度で済む可能性は高まる。ただ、昨年末にかけて伸びを高めてきた実質個人消費は雇用者所得との乖離がやや目立ってきている（第4図）。

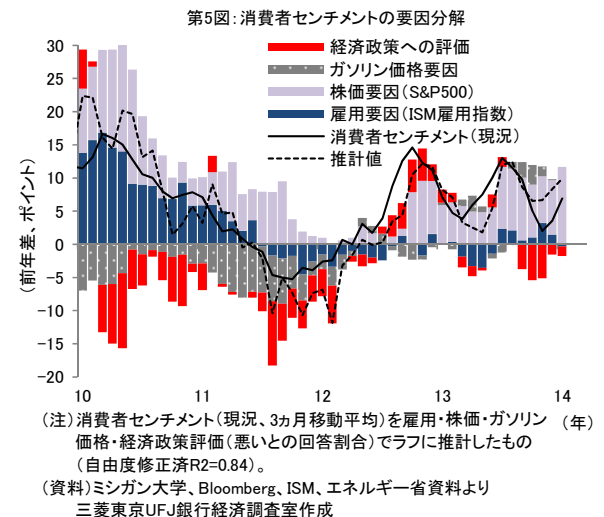
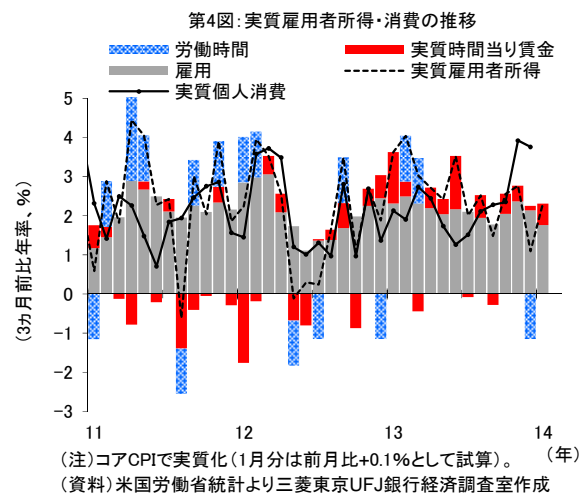
雇用者所得を上回る消費の伸びは、株高によるマインド改善と消費性向上昇を反映している。足元の消費マインドをラフに分解すると（第5図）、昨年後半以降のマインド改善には、予算協議妥結等による財政リスク低下もプラスに効いているが、昨年末にかけて株高に大きく支えられていることがみてとれる。一方、雇用回復やガソリン価格低下によるマインドの押し上げ効果は今のところ限定的である。

FRB による量的緩和縮小やそれに伴う内外金融市場の不透明感を背景に、今後の株価上昇ペースが昨年後半に比べ緩やかになれば、株高による消費押し上げ効果も幾分低下するとみておくのが妥当であろう。

シェールオイルが押し上げる外需

短期的には、天候要因と在庫調整に、株高による資産効果の逡減も加わり、景気は減速方向と予想される。昨年第4四半期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.2%と堅調だったものの、輸出の一次的急増も重なっており、このまま+3%超の成長が持続するとは考え難い。今週公表された12月の貿易統計でも、輸出急減を受けて、貿易赤字は3ヵ月振り水準に拡大している（実質・財ベース）。

他方、貿易統計に関し中期的視点から注目されるのは、シェールオイル生産拡大に伴い、外需による牽引力が構造的に高まりつつある点である。2013年の純輸出は金融緩和に伴うドル安が奏功し3年連続でプラス寄与を示した。内訳をみると、石油製品等の輸入減少・輸出増加の影響が拡大し、実質 GDP 成長率を約0.3%押し上げた形となっている（次頁第6図）。目先、米国の成長率は2%台へ低下が見込まれるものの、こうした外需の構造的改善や世界経済の回復



² 1月10日付 Weekly「悪天候で雇用下振れ、今年の3%成長は目標値」ご参照。
BTMU Focus USA Weekly February 7, 2014

基調持続、米国における財政緊縮の緩和なども踏まえれば、やや速すぎたペースからの一時的減速であり、緩やかな回復基調自体は変わらないとみていいだろう。

FRB 新体制のスタンスはこれから

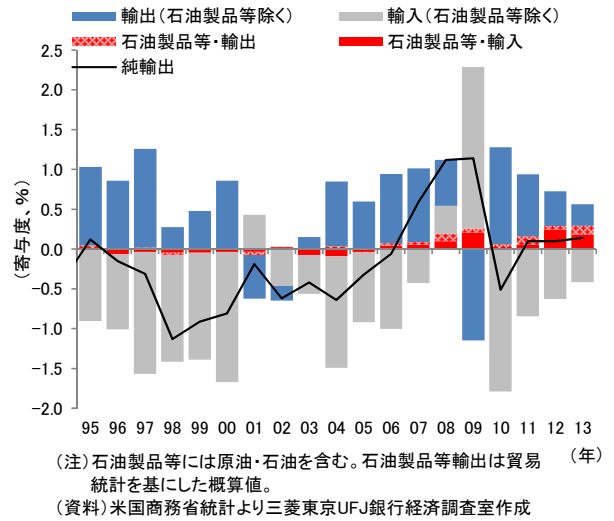
こうしたなか、FRB はこれまで通り景気回復を確認しつつ、緩やかなペースで量的緩和縮小を進めるというのがメインシナリオだ。

ただ、イエレン議長体制は始まったばかりであり、FRB の政策判断はまだ明確ではない。今後、一時的な景気減速を懸念して、量的緩和縮小ペースを微調整するような姿勢を示す可能性もゼロではないだろう（新興国不安等を背景に世界経済が失速リスクに直面すれば別だが）。仮に、来週

11日・13日の議会証言や、3月のFOMC後の記者会見などでそうしたスタンスが打ち出された場合には、量的緩和政策（≒ドル安政策）の長期化、貿易赤字縮小による米国成長の継続、という意味で世界経済、特に輸出国にとって大きな意味を持つだろう。

<FOCUS>

第6図：純輸出の実質GDP成長率への寄与





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.