



# 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

Toshiki Iwaoka | 岩岡 聰樹

Managing Director and Chief Economist

+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

August 8, 2014

## <FOCUS>

### 景気・賃金いずれも“緩やかな回復”へ

- これまでに公表された7月の経済指標は、年後半の米国経済が好スタートを切ったことを示しているようにみえるが、単月の動きで評価するのは時期尚早だろう。まず、7月ISMは製造業・非製造業ともに高水準を記録したものの、これには反動増の要因も効いている。特に非製造業・受注指数の急上昇については、昨年末から春先にかけて受注抑制の反動が強く出たとみるのが自然だ。過去、同指数が60台半ばをつけたのは2003年と2005年で、それぞれイラク戦争による落ち込みからの反動増局面と住宅バブル期にあたる。
- 7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が6ヵ月連続で20万人以上の増加となったものの、増加幅は4~6月期平均の同+27.7万人から縮小した。民間部門の雇用者数は同+19.8万人、週平均労働時間は4ヵ月連続で横這いとなり、労働投入量は3ヵ月前比年率+2.4%と5月をピークにやや頭打ちとなっている。ISMと合わせてみると、足元の米国経済は+3%成長近辺で推移している一方、反動増要因が徐々に剥落するなか、高めの成長ペースが持続するには、足元並みの労働投入量やISM指数の水準が維持されるかが、今後の焦点だ。
- 一方、均してみれば緩やかな景気回復が持続するなか、需給ギャップは徐々に改善する方向にある。ISM非製造業における配送時間は普段あまり注目されない指標だが、同指数の12ヵ月移動平均は長期平均52.6を引き続き下回り、デフレ・ギャップ残存を示唆する反面、その乖離幅はごく緩やかな縮小傾向にある。
- こうした需給バランスの推移が示唆するのは、今後も緩やかな景気回復が持続すれば、インフレ率や賃金はごく緩やかに上昇する方向にあるということであろう。7月雇用統計後、報道等でみる限り賃金は上がらないと捉える見方が多かったように思われるが、賃金上昇率の上位5業種と下位5業種にわけて平均賃金上昇率をみると、賃金の緩やかな改善トレンド自体は維持されている。年後半予想される+3%前後の成長ペースは、賃金の急上昇は意味しない一方、賃金が上がらないとの見方に偏るのもリスクがあるということになるだろう。

<FOCUS> 景気・賃金いずれも“緩やかな回復”へ

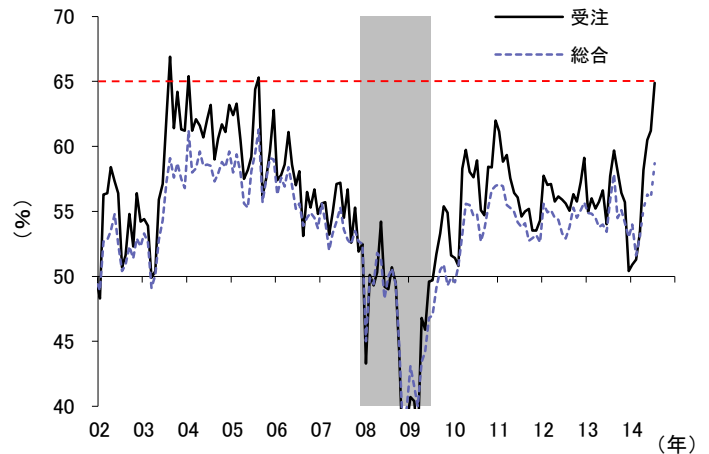
ISM の好調さと留意点

これまでに公表された7月の経済指標は、年後半の米国経済が好スタートを切ったことを示しているように見えるが、年初の落ち込みからの反動増の影響で、景気の基調がやや見え難くなっていることもあり、単月の動きで評価するのは時期尚早だろう。

まず、7月のISMは製造業が57.1、非製造業が58.7と、それぞれ2011年・2005年以来の高水準を記録したが、これには反動増的要素も効いているとみられる。

特に非製造業については受注指数が64.9と、今回回復局面で最も高い水準へ急上昇したものの、昨年末から春先にかけて受注抑制の反動が単月の動きとして強く出たとみるのが自然だ(第1図)。同指数が60台半ばをつけたのは、2003年と2005年だが、前者はイラク戦争による落ち込みからの反動増の局面、後者は住宅バブル期にあたる。また、経験則的にはその後反落を余儀なくされている(同図)。

第1図: ISM非製造業-総合指数と受注指数



(注)シャドウは景気後退局面。  
(資料)ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

労働投入量の急増は一服

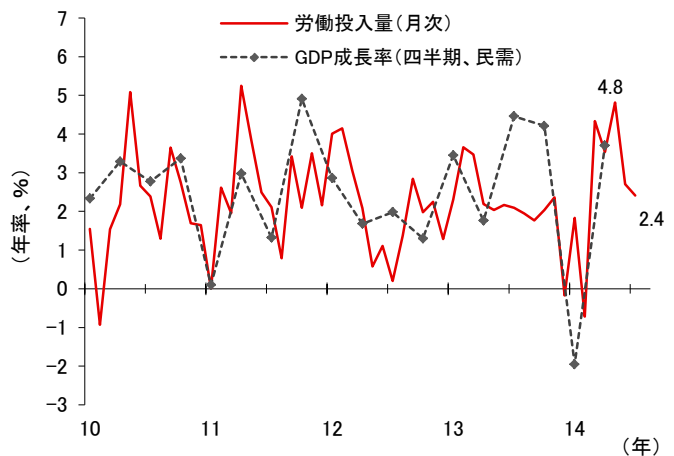
また、7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が6ヵ月連続で20万人以上の増加となったものの、増加幅は前月比+20.9万人と、4~6月期平均の同+27.7万人から縮小した。

民間部門でみると、雇用者数は同+19.8万人と20万人台を小幅割り込んだほか、週平均労働時間も34.5時間と4ヵ月連続で横這いとなった。この結果、労働投入量は3ヵ月前比年率+2.4%と、5月をピークにやや頭打ちとなっている(第2図)。

投入面から捉えると、1~3月期の生産活動落ち込みからの反動増は、4~6月期に大きく顕在化した後、足元は徐々に剥落しつつあると判断される。

上記ISMと合わせてみると、7~9月期の米国経済は+3%成長近傍のスタートを切ったと考えられる反面、反動増要因が徐々に剥落するなかで高めの成長ペースを維持するには、足元並みの労働投入量の伸びが維持されるか、また、ISM指数(製造業・非製造業平均)が50台後半を維持するか、を今後確認することが必要となる。

第2図: 労働投入とGDP成長率(民間)



(注)労働投入量は民間、3ヵ月前比年率ベース。  
(資料)米国労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 需給ギャップ残存も徐々に改善中

均してみれば緩やかな景気回復が持続するなか、需給ギャップも徐々に改善する方向にある。

ISM 非製造業における配送時間指数は、振れが大きいこともあって普段あまり注目されない指標だが、マクロの需給環境を把握するうえでは参考になる。

同指数の12ヵ月移動平均をみると、長期平均の52.6を引き続き下回っており、デフレ・ギャップ残存を示唆している。過去、デフレ・ギャップがインフレ・ギャップに転じた90年代後半や、2004年～2006年頃と比べると、需給バランスの改善余地は大きい。一方で、その乖離幅は傾向としてはごく緩やかな縮小過程にある(第3図)。なお、足元でやや改善ペースが遅れているように見えるのは、年前半の低成長が影響しているのかもしれない。

### インフレ率・賃金はジリジリ上昇へ

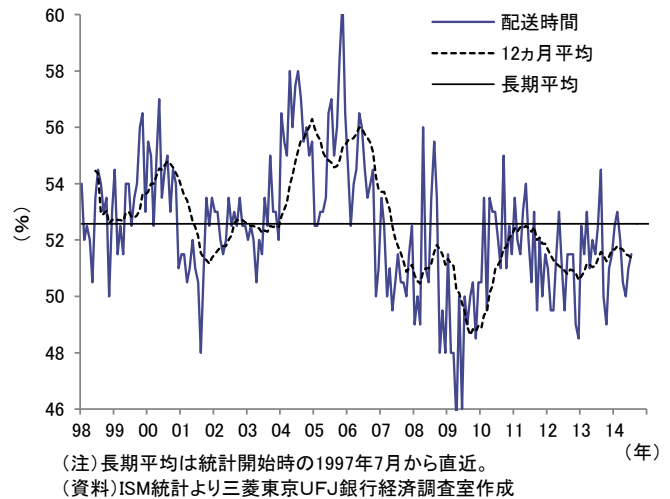
こうした需給バランスの推移が示唆するのは、今後も緩やかな景気回復が持続すれば、インフレ率や賃金は、ごく緩やかながらも上昇する方向にあるということであろう。

7月雇用統計における時間当たり賃金(全労働者)が前年比+2.0%の上昇にとどまったため、報道等でみる限り、賃金は当面上がらないと捉える見方が多かったように思われる。

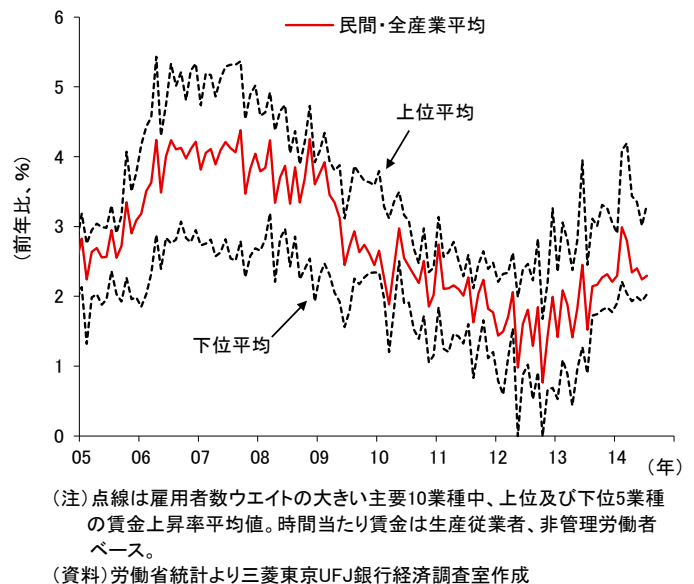
しかし、業種別賃金データから、それぞれ賃金上昇率が高い5業種と低い5業種に分けて平均賃金上昇率をみると(長期データが取れる生産従業者・非管理労働者ベース)、賃金の緩やかな上昇トレンド自体は維持されているようだ(第4図)。年後半予想される+3%前後の成長ペースは、賃金急上昇は意味しない一方で、賃金が上がらないとの見方に偏るのもリスクがあるということになるだろう。

(岩岡聰樹)

第3図: ISM非製造業—配送時間



第4図: 時間当たり賃金の推移





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.