



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

来週・再来週の Weekly は出張等のため休刊となります。どうぞよろしくお願ひ致します。

August 15, 2014

<FOCUS>

景気を左右し続ける在庫変動

- 7月の小売売上は全体が前月比横這いにとどまるなど弱めだったが、さほど懸念は要らないとみられる。小売売上は悪天候後の反動増要因が剥落することで急減速しているようにみえるためだ。消費マインドは総じてしっかりしており、7月の実質雇用者所得も前年比+2%強の伸びを維持している。冬場の悪天候後の振幅を除けば、小売売上の推移は足元の雇用所得環境と概ね整合的である。
- 足元の小売売上減速を過度に懸念する必要はない一方、昨年終盤以降、住宅市場が軟調に推移した影響が今後、小売売上に出てくる可能性は残る。小売売上の内訳では、住宅販売の影響が出やすい家具店や電気店売上が伸び悩む反面、建設資材・園芸店などは堅調に推移、その影響はまだ明確でない。しかし、住宅販売が小売売上に影響するまでのラグは約1年と長い間、昨年後半の住宅販売失速が影響するとすれば今年後半である。
- 小売売上が反動増要因の剥落からペースダウンするなか、1月をピークに低下傾向を辿ってきた小売業の在庫売上高比率（6月）は小幅ながら上昇に転じてきた。今年1~3月期は在庫調整が実質GDP成長率を前期比年率▲1.2%押し下げ、逆に4~6月期は在庫復元の動きが同+1.7%押し上げたが、足元の小売売上や在庫売上高比率の推移からすると、7~9月期には在庫投資による押し上げ効果が剥落する公算が大きい。
- こうした短期の在庫変動を注視せざるをえないのは、過去に比べると最終需要がやはり弱いためである。長い目でみると、個人消費を中心とする最終需要の伸び悩みを背景に成長率の天井が下がるなか、在庫の寄与率が相対的に上昇し、在庫変動が短期の景気動向を左右してしまう姿が続いている。
- 他方、労働市場の改善持続は個人消費を中心とする最終需要拡大に向けた明るい材料。今週公表の雇用動態統計（6月）では離職率が2.1%と、今回回復局面で最も高い水準へ上昇し、前回回復局面のボトムを漸く上回ってきた。離職率の上昇は転職活動の増加を示し、賃金上昇率を徐々に押し上げる方向に作用する。来年に向け、労働需給の引き締まりを背景に賃金が伸びを高めれば、消費増を中心とする自律回復軌道が視野に入り、景気が短期の在庫変動に左右される度合いも逡巡していきであろう。

<FOCUS> 景気を左右し続ける在庫変動

小売売上の鈍化の主因は反動増剥落

7月の小売売上は全体が前月比横這いとどまるなど弱めだったが、さほど懸念は要らないとみられる。小売売上が春頃に高い伸びを示したのは、冬場の悪天候で消費が抑制された反動によるものであり、足元はその反動増要因剥落で小売売上が急減速しているようにみえるためだ（第1図、実質・3カ月前比ベース）。

この間、消費マインドは総じてしっかりしており、金曜日に公表された8月のミシガン大学消費者センチメント（現況指数・速報値）は99.6と、今回回復局面で最も高い水準へ回復した。7月の実質雇用者所得も時間当たり賃金は伸び悩んでいるものの、雇用増を背景に前年比+2%強の伸びを維持している（第2図）。悪天候後の振幅を除いてみれば、小売売上の推移は足元の雇用所得環境と概ね整合的である。

住宅販売鈍化が影響する可能性は残存

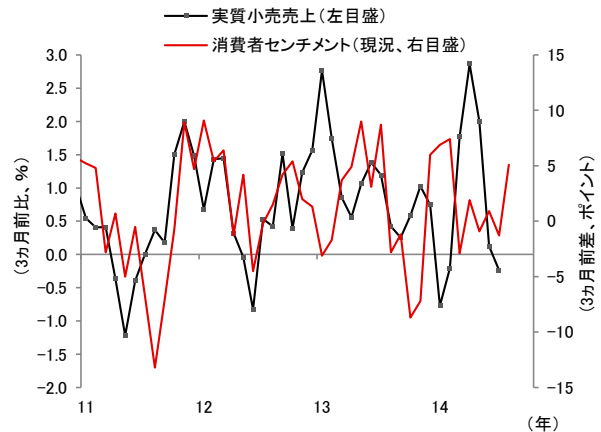
緩やかな雇用回復持続もあって、足元における小売売上の減速を過度に懸念する必要はない一方、昨年終盤以降、住宅市場が軟調に推移した影響が今後、小売売上に出てくる可能性は引き続き残っている。

小売売上の中身をみると、住宅販売の影響が出やすいとみられる家具店や電気店売上が伸び悩んでいる反面、建設資材・園芸店などは堅調に推移しており、その影響は今のところ明確ではない。しかし、住宅販売が小売売上に影響を及ぼすまでのラグは1年程度と長く、住宅販売が失速したのが昨年後半以降であることを踏まえると、その影響が出てくるのはラフに今年後半となる。当面は住宅販売の持ち直しが続くかどうか¹と合わせて確認していく必要がある（第3図）。

小売在庫率が小幅上昇

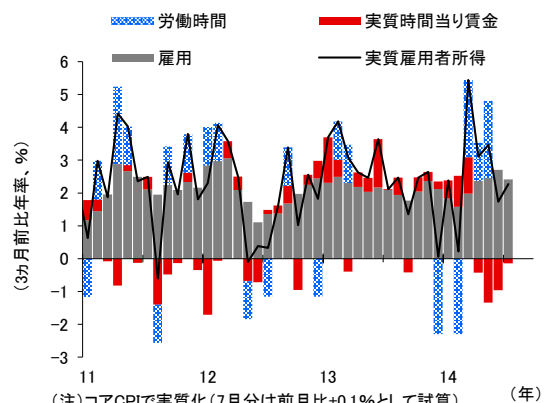
小売売上が反動増要因の剥落からペースダウンするなか、1月をピークに低下傾向を辿ってきた小売業の在庫売上高比率（6月）は小幅ながら上昇に転じてきた（次頁第4図）。

第1図：消費者センチメントと実質小売売上



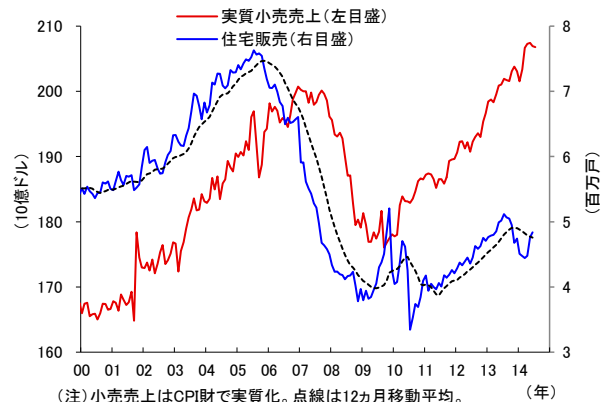
(注) 小売売上高(除く飲食店)をCPI財で実質化したもの。直近7月はPPI・消費財を用いて試算。
(資料) 商務省、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：実質雇用者所得の推移



(注) コアCPIで実質化(7月分は前月比+0.1%として試算)。
(資料) 米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：住宅販売と小売売上



(注) 小売売上はCPI財で実質化。点線は12ヵ月移動平均。
住宅販売は一戸建ベース、新築+中古。
(資料) 米商務省、労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 7月25日付 Weekly「住宅市場は“短期”持ち直し局面」ご参照。
BTMU Focus USA Weekly August 15, 2014

今年初は昨年後半にかけて積み上がった在庫が調整局面入りし、1～3月期の実質GDP成長率を1.2%押し下げ、逆に4～6月期は在庫復元の動きが1.7%押し上げたが、足元の小売売上や在庫売上高比率の推移からすると、少なくとも7～9月期は在庫投資による押し上げ効果が剥落する公算が大きい。

在庫循環が景気を左右

こうした短期の在庫変動を注視せざるをえないのは、過去に比べると最終需要がやはり弱いためだ。

実質GDPベースでみると、在庫投資の変動幅が拡大したり、GDP全体への寄与度が高まっているわけではない。しかし、長い目でみると、個人消費を中心とする最終需要の伸び悩みを背景に成長率の天井が下がるなか、在庫の寄与率が相対的に上昇し、在庫変動が短期の景気動向を左右してしまう姿が続いている（第5図）。

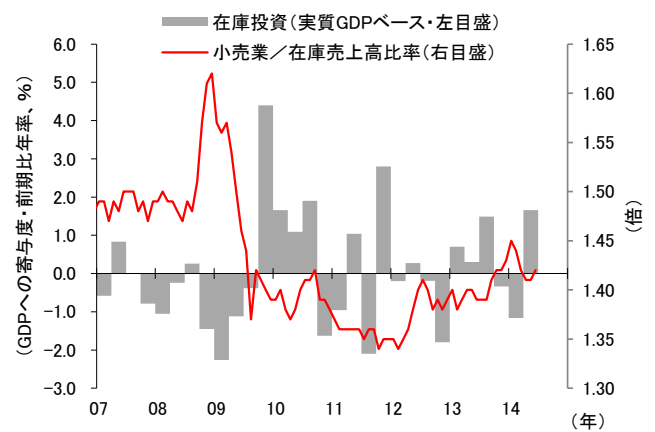
離職率上昇は明るい材料、在庫変動の影響度は来年以降逓減へ

他方、労働市場が引き続き改善傾向にある点は、個人消費を中心とする最終需要拡大に向けた明るい材料である。今週公表された雇用動態統計（6月）では、離職率（民間ベース）が2.1%と、今回の回復局面では最も高い水準へ上昇し、前回回復局面（2002年～2007年）のボトムである2.0%を上回ってきた（第6図）。

こうした離職率の上昇は、労働市場の改善を受けた転職活動の増加を示しており、賃金上昇率を徐々に押し上げる方向に作用する公算が大きい²。来年にかけ、労働需給の引き締まりを背景に賃金が伸びを高める状況まで達すれば、個人消費の増加を中心とする自律回復軌道に復することが期待できる。景気が短期の在庫変動に左右される度合いも逓減していくだろう。

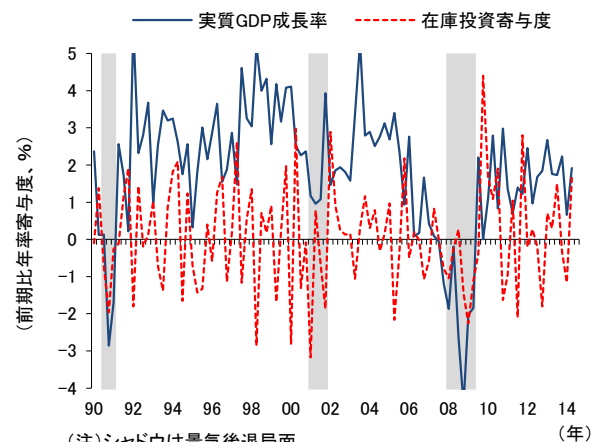
（岩岡聡樹）

第4図：小売業・在庫売上高比率とGDP在庫投資



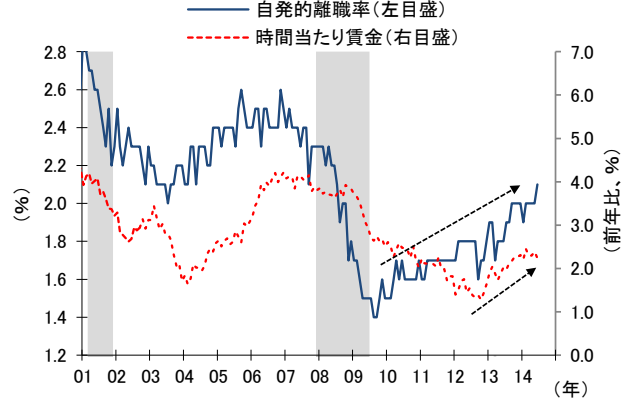
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：実質GDP成長率と在庫投資寄与度



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

第6図：自発的離職率と時間当たり賃金



(注) シャドウは景気後退局面。時間当たり賃金は生産従業者、非管理労働者ベース。
(資料) 労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² 4月11日付 Weekly「求人データが示す長期金融緩和の奏功」ご参照。
BTMU Focus USA Weekly August 15, 2014



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.