



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

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

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

A member of MUFG, a global financial group

May 21, 2015

<FOCUS>

景気は緩やかながら持ち直し、消費加速の鍵を握るガソリン価格下落の影響

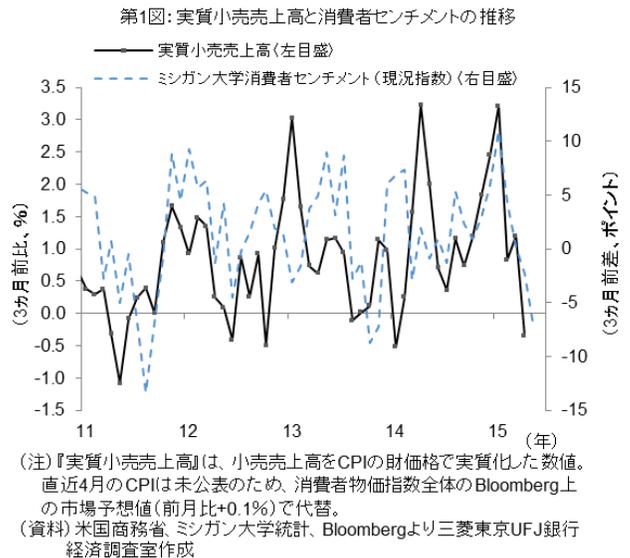
- 先週公表された4月の小売売上高は前月から横這いに止まる等弱めだったが、3月が悪天候からの反動増で大きく上昇した後だけに、基調は読みづらい。気懸かりなのは、足元の弱めの消費はセンチメントの軟化を伴っているようにもみえる点である。
- 一方、低迷してきた製造業の景況感には漸く持ち直しの兆しが出てきた。5ヵ月連続して低下していたISM製造業指数は4月に横這いとなったが、受注・在庫バランスは、先行きの総合指数の上昇を示唆している。
- 景気全体の動向について、週次で算出している「BTMU US ビジネスバロメーター」指数でも確認すると、1-3月期は前期比▲1.1%であったが、4-6月期はこれまでのところ前期比+1.4%となっており、緩やかな景気回復を示している。
- なお、低迷した1-3月期の実質GDPについては、マイナス成長へ下方改訂されそうだが、FRBは季節調整難が1-3月期の下振れを大きくした一因との見方を強めているようであるため、回復局面でのマイナス成長は勿論異例だが、金融政策判断において、この“振れ”自体はそれほど問題視されないであろう。
- 当面の景気の焦点は、製造業景況感の回復度合いに加えて、個人消費が加速するかどうかである。足元の消費者センチメントを5項目から成るラフな推計値と比較すると、下方に乖離している。乖離のタイミングや幅を考慮すると、ガソリン価格下落が今のところ消費者センチメントを十分に押し上げていない可能性が高そうだ。
- この背景は明確ではないが、下落した原油価格の持続性が疑問視され、消費拡大までに時間を要している可能性が考えられる。今回の原油価格下落は、過去20年程度で見ればリーマン・ショックに次ぐ大きさであるものの、下落を一言で説明し得る“ショック”と呼ばれるほどの事象までは発生していないため、持続性が疑問視され易いとも言えよう。実際、消費者の短期（今後1年）の期待インフレ率をみると、ガソリン価格の変動に比べ低下幅が限定的となっている。今後、低水準のガソリン価格が持続することで、徐々に消費へのプラス影響が拡大するとみられる。

<FOCUS>景気は緩やかながら持ち直し、消費加速の鍵を握るガソリン価格下落の影響

4月の小売売上高は弱め

先週公表された4月の小売売上高は前月から横這いに止まる等弱めだったが、3月が悪天候からの反動増で大きく上昇（前月比+1.1%）した後だけに、基調は読みづらい。

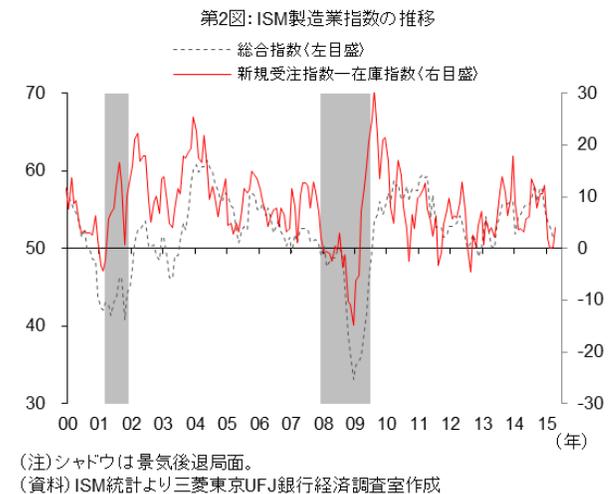
気懸かりなのは、同じく先週公表の5月の消費者センチメント（ミシガン大学調査、速報値）が約2年ぶりの悪化幅（前月比▲7.3ポイント）を記録したため、足元の弱めの消費はセンチメントの軟化を伴っているようにもみえる点である（第1図）。小売売上高と消費者センチメントはともに改訂される可能性があり、月々の振れも大きいいため、翌月以降の結果を注視する必要がある。



製造業の景況感に漸く持ち直しの兆し

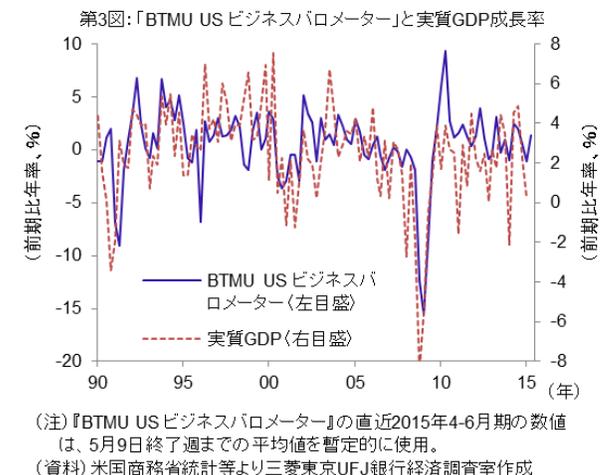
一方、低迷してきた製造業の景況感には漸く持ち直しの兆しが出てきた。5ヵ月連続して低下していたISM製造業指数は4月に横這い（51.5）となったが、内訳をみると新規受注指数が上昇した一方、在庫指数が低下（第2図）。このような受注・在庫バランスは、先行きの総合指数の上昇を示唆している。

受注が持ち直した背景には、これまでの「ドル高・原油安」トレンドが3月中旬を境に反転したことや、進んできたドル高・他通貨安を受け海外景気が一部で幾分持ち直したこと等が指摘できそうだ。4月の輸出受注指数は4ヵ月ぶりに（拡大と縮小の境目である）50を上回った。



4-6月期景気はこれまでのところ緩やかに回復

景気全体の動向について、週次で当方が算出している「BTMU US ビジネスバロメーター」指数でも確認すると¹、1-3月期（平均）は前期比▲1.1%であったが、4-6月期はこれまでのところ前期比+1.4%となっており、緩やかな景気回復を示している（第3図）。但し、5月に入ってから当指数は2週連続で低下しており、足元で景気が加速しているわけではなさそうだ。



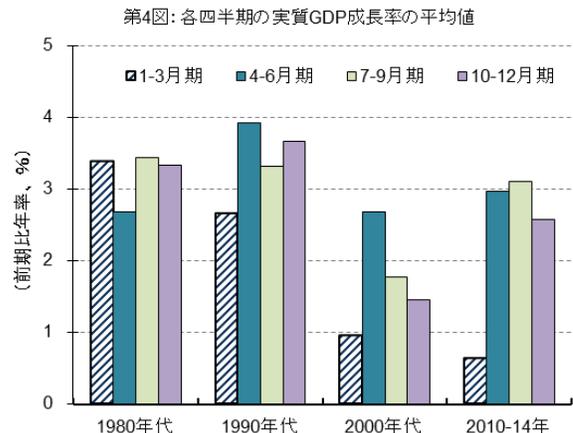
¹ 「BTMU US ビジネスバロメーター」は10種類の週次データを元に算出。具体的には、チェーンストア売上、MBA 住宅ローン購入指数、興行収入、自動車生産、トラック生産、木材生産、鉄鋼生産、貨物量、電力生産、石炭生産。

1-3 月期の実質 GDP は下方改訂へ

なお、低迷した 1-3 月期の実質 GDP（速報値、前期比年率+0.2%）については、3 月分の在庫統計と貿易統計が速報値算出時の推計を下回ったことで、マイナス成長へ下方改訂されそうだ。

但し、発表元の商務省経済分析局は季節調整手法に問題がある可能性を指摘し、必要があれば 7 月の GDP 年次改訂に合わせて季節調整手法を改善するとしている。また、FRB も 1-3 月期は他の四半期に比べて近年特に成長率が低い傾向にあるため（第 4 図）、季節調整難が今年 1-3 月期の下振れを大きくした一因との見方を強めているようで、今週公表された FOMC 議事録（4/28-29 日開催分）でも、スタッフが「統計上のノイズ」へ言及している。

回復局面でのマイナス成長は勿論異例だが、金融政策判断において、この“振れ”自体はそれほど問題視されないであろう。



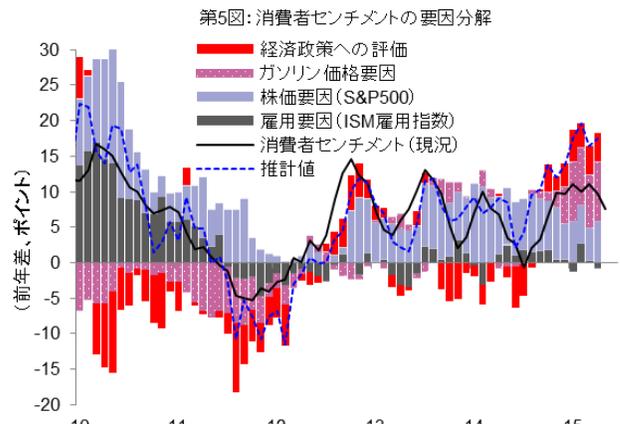
(資料) 米国商務省統計、サンフランシスコ連銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ガソリン価格下落が消費者センチメントを十分に押し上げていない可能性

当面の焦点は、製造業景況感の回復度合いに加えて、個人消費が加速するかどうかである。

この点、足元の消費者センチメントを（5 月の下落要因ではなく、水準の妥当性を掴むために）5 項目から成るラフな推計値と比較すると、「ガソリン価格」や「株価」、「経済政策への評価」等が前年よりもプラス方向に影響し推計値は高めの上昇幅を示しているが、実際の消費者センチメントは推計値から下方に乖離している（第 5 図）。

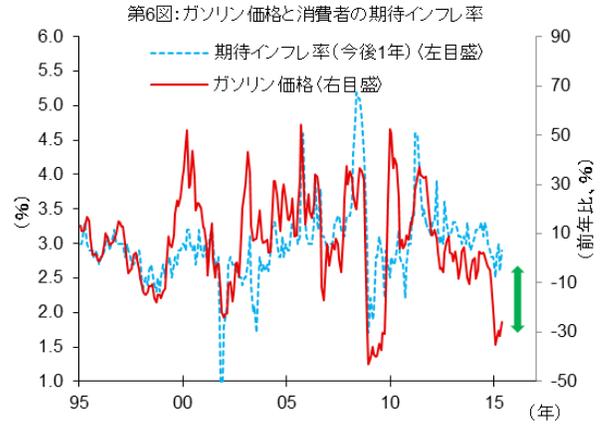
消費者センチメントの水準自体が低いわけではないものの、期待された大幅な改善はみられていない状況である。乖離のタイミングや幅を考慮すると、ガソリン価格下落が今のところ消費者センチメントを十分に押し上げていない可能性が高そうだ。



(注) 消費者センチメント(現況、3ヵ月移動平均)を雇用・株価・ガソリン価格・経済政策評価(悪いとの回答割合)でラフに推計したもの(推計期間2007年1月~2014年9月、自由度修正済R2=0.83)。(資料) ミシガン大学、Bloomberg、ISM、エネルギー省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

低水準のガソリン価格が持続することで、徐々に消費へのプラス影響が拡大へ

この背景は明確ではないが、下落した原油（ガソリン）価格の持続性が疑問視され、消費拡大までに時間を要している可能性が考えられる。今回の原油価格下落は、過去 20 年程度でみればリーマン・ショック時に次ぐマグニチュードであるものの、下落を一言で説明し得る“ショック”と呼ばれるほどの事象は発生していないため、持続性が疑問視されやすいとも言えよう。実際、消費者の短期（今後 1 年）の期待インフレ率は、ガソリン価格の変動に比べ低下幅が限定的となっている（第 6 図）。今後、低水準のガソリン価格が持続することで、徐々に消費へのプラス影響が拡大するとみられる。



(栗原 浩史)

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.