



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

October 30, 2015

<FOCUS>

7-9 月期実質 GDP は在庫投資を主因に減速

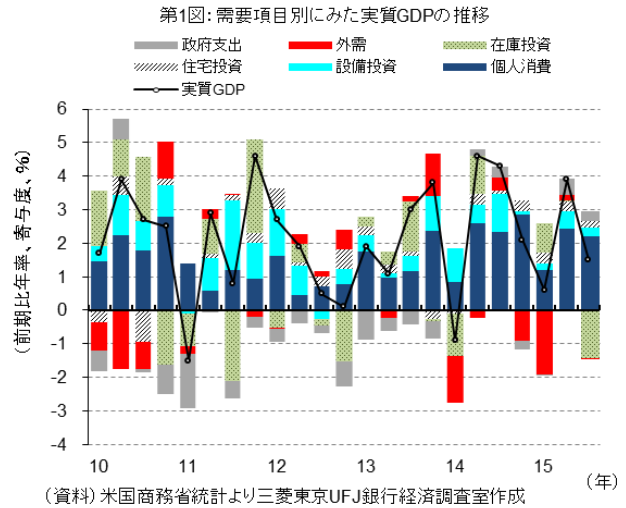
- 今週発表された 7-9 月期の実質 GDP（速報値）は前期比年率+1.5%と市場予想（同+1.6%）に概ね一致し、4-6 月期（同+3.9%）から減速した。減速の主因は、在庫投資の大幅なマイナス寄与である（▲1.44%ポイント）。
- 7-9 月期の実質 GDP は減速したものの、個人消費を中心とした内需の基調が引き続き確りしている点は確認された。今後も原油安のプラス影響等から内需を中心とした景気の底堅い推移を見込むが、月次経済指標をみると足元で景気回復のモメンタムが強まっているわけではなく、慎重に確認していく必要もある。
- 大幅な在庫調整が生じた背景は、企業の在庫が高水準であったところに、8 月中旬以降の金融市場不安定化で世界景気への警戒感が強まったためと推察される。企業の在庫水準は足元でも依然として高い可能性があるため、金融市場が再度不安定化した場合の在庫調整圧力の強まりは、景気の下方リスクとして今後も注意が必要となろう。
- 最近では、失業率が自然失業率に近付くなか、今次景気回復局面は終盤なのではないか、との見方も出ている。消費者信頼感指数の雇用に関する内訳で、「雇用が十分」との回答割合が「就職が困難」との回答割合を上回るタイミングは、過去において景気の中盤だった傾向がみられるが、今回は最近になって漸く「雇用が十分」との回答割合が「就職が困難」との回答割合を上回ったところ。勿論、景気回復局面の終了をもたらす要因は様々だが、景気回復の“成熟度合い”でイメージを掴むとすれば、どちらかと言えばまだ中盤とみられる。
- なお、成長率を供給面から労働投入量と労働生産性に分けて見た場合、景気回復局面の後半における牽引役に決まりは無い。過去を振り返ると、1990 年代の回復局面の後半では、労働投入量に比べて労働生産性の寄与割合が高まった一方、2000 年代前半の回復局面の後半では労働生産性に比べて労働投入量の寄与割合が高まっている。双方に目配りが必要だ。

<FOCUS>7-9 月期実質 GDP は在庫投資を主因に減速

7-9 月期の実質 GDP は減速

今週発表された7-9月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+1.5%と市場予想（同+1.6%）に概ね一致し、4-6月期（同+3.9%）から減速した（第1図）。減速の主因は、在庫投資の大幅なマイナス寄与である（▲1.44%ポイント）。

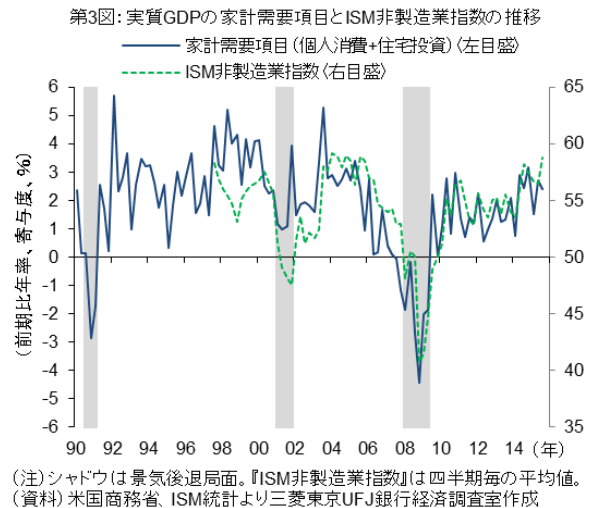
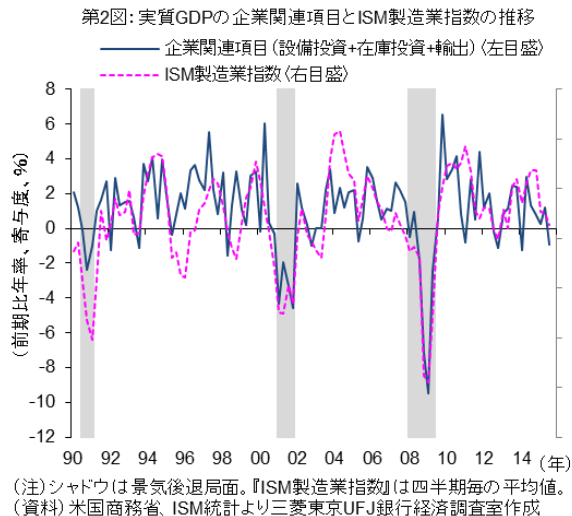
個人消費は前期比年率+3.2%と、4-6月期（同+3.6%）同様の堅調さを維持。設備投資は同+2.1%となり、4-6月期（同+4.1%）からは大きく減速も上昇率はまざまざ。輸出は同+1.9%とプラスを確保し、輸入が同+1.8%と抑制された上昇率だった結果、純輸出の寄与は小幅マイナス（▲0.03%ポイント）に止まった¹。



内需を中心とした景気の底堅い推移を見込むが、足元の月次経済指標は斑模様

7-9月期の実質GDPは減速したものの、個人消費を中心とした内需の基調が引き続き確りしている点は確認された。今後も原油安のプラス影響等から内需を中心とした景気の底堅い推移を見込むが、月次経済指標をみると足元で景気回復のモメンタムが強まっているわけではなく、慎重に確認していく必要もある。例えば、今週発表された10月の消費者信頼感指数（コンファレンスボード調査）は前月から低下したほか、設備投資の先行指標とされるコア資本財受注は8月、9月と低調である。

最近の実質GDPを需要項目別に振り返ると、これまでの「原油安」、「ドル高」、「海外経済減速」等を受け、設備投資や輸出、在庫投資がどちらかと言えば低調の一方、個人消費や住宅投資は堅調となっている。前者は（便宜的に“企業関連項目”）との整理が可能だが）低水準のISM製造業指数と整合的であり、“家計需要項目”である後者は高水準のISM非製造業指数と整合的である（第2、3図）。今後もこの様なバラつきを伴った回復の図式が続こう。



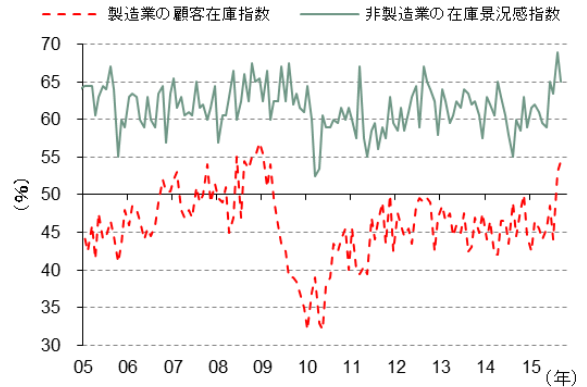
¹ 9月の財輸出は、速報値によれば前月比+3.1%となり、8月（同▲3.2%）から持ち直し。

企業在庫の動向は引き続き景気のリスク要因

在庫調整のリスクについてはこれまでの Weekly でも指摘してきたが²、(リスクが顕在化し) 実際に大幅な在庫調整が生じた背景は、企業の在庫が高水準であったところに、8月中旬以降の金融市場不安定化で世界景気への警戒感が強まったためと推察される。

直近9月のISM指数では、製造業の顧客在庫指数は54.5、非製造業の在庫景況感指数は65.0となっており、共に過去に比べて水準が高めである(第4図)。企業の在庫水準は足元でも依然として高い可能性があるため、金融市場が再度不安定化した場合の在庫調整圧力の強まりは、景気の下方リスクとして今後も注意が必要となろう。

第4図: ISM指数における在庫関連指数の推移



(注)『製造業の顧客在庫指数』、『非製造業の在庫景況感指数』ともに、指数が大きいほど在庫が過大であることを示し、指数が小さいほど在庫が過小であることを示す。
(資料) ISM統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

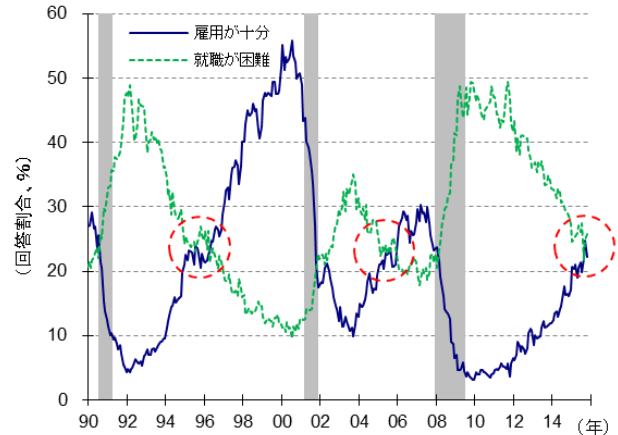
消費者の雇用判断は、景気回復局面中盤を示唆

最近では、失業率が自然失業率に近付くなか、今次景気回復局面は終盤なのではないか、との見方も出ている。

回復局面における現在の立ち位置をイメージする際には、例えば、消費者の雇用判断等が参考になる。消費者信頼感指数(カンファレンスボード調べ)の雇用に関する内訳で、「雇用が十分」との回答割合が「就職が困難」との回答割合を上回るタイミングは、過去において景気の中盤だった傾向がみられる(第5図)。

今回は最近になって漸く「雇用が十分」との回答割合が「就職が困難」との回答割合を上回ったところ。このような消費者の判断は、通常失業率が示す以上に労働市場で“緩み”が存在しているとみられる点とも整合的である。勿論、景気回復局面の終了をもたらす要因は様々だが、景気回復の“成熟度合い”でイメージを掴むとすれば、どちらかと言えばまだ中盤とみられる。

第5図: 消費者信頼感指数における雇用判断の推移



(注)シャドウは景気後退局面。
(資料)カンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

² 例えば8月14日付 Weekly ご参照。
BTMU Focus USA Weekly October 30, 2015

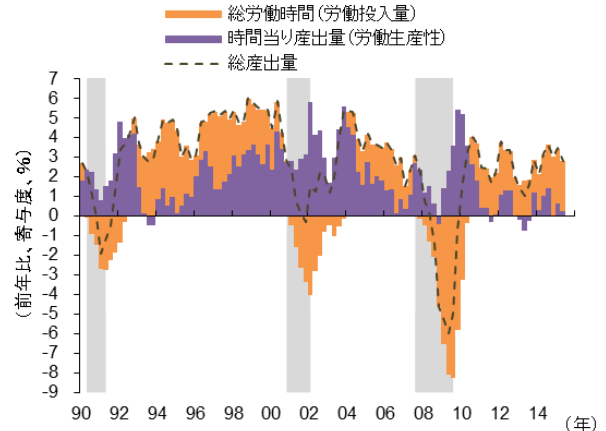
景気回復局面の後半における供給面の牽引役は区々

なお、成長率を供給面から労働投入量と労働生産性に分けて見た場合、景気回復局面の後半における牽引役に決まりは無い。

過去を振り返ると、1990年代の回復局面の後半では、労働投入量に比べて労働生産性の寄与割合が高まった一方、2000年代前半の回復局面の後半では労働生産性に比べて労働投入量の寄与割合が高まっている（第6図）。双方に目配りが必要だ。

(栗原 浩史)

第6図: 非農業部門における労働生産性と労働投入量の推移



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

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.