



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

November 27, 2015

<FOCUS>

弱めの動きが続く海外部門

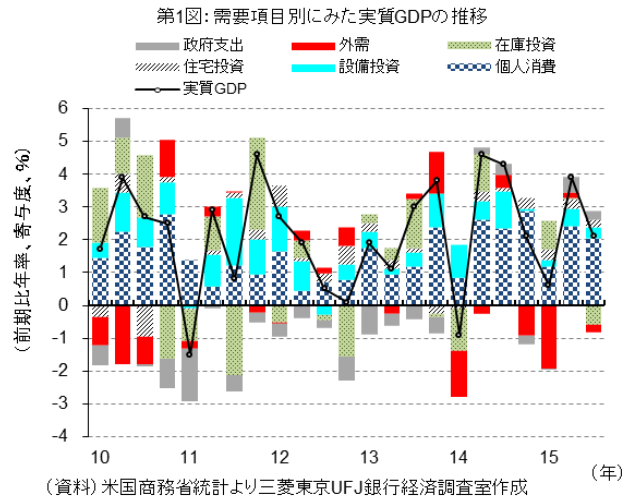
- 今週発表された 7-9 月期の実質 GDP（改定値）は前期比年率+2.1%となり、速報値（同+1.5%）から上方改定された。上方改定の主因は、在庫投資のマイナス寄与の縮小である。必要な在庫調整が先送りされたとみることもでき、先行きへの示唆は必ずしもポジティブではない。
- 純輸出については、マイナス寄与が拡大する方向へ下方改定された。前年比でみると、7-9 月期の輸出は+1.2%と今次景気回復局面で最も低い上昇率に止まった一方、輸入は同+5.6%とまずまずの上昇率を記録。「内外での景況感の相違」と「進行してきたドル高」を背景に、両者の上昇率の乖離は拡大しつつある。
- 輸出を名目・財ベースで相手先別にみると、輸出先上位 10 ヶ国のうち今年 1-9 月の輸出額が前年同期実績を上回っている国は英国だけである。最も減少幅が大きい国はブラジル（▲22.8%）。最大の輸出先であるカナダ向けも、減少幅が▲9.0%と大きい。なお、景気実態が懸念されている中国向けは、減少幅が▲3.2%に止まっている。
- GDP 改定値に合わせて公表された 7-9 月期の企業収益でも、海外部門の低迷が示された。税引き後の企業収益は全体で前年比+1.4%、内訳では国内部門が同+5.7%と増益を確保した一方、海外部門は同▲12.2%と大幅に減少した。海外部門が企業収益に占める割合は約 2 割に止まるものの、7-9 月期の前年比寄与度は▲3.0%ポイントに達した。
- “輸出”と“海外部門の企業収益”は、力強さを欠く海外経済とドル高により、当面顕著な回復を期待できないであろう。ドル高については、これまで進行してきた部分の輸出への悪影響が時間をかけて顕在化するほか、足元でも一段と進行している状況である。実際、より直近の経済指標をみても、今週発表された 10 月の名目輸出（財・速報値）は、前月比▲2.6%と 9 月の増加を打ち消す形で減少に転じたほか、10 月の ISM 製造業指数における輸出受注指数は 47.5 となり、5 ヶ月連続で拡大・縮小の境目である 50 を下回っている。

<FOCUS>弱めの動きが続く海外部門

7-9 月期実質 GDP は在庫投資を主因に上方改定

今週発表された7-9月期の実質GDP(改定値)は前期比年率+2.1%となり、速報値(同+1.5%)から上方改定された(第1図)。

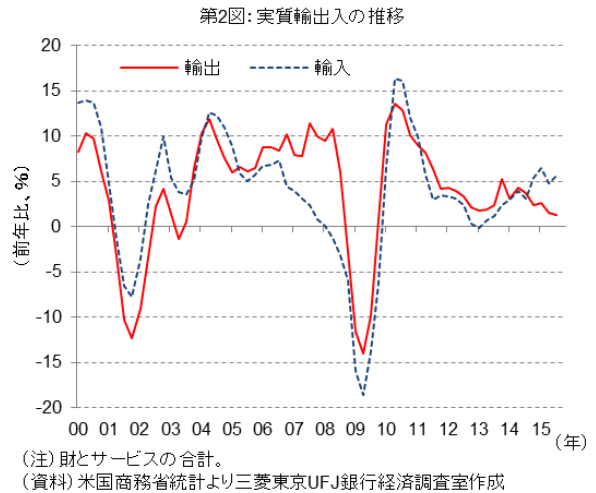
上方改定の主因は、在庫投資のマイナス寄与の縮小である(速報値▲1.44%ポイント→改定値▲0.59%ポイント)。企業の在庫が高水準であったところに、8月中旬以降の金融市場不安定化で世界景気への警戒感が強まったため、7-9月期は企業の在庫調整が生じたが、大幅な調整では無かったようだ。必要な在庫調整が先送りされたとみることもでき、先行きへの示唆は必ずしもポジティブではない。



純輸出はマイナス寄与が拡大する方向へ下方改定

純輸出については、マイナス寄与が拡大する方向へ下方改定された(速報値▲0.03%ポイント→改定値▲0.22%ポイント)。輸出が前期比年率+0.9%(速報値同+1.9%)へ下方修正されたことに加えて、輸入が同+2.1%(速報値同+1.8%)へ上方修正されたためである。

前年比でみると、7-9月期の輸出は+1.2%と今次景気回復局面で最も低い上昇率に止まった一方、輸入は前年比+5.6%とまずまずの上昇率を記録(第2図)。「内外での景況感の相違」と「進行してきたドル高」を背景に、両者の上昇率の乖離は拡大しつつある。



名目財輸出はカナダやブラジル向けが大きく減少

輸出を名目・財ベースで相手先別にみると、輸出先上位10カ国(2014年のシェア)のうち今年1-9月の輸出額が前年同期実績を上回っている国は英国(+4.8%)だけである(第1表)。(上位10カ国中で)最も減少幅が大きい国はブラジル(▲22.8%)。最大の輸出先であるカナダ向けも、減少幅が▲9.0%と大きい。なお、景気実態が懸念されている中国向けは、減少幅が▲3.2%に止まっている。

ブラジル向け輸出の低迷は、資源関連品目と資本財で説明できる。ブラジルは景気後退に陥っているが、特に投資の減少率が大きく(4-6月期の実質投資は前年比▲11.9%)、資本財輸入(実質)も4-6月期に前年比▲22.9%と大幅に減少している状況だ。ブラジルは輸出シェアが2.6%程度に止まるものの、今後の動向が注目される。

第1表：相手先別にみた名目輸出額

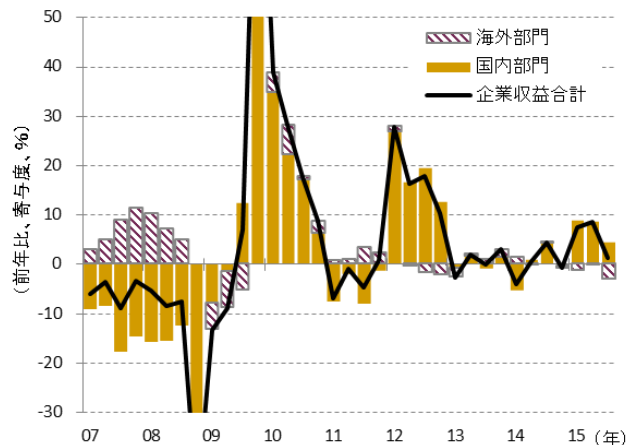
財輸出 2014年 順位	相手先国名	財輸出（2014年）		財輸出（2015年1-9月）		相手先国の実質GDP（前年比、%）		
		金額 （百万ドル）	シェア （%）	金額 （百万ドル）	前年同期比 （%）	1-3月期	4-6月期	7-9月期
1	カナダ	312,421	19.3	212,941	-9.0	2.0	1.0	
2	メキシコ	240,249	14.8	177,583	-1.1	2.5	2.4	2.6
3	中国	123,676	7.6	83,994	-3.2	7.0	7.0	6.9
4	日本	66,827	4.1	47,529	-5.7	-0.8	1.0	1.0
5	英国	53,823	3.3	42,184	4.8	2.7	2.4	2.3
6	ドイツ	49,363	3.0	37,088	-1.3	1.1	1.6	1.7
7	韓国	44,471	2.7	33,226	-1.1	2.5	2.2	2.6
8	オランダ	43,075	2.7	30,408	-5.8	2.5	1.8	1.9
9	ブラジル	42,429	2.6	24,859	-22.8	-1.6	-2.6	
10	香港	40,858	2.5	27,828	-8.1	2.4	2.8	2.3
財輸出計		1,620,532	100.0	1,140,559	-6.0	-	-	-
（サービス輸出）		710,565	-	-	-	-	-	-
（輸出合計）		2,343,205	-	-	-	-	-	-

（注）『2015年1-9月の財輸出額』は季節調整前。
（資料）米商務省、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

海外部門の企業収益は低迷

GDP 改定値に合わせて商務省から公表された 7-9 月期の企業収益でも、海外部門の低迷が示された。S&P500 株価指数ベースの利益などと概念が近い税引き後の企業収益（在庫評価・固定資本減耗調整前）は全体で前年比+1.4%、内訳では国内部門が同+5.7%と増益を確保した一方、海外部門は同▲12.2%と大幅に減少した（第 3 図）。海外部門が企業収益に占める割合は約 2 割に止まるものの、7-9 月期の前年比寄与度は▲3.0%ポイントに達した。

第3図：企業収益の推移（部門別）



（注）税引き後、在庫評価・固定資本減耗調整前ベース。
（資料）米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

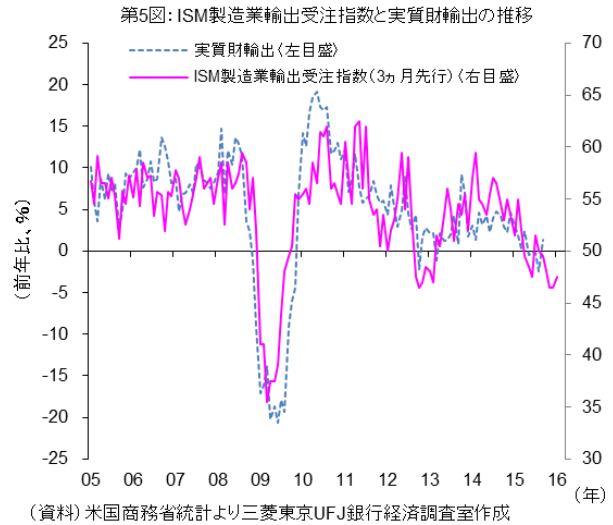
輸出と海外部門の企業収益は、当面顕著な回復を期待できず

“輸出”と“海外部門の企業収益”は、力強さを欠く海外経済とドル高により、当面顕著な回復を期待できないであろう。海外経済について、最大の輸出先であるカナダについては、7-9 月期の実質 GDP が 3 四半期ぶりにプラス回帰したと予想されているが、足元でも資源価格が低迷するなか当面の回復余地は限られよう。ドル高については、これまで進行してきた部分の輸出への悪影響が時間をかけて顕在化するほか、足元でも一段と進行している状況である¹。FRB 算出のドル実効為替レート（名目ベース）は、「対その他通貨」での上昇が一服したものの「対主要通貨」で再び上昇している（第 4 図）²。

¹ ドル高の悪影響がタイムラグを伴う点について、例えば、フィッシャーFRB 副議長は最近の講演で「10%のドル高は 1 年後の実質輸出を 3%減少させ、3 年後には 7%以上減少させる」と述べている。

² FRB の算出するドルインデックスにおいて、「対主要通貨」は、ユーロ、カナダドル、日本円、英ポンド、スイスフラン、豪ドル、スウェーデンクローナの 7 通貨が対象。「対その他通貨」は、人民元、メキシコペソ、韓国ウォン、台湾ドル、香港ドル、マレーシアリング、シンガポールドル、ブラジルレアル、タイバーツ、インドルピー、フィリピンペソ、イスラエ

実際、より直近の経済指標をみても、今週発表された10月の名目輸出（財・速報値）は、前月比▲2.6%と9月の増加（同+2.2%）を打ち消す形で減少に転じたほか、10月のISM製造業指数における輸出受注指数は47.5となり5ヵ月連続で拡大・縮小の境目である50を下回っている（第5図）。



(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.