



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

March 3, 2016

<FOCUS>

製造業活動の悪化に一旦歯止め

- 1日に発表された2月のISM製造業指数は49.5となった。拡大・縮小の境目である50は依然として下回っているものの、2ヵ月連続で上昇。上昇した背景の1つとして、在庫調整の進展が指摘できそう。内訳の顧客在庫指数は大きく低下（改善）し、昨年7月以来始めて顧客在庫の過剰感が解消されたことを示している。
- 今後について、先行指標と考えられる「新規受注指数から在庫指数を引いた値」は製造業指数が引き続き上昇することを示唆。但し、製造業活動の重石となってきたドル高・原油安からのマイナス影響は続き、海外景気動向も不透明なため、回復の度合いは限られよう。
- 一方で、これまで進んできたドル高・原油安による製造業へのマイナス影響が、ここから一段と強まるわけでもないだろう。ドル高のマイナス影響について、「輸出競争力の低下」は続くものの、ドル相場の前年比上昇率は大きく鈍化しているため「ドル換算利益の目減り」による企業収益（前年比）への下押し圧力は弱まりそう。
- 原油安による製造業へのマイナス影響である「鉱業関連の投資抑制」についても、足元の大幅な減少ペースは持続的ではないだろう。例えば、2015年10-12月期の構造物投資額（鉱業関連）は最近2回の景気後退時につけたボトム水準に既に達し、足元の投資額は最低限必要な水準に近付いている可能性がある。
- 製造業による経済全体の牽引は暫く期待できない一方、今後のドル高・原油安が限られれば“製造業不況”とも呼ばれる状況は徐々に変化が見込まれよう。
- なお、直近のベージュブックによれば、足元の製造業の状況は地域差が大きい。連邦準備12地区のうち、ボストン地区、クリーブランド地区、アトランタ地区、シカゴ地区、セントルイス地区、サンフランシスコ地区の製造業活動は横這い乃至緩やかに「拡大」した一方、ニューヨーク地区、フィラデルフィア地区、リッチモンド地区、カンザスシティ地区、ダラス地区では緩やかに「縮小」している。

<FOCUS> 製造業活動の悪化に一旦歯止め

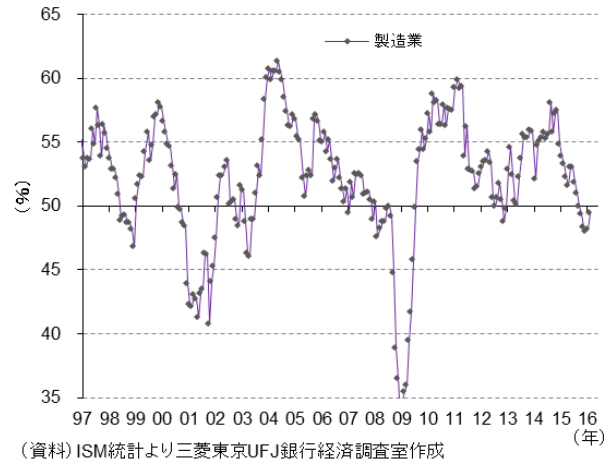
ISM 製造業指数は2ヵ月連続で上昇

1日に発表された2月のISM製造業指数は49.5となった(第1図)。拡大・縮小の境目である50は依然として下回っているものの、2ヵ月連続で上昇。

産業別にみると、製造業の全18産業のうち、「拡大」は、繊維製品、木製品、家具等、その他製品、電気機器、食品・飲料等、化学製品、一次金属、紙製品の9産業で1月(8産業)から増加。

「縮小」は、衣類・皮革等、石油・石炭製品、コンピュータ・電子製品、印刷等、輸送用機器、プラスチック・ゴム製品、金属製品の7産業で1月(10産業)から減少¹。「拡大」した産業数が、「縮小」した産業数を上回った。

第1図: ISM指数の推移



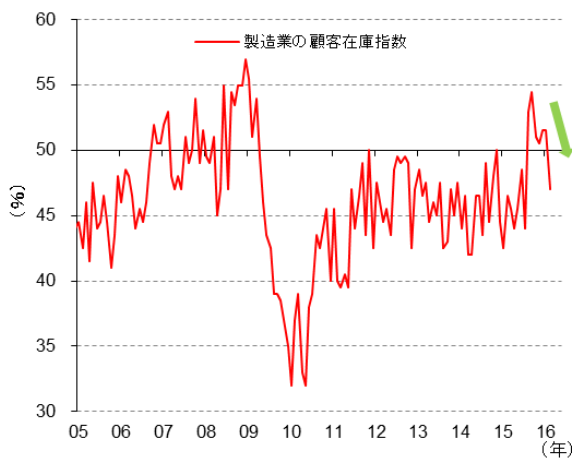
(資料) ISM統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

在庫過剰感は漸く解消

ISM製造業指数が上昇した背景の1つとして、在庫調整の進展が指摘できそう。内訳の顧客在庫指数は大きく低下(改善)し、昨年7月以来始めて顧客在庫の過剰感が解消されたことを示している(第2図)²。1月に顧客在庫が「過剰」であった産業は、紙製品、非金属鉱物、家具等、コンピュータ・電子製品、化学製品、金属製品、食品・飲料等の7産業だったが、2月は衣類・皮革等、家具等、金属製品の3産業に減少した。

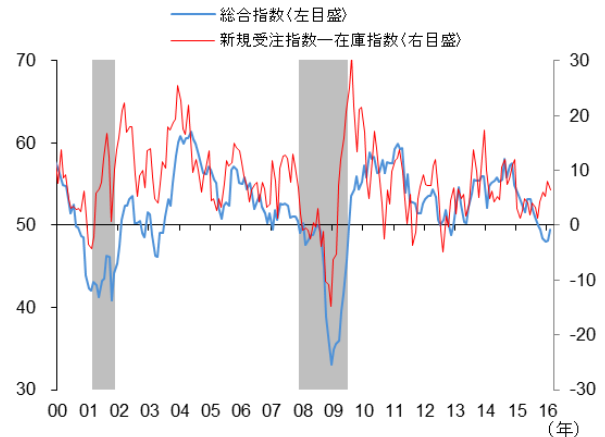
今後について、先行指標と考えられる「新規受注指数から在庫指数を引いた値」は製造業指数が引き続き上昇することを示唆(第3図)。但し、製造業活動の重石となってきたドル高・原油安からのマイナス影響は続き、海外景気動向も不透明なため、回復の度合いは限られよう。

第2図: ISM製造業指数における顧客在庫指数の推移



(資料) ISM統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: ISM製造業指数の推移



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

¹ 1月に「拡大」した産業は、繊維製品、木製品、その他製品、印刷等、家具等、コンピュータ・電子製品、機械、電気機器。「縮小」した産業は、衣類・皮革等、非金属鉱物、石油・石炭製品、紙製品、輸送用機器、プラスチック・ゴム製品、金属製品、食品・飲料等、一次金属、化学製品。

² 顧客在庫指数は2月に47.0となり、1月(51.5)から大きく低下。指数が大きいほど、在庫が過剰であることを示す。

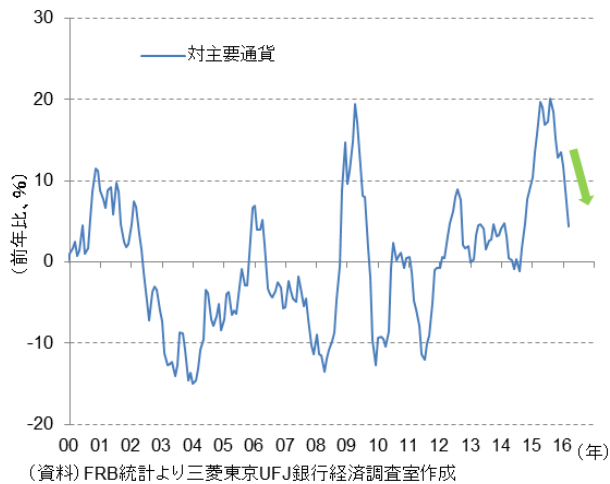
製造業による経済全体の牽引は暫く期待できない一方、“製造業不況”とも呼ばれる状況は徐々に変化へ

一方で、これまで進んできたドル高・原油安による製造業へのマイナス影響が、ここから一段と強まるわけでもないだろう。ドル高のマイナス影響について、「輸出競争力の低下」は続くものの、ドル相場の前年比上昇率は大きく鈍化しているため「ドル換算利益の目減り」による企業収益（前年比）への下押し圧力は弱まりそうだ（第4図）。

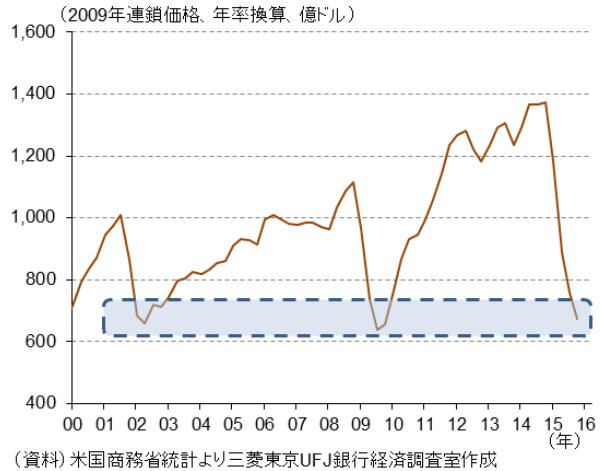
原油安による製造業へのマイナス影響である「鉱業関連の投資抑制」についても、足元の大幅な減少ペースは持続的ではないだろう。例えば、2015年10-12月期の構造物投資額（鉱業関連）は673億ドル（2009年連鎖価格、年率換算）と最近2回の景気後退時につけたボトム水準に既に達し、足元の投資額は最低限必要な水準に近付いている可能性がある（第5図）。

製造業による経済全体の牽引は暫く期待できない一方、今後のドル高・原油安が限られれば“製造業不況”とも呼ばれる状況は徐々に変化が見込まれよう。

第4図:ドル名目実効為替レートの推移



第5図: 構造物投資(鉱業関連)の推移

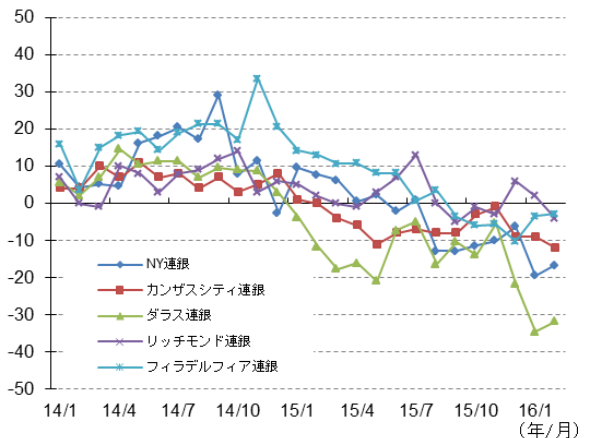


足元の製造業の状況は地域差が大

なお、直近のページブック（3月2日発表）³によれば、足元の製造業の状況は地域差が大きい。ページブックにおける連邦準備12地区のうち、ボストン地区、クリーブランド地区、アトランタ地区、シカゴ地区、セントルイス地区、サンフランシスコ地区の製造業活動は横這い乃至緩やかに「拡大」した一方、ニューヨーク地区、フィラデルフィア地区、リッチモンド地区、カンザスシティ地区、ダラス地区では緩やかに「縮小」した。

今回のページブックで「縮小」したこれら5地区は、製造業景況感指数を発表している5つの地区連銀と偶然にも全く同一である。地区連銀に

第6図: 地区連銀製造業景況感指数の推移



³ ページブックは、各地区連銀が管轄地区の現在の経済情勢に関するアネクドータル情報を収集し纏めた報告書。ビジネス関係者へのインタビュー等も含む。3月2日に発表されたページブックは2月22日までの情報を元に作成されており、全体の取り纏めはカンザスシティ連銀が担当。

よる管轄地区の製造業景況感指数は足元で5地区揃って低迷しているが、米国全体に比べ製造業の景況感を弱めに現しているであろう点にも留意が必要だ（第6図）⁴。

第1表：2月ページブックの製造業に係わる記述

連邦準備地区	製造業に係わる記述
ボストン	・あるコンタクト先は、石油・ガス採掘業の弱さが、需要の弱さの直接・間接的な背景と指摘。
	・あるコンタクト先は、ドル高が依然「需要」と「ドル建て利益」を減少させていると指摘。
	・一社を除けば、投資計画に大きな修正は無し。在庫は概ね予測に沿った動き。
	・コンタクト先の1/3が人員を削減（半導体関連、乳製品等）。
	・一社を除けば、全てのコンタクト先が見通しはポジティブ。
ニューヨーク	・製造業は引き続き活動が弱まっている。
フィラデルフィア	・企業活動は全体としてやや減速。
	・出荷は幾分ポジティブも、新規受注は一段と減少。
	・企業は従業員と労働時間を幾分削減。
	・多くの主要な工業セクターは「需要の弱さ」を引き続き報告。背景としてドル高と資源安への言及が最も多い。
	・向こう6か月の見通しは引き続きポジティブも、前回調査時よりも弱体化。
クリーブランド	・製造業生産は引き続き緩やかに増加。
	・消費財、中間財への需要は、産業向けに比べ強い。
	・自動車・建設・航空宇宙サプライヤー向けは引き続き増加するも、ベースは鈍化。
	・生産抑制の要因は、「ドル高」、「資源安」、「海外との競争激化」、「エネルギーセクターと新興国の軟化」。
	・管轄地区の2015年の自動車生産は2014年と同程度。過去最高近辺。
	・鉄鋼業は引き続き抑制されているが、コンタクト先のうち3社は1月の生産量が12月よりも僅かに改善。設備稼働率も緩やかに上昇。
	・先行きについての見解は割れている。産業向けは横這いか減少の一方、その他は2016年も拡大すると予想されている。
・設備投資計画は若干増加。従業員は緩やかに拡大。	
リッチモンド	・製造業活動は鈍化。出荷と新規受注は緩やかな減少。多くのコンタクト先は「季節要因」と「グローバルな需要鈍化」に言及。
	・プラスチック等は緩やかな需要増加を指摘の一方、産業用冷暖房設備は特に海外からの新規受注減少を指摘。化学も内外の需要減少を指摘。
	・住宅・商業用建設向け供給業者は減速を指摘。鉄道部品製造業者もビジネス環境の軟化を指摘。
アトランタ	・製造業活動は若干ピックアップ。新規受注と生産は顕著に増加、雇用者はやや増加。
	・完成品在庫は増加し、供給期間は短期化。
	・生産見通しはこれまでと略変わらず。1/3程度が増加を予想。
シカゴ	・生産は引き続き緩やかなペースで増加。自動車・航空宇宙は依然力強いが、それ以外の多くは緩やか。
	・鉄鋼需要はやや持ち直し。石油・ガス産業からの需要は引き続き弱い。
	・農業機械・鉱業機械への需要の弱さは、引き続き重機械業界の重石。
	・大型トラックへの需要が幾分減速する一方、建設需要を受け中型トラックへの需要は安定。
セントルイス	・コンタクト先のセンチメントは前回調査時から不変。
	・数社は設備投資や工場拡大等を報告（化学製品、家具等）。飲食製造や一次金属の状況は区々。
	・（エネルギー産業と結び付きの強い）鉱業機械や鉄パイプでは引き続き生産減少。
ミネアポリス	・生産・設備稼働率・新規受注の見通しは、何れも1年前と同水準。
	・製造業活動はやや拡大。ミネソタとサウスダコタは拡大の一方、ノースダコタは引き続き縮小。
	・ミネソタの医療機器製造業者は工場拡大を発表。一方、ミネソタの電気機械メーカーや金属加工業は需要減から設備投資を抑制。
カンザスシティ	・製造業活動は引き続き緩やかに縮小。縮小は引き続き、耐久財、非耐久財の双方から生じており、特に飲食、化学、金属、プラスチック製造。
	・製造業活動の弱さは、農業関連・エネルギー関連向けの低迷持続が一因。
	・生産と出荷と新規受注は何れも減少。見通しは引き続きポジティブも、設備投資計画はやや減少。
ダラス	・製造業セクターはやや軟化。主因は、エネルギーセクターの減速とドル高。
	・加工金属や機械メーカーの数社では、エネルギーセクターの低迷が需要減、見直し悪化、レイオフ、工場閉鎖に繋がっている（他の製造業に比べて顧客がエネルギーセクターに集中）。一次金属も、エネルギーセクター低迷が足元の生産と見通しを抑制。
	・ハイテクは緩やかな成長持続。建設関連の製造業は引き続き堅調。
	・精製所の稼働率は引き続き確り。ガルフ・コーストの化学メーカーは「海外需要の弱さ」と「ドル高」を減速の背景として指摘。石油精製業の2016年の見通しは引き続きポジティブも、化学メーカーはそれほど明るくない。
サンフランシスコ	・製造業活動は横這い。
	・アルミ製品の製造業者は設備を拡大。医薬品の売上は増加。
	・商用飛行機の引渡しは過去最高に近いが、世界需要の鈍化から新規受注は抑制。数社は雇用削減を実施。
	・電子部品は売上が鈍化し、在庫が増加。
	・海外との競争とドル高が輸出を抑制するなか、鉄鋼製品への需要は引き続き弱め。エネルギー価格の下落は鉄鋼の生産コストを引き下げるも、エネルギー関連製造製品への需要減のマイナス影響が上回る。
・複数のコンタクト先は、輸出環境の悪化と不透明な海外需要を受け、向こう1年の設備投資計画を抑制。	

（資料）FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（栗原 浩史）

⁴ 直近2月の地区連銀製造業景況感指数は、ニューヨークが▲16.6、カンザスシティが▲12.0、ダラスが▲31.8、リッチモンドが▲4.0、フィラデルフィアが▲2.8。



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.