

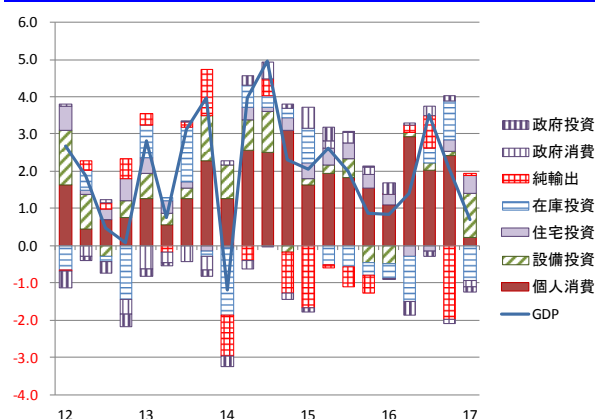
米国経済 UPDATE : 1~3 月期の低成長は一時的

米国経済は1~3月期の実質GDP成長率が0.7%増に減速したものの、一時的な要因による個人消費の減退などが主因であり、4~6月期以降は回復して、潜在成長率なみの成長が継続していくものと見られる。賃金上昇の加速ペースも足元でやや鈍化しているものの、労働市場は着実にタイト化が進んでおり、ランプ政権の疑惑や政策スケジュールの後ずれはあるものの、年内合計3回の利上げが依然として基本シナリオと考えられる。

2017年1~3月期は0.7%成長に減速

米国の2017年1~3月期の実質GDP成長率は前期比年率0.7%増となり、2016年10~12月期の同2.1%増から減速した。需要項目別では、設備投資、住宅投資が好調であった半面、個人消費が同0.3%増（GDP寄与度は0.2%Pt）となり、前期の同3.5%増（GDP寄与度は2.4%Pt）から急減速して、大ブレーキとなった。このほか、在庫投資のGDP寄与度が▲0.9%Ptとなり、前期の+1.0%Ptからマイナス転じてGDPを引き下げた。ただし、後述するように消費の減速は一時的なものと考えられ、4~6月期以降は回復、四半期ごとの振れを均せば2%程度の潜在成長率なみの成長が継続していくことが見込まれる。

実質GDP成長率(寄与度、前期比年率、%)



(出所)米国商務省

個人消費：年初からの下振れ要因は一時的

GDPを需要項目別にみると、まず個人消費については、上述のように1~3月期に急減速した。その最大の要因となったのが自動車・同部品の不振であり、前期比年率16.1%減（GDP寄与度は▲0.5%Pt）となった。ただし、これは、前々期同20.0%増、前期同16.2%増と大幅に増加した反動減と考えられる。実際、新車販売は昨年下半年は極めて好調であり、12月の新車販売台数（乗用車・ライトトラック）は2005年7月以来の高水準となる年率1,832万台を記録した。さすがに、そこからは販売台数が調整を続けており、3月は1,651万台まで減少した。このほか、暖冬が燃料や電気・ガスの消費を押し下げており、1~3月期は燃料消費が前期比年率7.9%減少（GDP寄与度は▲0.1%Pt）、住居・公益（電気・ガス等）消費が同2.3%減少（GDP寄与度は▲0.3%Pt）となっている。

これらの要因によるGDP寄与は合計で▲0.9%Ptとなるが、新車販売は概ね調整が終了した（3月には、昨年後半の増加前の水準を割り込んだ）こと、暖冬は一時的な気候要因であることを考慮すると、4~6月期以降については、このマイナス要因は消えて、従来からのトレンドに戻るものと考えられる。実際、4月の新車販売は年率1,681万台（前月比1.8%増）と底打ちした。同じく4月の小売・外食売上高（振れの大きいガソリンスタンドを除く）も、前月比0.4%増となって、2月（同0.2%減）、3月（同0.2%増）から伸び率を加速させてきている。

消費者マインドも依然、好調を維持している。コンファレンスボード調査では、消費者信頼感指数は3、

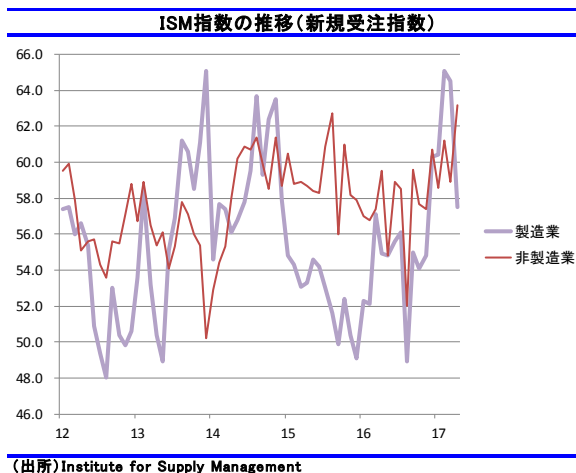
4月とも120を超えて2000年12月以来の高水準。ミシガン大学調査でも5月は97.7となり、昨年12月以降は、ほぼ2004年以来となる高水準を保っている。

以上を踏まえると、4月以降、新車販売、気候要因、その他の「振れ」の調整が済むにしたいが、個人消費は勢いを強めていくものとみられる。所得・雇用環境については、後述するように、足元で賃金上昇率の鈍化が見られるものの、労働需給のタイト化が着実に進んでいることを踏まえれば、これも一時的なものである可能性が高い。個人消費は、緩やかな増加軌道を回復・維持することが想定される。

設備投資：鉱業関連投資が大幅増を下支え

1～3月期GDPの設備投資については、前期比年率9.4%増となり、2013年10～12月期以来の増加率となった。大きく貢献したのが鉱業関連構築物投資であり、同5.5倍と急増し、設備投資全体の増加分の約半分(9.4%増のうちの4.6%分)を占めた。鉱業関連構築物投資に1四半期程度先行して連動する掘削リグ稼働数(Baker Hughes 取り纏めのRig Count)が、油価回復によるシェール掘削の活発化に伴い、昨年10～12月期から増加ペースを加速(前期比年率128.7%増)させており、1～3月期には同152%増まで伸びた。4月以降も稼働リグ数は増加を続けており、今後も設備投資を下支えすることが見込まれる。

それ以外の分野についても、1～3月期の設備投資は広く好調であり、鉱業関連を含む構築物投資が同22.1%増、機械投資も9.1%増となった。先行指標となる非国防資本財受注(除・航空機)は、勢いを徐々に強めながら、増加トレンドを維持している。直近3月は前月比0.5%増で6カ月連続のプラス、単月の振れを均すために3カ月移動平均でみると1～3月平均は0.3%増となり、昨年6月からプラスが続いている。背景には、企業収益改善(GDPベースで、前期比ベースで2016年7～9月期よりプラス転)、企業の景況感改善(ISM景況指数が製造業、非製造業ともに好調)などがある。ISM景況感指数の内訳をみると、特に新規受注が好調であり、製造業は2、3月、非製造業では2、4月に、指数が60を超えた(50が拡大と縮小の分岐点)。



設備投資関連の政策では、実施に移りつつあるものは、パイプライン建設など一部規制緩和に留まっている。法人税減税や金融規制緩和など大半の政策の展開はまだ先になりそうであり、当面は、政策効果はあまり期待できない。ただし、シェール関連投資の回復に加えて、上記のように資本財受注の増加トレンド持続が見られることから、4～6月期以降も、堅調な増加が続くものとみられる。

住宅投資：1～3月期は暖冬で上振れ

1～3月期GDPの住宅投資は、前期比年率13.7%の大幅増となった。2016年10～12月期も同9.6%増、住宅着工件数も同4割増と非常に好調に推移したが、暖冬が影響して1～3月期も好調であった。着工件数を月別にみると、天候に恵まれた2月は年率128.8万件と好調だったが、その反動から、3月以降は2カ月連



続で減少して4月は117.2万件となっている。

住宅投資については、従来からの構造的な下押し要因（一次取得層の所得格差や学生ローン負担、金融機関の厳しい融資態度、ゾーニング規制等）に改善が見られるわけではないが、それに比較して2月までの着工実績の回復は急であり、気候要因等を含め上振れした状況にあったものとみられる。3、4月は、その調整が入った。今後については、経済環境は総じて良好であり、また、住宅ローン金利は上昇が止まっていることから、調整の後は基本的には緩やかな拡大が続くことが予想される。

外需：1～3月期の輸出は出来過ぎの可能性

1～3月期GDPの外需は、輸出が前期比年率5.8%増、輸入が同4.1%増となり、その結果、純輸出（輸出－輸入）のGDP寄与度は+0.1%となった。

昨年来の外需の動きに関しては、貿易統計によって月ごとの動向をみると、輸入が月々の振れを均せば内需の成長に合わせて従来トレンド上で拡大しているのに対して、輸出が、昨年後半以降、特殊要因（ブラジル不作による夏季の大豆輸出増）もあって激しい増減を示しつつも、増加トレンドを形成しつつあるように見える。実際、直近3月の実質輸出は前月比1.5%減となったが、マイナスは4カ月ぶりであり、依然として高水準を維持している。

しかし、輸出は、このままの増加トレンドを維持できない可能性がある。増加が続いた12～2月は、月替わりで輸出を支える

品目が登場して増加トレンドを支えた。12月の急伸は航空機関連輸出の急増が主因（名目寄与度1.6%Pt）となったが、1、2月は反動減でマイナス。代わって1月の輸出を支えたのは自動車関連（名目寄与度1.1%Pt）。2月は自動車関連の伸びが鈍化する一方で、燃料や消費財など多数の品目の寄与が合わさる形で輸出水準を維持した。ただし、3月には、自動車関連が減少（名目寄与度▲0.7%Pt）、燃料も反動減（名目寄与度▲0.5%Pt）となる一方で、牽引役がなく、4カ月ぶりのマイナス（名目▲1.4%Pt）となった。

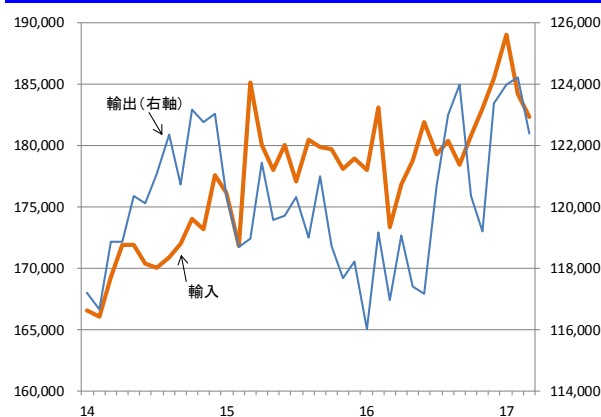
今後は、トランプ政権誕生頃からのドル高がタイムラグを伴い影響していくものとみられ、また、上述のように12～2月の高水準の主因は月替わりでの上振れであり、持続性には懸念があることから、輸出は、一旦は調整、停滞することも考えられる。

雇用情勢：「隠れた失業」が大きく改善したが賃金上昇ペースは鈍化

雇用情勢については、失業率が低下してほぼ完全雇用となり、雇用者の増加ペースが鈍化しつつあるにもかかわらず、賃金上昇ペースもまた、鈍化してきている。

まずは、足元の失業率の動向をみると、4月は前月から0.1%Pt低下して4.4%と2007年5月以来の低水準となった。また、4月は「隠れた失業」率、具体的には、「就職の意思はあっても就職活動を諦めている層」や「フルタイム雇用希望ではあるが、意に反してパートタイムで就労している層」をも失業に含めた広義の失業率が、前月から0.3%Pt低下して8.6%と2007年11月以来の水準まで改善した。今年1月からの失業率の低下は著しく、通常失業率が0.4%Pt低下、回復が遅れていた広義失業率は0.8%Pt低下

輸出・入推移(実質ベース、季節調整値、百万ドル)



(出所)米商務省

しており、急速に遅れを取り戻しつつある。ただし、「隠れた失業」を示すもう一つの指標である労働参加率は4月も62.9%にとどまり、依然、回復が鈍い。現状の労働市場では、就職の意思を持つものは就職を諦めることはなく、また、フルタイム雇用に就くチャンスも拡大しているものの、就職の意思を持たない層が依然として減っていないことを示している。

そうした中で、雇用者数は着実に増加を続けながらも、徐々に増加ペースを落としてきている。非農業部門雇用者数は、4月が前月比21.1万人増と大きく伸びたが、3月は同7.9万人増、2~4月を均すと17.4万人増（雇用者数の伸び率としては年率1.4%）となった（2016年の平均は18.7万人増）。失業率が低下して労働需給がタイトとなった結果、賃金上昇ペースは加速していくはずだが、足元では逆にペースがやや鈍化した。民間時給上昇率は4月は前月比0.3%、年率換算では3.3%上昇となったものの、3月は前月比0.1%、年率換算でも0.9%上昇に止まった。2~4月を均すと、前月比0.2%、年率換算2.6%上昇。前月比でみて、足元数か月ほどは、上昇ペースの加速が止まっている。

上述したように趨勢として労働市場のタイト化が着実に進んでいる以上、多少の振れはあるにしても、トレンドとしては賃金上昇率の加速が見込まれる。その意味では、足元数か月の時給上昇ペースの足踏みについては、一時的なものとするべきであろう。しかし他方において、大きく低下した失業率と回復の鈍い労働参加率が併存する現状は、労働市場が今なおリーマンショックの傷跡から完全には復活していないことを示唆しており、そうした中においては、足元で生じているような賃金上昇率鈍化のリスクは今後も無視できないものと考えられる。

物価・金融政策：FRBの基本シナリオは変わらず

こうした経済情勢下において、5月2~3日に開催されたFOMCでは、利上げが見送られた。声明文では、1~3月期GDP等、経済指標の停滞を受けて、成長は減速した（slowed）としたものの、それは一時的（likely to be transitory）との判断を示し、金融政策を徐々に調整していくとともに、経済活動は緩やかなペースで拡大していくという、これまでの見通しを踏襲した。

3月FOMCにおける利上げ見通しでは、メンバー17名中、14名が年内利上げ3回以上（3月の利上げを含む。以下同）としていたが、現時点（5月22日）で市場が織り込む年内利上げ回数は、1回（つまり年内の追加利上げ無し）が約10%、2回が約45%、3回が約35%、4回以上が約10%となっている。市場の織り込み具合は、FOMCの景気減速は一時的との見通しに対して、コミーFBI長官解任などをめぐる政権の疑惑や政策スケジュールの後ずれがリスク要因となり、行きつ戻りつしている。

ただし、3月FOMCでは基本的にトランプ政策の影響を織り込まずに利上げ見通しを立てていることから、政策の進捗にかかわらず、3月の見通しが依然として基本シナリオであることに変わりはないものと考えられる。

