

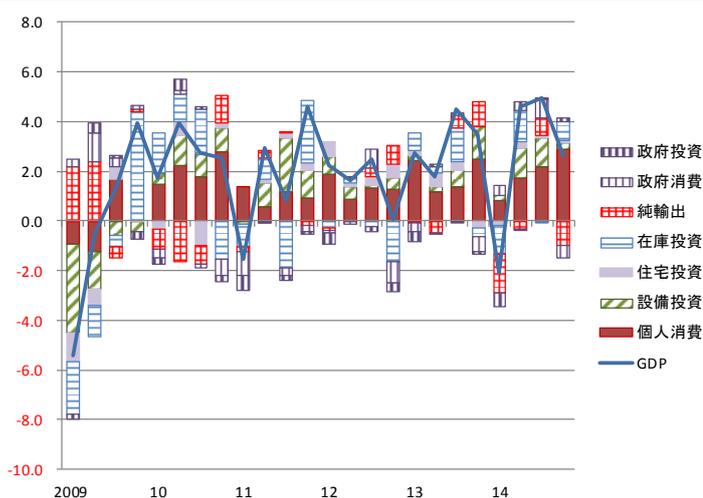
米国経済 UPDATE : 2014 年 10~12 月期の経済成長は個人消費頼み

米国の 10~12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 2.6% 増となった。伸び率は、7~9 月期の同 5.0% 増からは半減したが、依然として、米国の潜在成長率を上回るものとみられ、特段、低い水準ではない。ただし、設備投資が急減速、純輸出もマイナス寄与に転じたことから、個人消費頼みのアンバランスな成長となった。今後についても、ドル高の影響を受ける外需、シェール関連投資などの減退が予想される設備投資、拡大を阻害する根本要因が改善されない住宅投資については、拡大が当面は限定的となるおそれもあり、米国経済は個人消費頼みが続く可能性がある。

10~12 月期 GDP は、個人消費頼みの結果に

米国の 10~12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 2.6% 増と、市場予測 (Bloomberg 集計では 3.2% 増) を下回った。個人消費が、同 4.3% 増となって GDP を 2.87Pt 押し上げたものの、他の需要項目が合計で GDP を約 0.3Pt 引き下げており、個人消費頼みの経済成長となった。

実質GDP成長率(寄与度、前期比年率、%)



(出所)米国商務省

10~12 月期でイレギュラーな動きをみせたのが政府支出の軍事費であり、前期比年率 12.5% 減少した。これは、7~9 月期に急増 (同 16.0% 増) した反動減であり、GDP を 0.58Pt 引き下げている。ただし、この「軍事費要因」を除いても、個人消費以外の需要項目の GDP への貢献は、+0.3Pt 程度と低調に終わり、ここからさらに在庫変動の寄与分 (+0.82Pt) を差し引くと、再びマイナスになる。成長率自体 (2.6% 増) は、米国の潜在成長率 (大統領経済諮問委員会、議会予算局などの推計はいずれも 2% 台前半) より若干上の水準であり、特段低くはなく、むしろ 7~9 月期の 5.0% 増が異常であったといえるが、10~

12 月期の内容をみると、あまりに個人消費に依存しておりバランスが悪い。

このようなアンバランスの原因の 1 つとなっているのが、設備投資の減速である。設備投資は、7~9 月期の前年同期比 8.9% 増 (GDP を 1.10Pt 押し上げ) から、10~12 月期には同 1.9% 増 (同 0.24Pt 押し上げ) と大きく減速した。産業機械や輸送機械関連の設備投資が 7~9 月期の同 3 割増から 10~12 月期には同 1 割減へと急減速した。さらに、今年はシェール関連投資などの減退が予想されることから、これが設備投資全体の足を引っ張るおそれがある。また、輸出の伸びの鈍化と輸入の急回復から、純輸出の GDP 成長率への寄与が、7~9 月期の +0.78Pt から 10~12 月期は▲1.02Pt とマイナスに転じたことも、アンバランスの大きな要因となった。今後も、純輸出は、ドル高の影響を受けて苦戦する可能性が高い。他方、住宅投資は、10~12 月期の伸び率が前期比年率 4.1% 増となり、7~9 月期の同 3.2% 増から若干ながら加速した。ただし、加速したとはいえ、後述するように先行きには不透明感が残る。

以下では、個人消費、純輸出（外需）、設備投資、住宅投資について、単月の経済指標の動きを追うことで、10～12月期のGDPの背景と今後の経済の行方について考えたい。

マインドが大幅改善して個人消費は拡大継続へ

まず、10～12月期のGDP成長を支えた個人消費については、11～12月の年末2か月間にわたる、いわゆる「ホリデー商戦」は、11月は好調だったものの12月になって失速した。

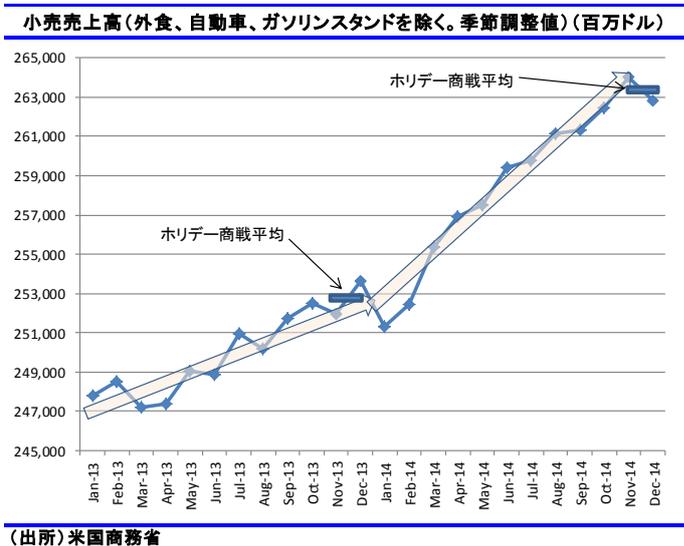
米国商務省発表の小売売上高からホリデー商戦の対象外と考えられる自動車関連とガソリンスタンド販売額を除いた数値を算出して、これをもとに売上動向を見ていくと、ホリデー商戦全体（11～12月合計）の売上高は前年同期比で4.2%増加しており、良好な結果を残した。特に、11月の実績については、前月比0.6%増、前年同月比4.8%増となり、文句なく順調な滑り出しであった。ところが、12月になると、前月比0.5%減、前年同月比でも3.6%増となり、想定外の失速となった。

12月不調の原因としては、小売店側が11月の早い時期から値引きを開始するなど、実質的な商戦スタートが繰り上がり、12月の消費分が11月に先食いされたためとする見方が多い。しかし、11～12月合計を9～10月合計と比較してみると、年率3.5%の伸びにとどまっており、ガソリン価格の急落などを背景に、大きな期待が寄せられたホリデー商戦であったことを考えると、やや物足りない結果に終わったと言えるだろう。

しかし、これを以て、米国の消費拡大が今後は鈍化するとみるのは早計のようである。年明け1月の消費者信頼感指数は、12月の93.1から9.8Pt上昇して102.9となり2007年8月以来の高水準を回復した。今回は特に現状指数の伸びが顕著であり、99.9から112.6まで12.7Pt上昇して、将来指数を大きく引き離れた。

図にみられるように、この指数の過去の推移をみると、景気拡大期間の途中で現状指数の伸びが加速して将来指数を引き離す。これは、景気拡大期の初期には、いまだ雇用が十分に回復せずに現状には信

頼が持てない中で、景気後退局面で控えていた消費意欲が解放されることなどで消費が拡大するのに対して、景気回復が進むと両指数が逆転、消費者は増加する所得・雇用に支えられて消費を継続・増加させていくものと考えられる。過去の経験則では、両指数の逆転のタイミングは景気拡大期のちょうど中頃に生じており、消費自体の伸び率は逆転の前後で加速はしないものの、堅調に拡大を続けている。この経験則



に従えば、米国の景気拡大局面はこれから後半戦に入り、原油価格下落というボーナスも受けて、消費は堅調に伸びていくということになる。

外需、設備投資、住宅の3つの懸念材料

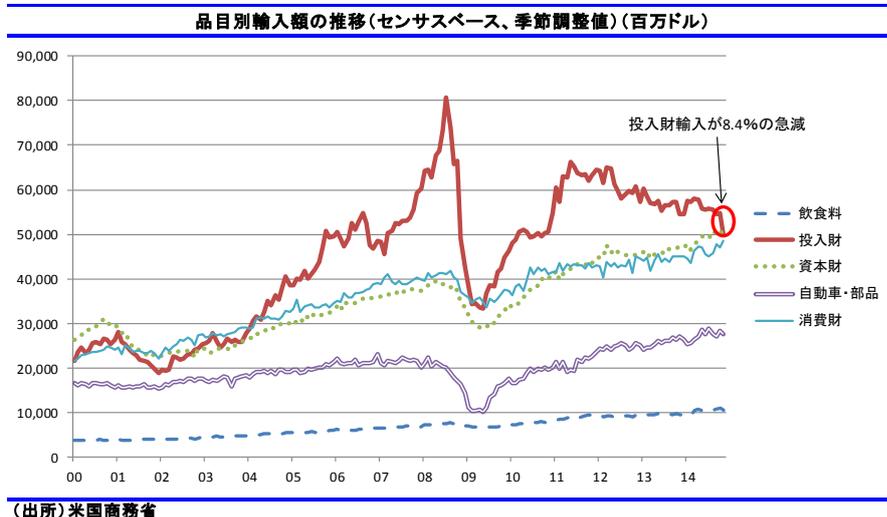
このように、消費の拡大に期待がかかる一方で、外需、設備投資、住宅投資には、年明け以降についても懸念材料が潜む。

まず、外需については、11月の貿易統計においてサプライズとなる赤字縮小が生じた。11月の輸出は前月比1.4%減、輸入は同2.6%減とともにマイナスとなったが輸入の減少幅が大きかったために、貿易赤字は同5.4%縮小した。輸入減少の主因は原油価格下落などにより投入財輸入が同8.4%減少したことだが、そのほかの品目でも、飲食

料(4.5%減)、自動車・同部品(2.6%減)など、輸入は広範囲に減少している。輸出については、資本財(4.8%減)、自動車・同部品(3.6%減)などが減少した。このように、11月の輸出入の減少は原油価格下落だけを原因とするものではないため、価格の影響を排除した実質ベースでも、輸出が同0.4%減、輸入も同1.6%減とやはりいずれも前月比減少となっている。実質輸出の前月比減少は2か月ぶり、実質輸入の減少は5か月ぶり。

今後の外需については、原油価格が12月以降もさらに下落を続けているため、これが名目ベースでは輸入減少、貿易赤字改善の要因となることが見込まれる。ただし、米国の内需が大きく腰折れすることは目先想定できないため、実質ベースでは輸入は増加に転じるものとみられる。これに対して、輸出については、ドル高がなおも進行しており、また、中国の経済減速も続いていることから、輸入に比べて回復が難しい。その結果、貿易赤字は実質ベースで拡大に向かうことが予想され、外需がGDP成長率を引き下げる要因となることが懸念される。

次に、設備投資については、ここ数か月、資本財受注の動きが弱まっている。設備投資の先行指標となる非国防資本財(除・航空機)の新規受注の推移をみると、単月では9月以降、単月の振れを均すために3か月平均にすると、8月以降、連続で前月比マイナスとなっている。その結果、設備投資は、前述のとおり、10~12月期にかけて急減速した。今後については、原油価格急落により採算割れを起こすシェール油田が増加していることを受けて関連企業が設備投資支出の削減を表明しており、シェールなどのエネルギー関連投資が縮小してくることが想定される。設備投資全体で見れば、好調な個人消費を受けて、今後、設備投資を増やす動きが活発化し、GDP成長への寄与が続くものと予想されるが、これまで設備投資を押し上げてきたシェール・ブーム要因が剥落し、逆に引き下げ要因に転じることの影響については、注視していく必要がある。



最後に、住宅投資については、足元で徐々に回復傾向が明確になりつつある。12月の住宅着工件数は、前月比4.4%増の年率108.9万戸となった。昨年来の90~110万戸のレンジからはいまだに抜け出してはいないが、下限が明らかに切り上がってきている。12月の好調の要因としては、住宅ローン金利の低下(30年固定で9月の4.16%が12月は3.86%)と、2015年中に見込まれる利上げを意識しての買い急ぎが指摘されている。しかし、その半面で、これまで住宅投資の回復を阻害してきた所得の伸び悩みや高水準の学生ローン負担などには改善がみられないことから、回復の持続性については依然として不透明な状況にあるといえる。

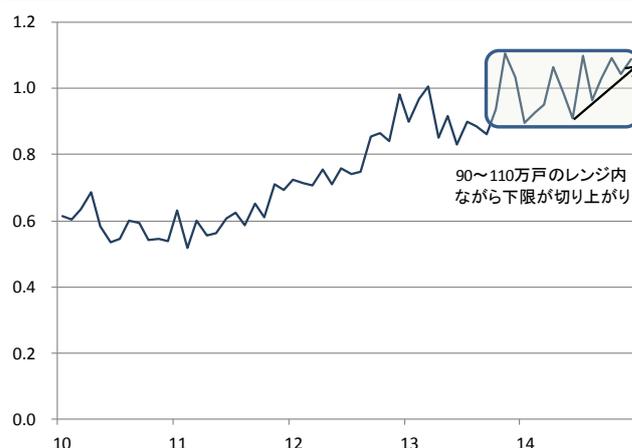
雇用統計では賃金が前月比マイナスのサプライズ

次に、労働市場については、12月の雇用者数(農業部門を除く)は前月比25.2万人の増加となり、引き続きハイペースでの雇用増が続いている。前月比20万人以上増加は11か月連続、同25万人以上増加も4か月連続であり、2014年1年間では295万人増えた。これは、1999年以来の増加数となる。産業別ではサービス業雇用の増加が中心ではあるが、12月は、これがやや減速したのに対して、建設業の雇用が伸びた。

12月は失業者も減少して、失業率は11月の5.8%から5.6%へと改善した。この5.6%という水準は、2008年6月以来の低水準となる。また、U6失業率(内心では職を求めながらも労働市場に戻れずにいる人や、意に反してパートタイム雇用を続けている人を失業者としてカウント)も、前月の11.4%から0.2Pt改善して11.2%に低下している。長期失業者も3.7万人減少したが、12月については失業期間の短い失業者の減少幅が大きかったために、失業者全体に占める長期失業者の割合は31.0%から31.9%に上昇した。また、労働参加率は、前月の62.9%から62.7%へと低下した。12月については、労働市場からの退出が、失業率を引き下げている部分も大きかったものとみられる。

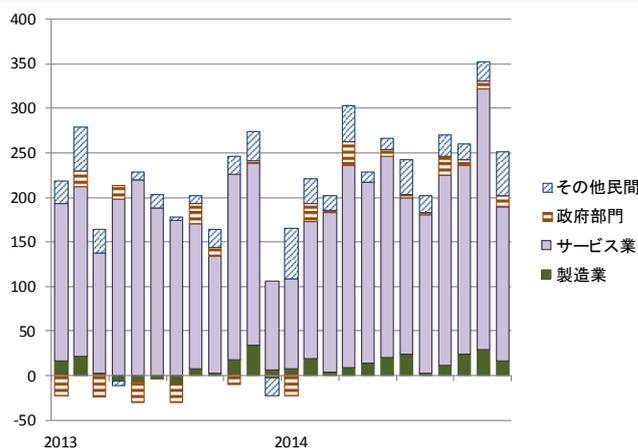
これに対して、今回の雇用統計での最大のサプライズは賃金上昇率の鈍化であった。12月の民間時給は、前年同月比1.7%増にとどまり、2年以上続いていた1.9~2.2%のレンジから下に突き抜けた。前月比では、

住宅着工件数(年率、百万戸)



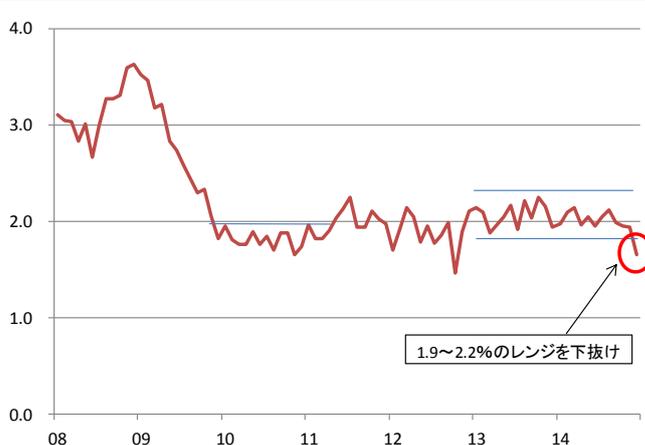
(出所)米国商務省

非農業部門雇用の増加数推移(千人)



(出所)米国労働省

民間部門時給の推移(前年同月比、%)



(出所)米国労働省

0.2%下落した。賃金が前月比マイナスとなるのは、2013年7月以来。業種別では、鉱業・木材業が大きく下げたほか、製造業、建設業、サービス業と極めて広範な業種で賃金の低下が生じている。

米国では雇用者数はハイペースで伸び続け、失業率も低下してはいるものの、労働需給の締め合い具合を示すバロメーターである賃金の伸び率は逆に前月比で下落に転じた。このことは、イエレンFRB議長がかねてから主張しているように、低下はしてもなお高水準にあるパート比率や、低迷する労働参加率など、表面的な失業率には表れない質の面での労働資源の余剰が依然として存在していることを示唆している。

ただし、昨年来のエネルギー価格の下落によりインフレ率も低下してきていることから、こうした賃金の（前月比）下落がそのまま実質賃金の低下には結びつかずに、消費へのダメージが回避されているものと考えられる。実際、12月の消費者物価指数は、総合指数が前月比0.4%減と11月の同0.3%減から下げ幅を拡大、エネルギーと食料を除いたコア指数も12月は前月比横ばいとなり、11月の同0.1%増から低下している。総合指数の下落を考慮すれば、12月の実質賃金は差し引きで0.2%増となる。その一方で、名目賃金の下落により、賃上げからくる物価上昇圧力は一段と弱まった。そのため、FRBが目標とする年率2%のインフレ状態からも、その分、遠のいたといえるだろう。

FOMC、利上げへのシナリオには変化見えず

1月28日に発表されたFOMCの声明文は、こうした経済の現況を簡潔に表しているが、その際に重視した部分と触れずにすませた部分とを比べてみると、総じて、米国経済の好調な面に焦点を当てたという印象である。

前回12月17日に発表された声明文からの変更点に注目しつつ、今回の声明文の特徴をみていくと、第1に、足元の景気動向に関しては認識を上方修正している。具体的には、「経済活動は堅調に (solid pace) 拡大」（前回は、moderate pace）、「雇用は強力に増加 (strong job gains)」（前回は、solid job gains）、さらには、新たに、「最近のエネルギー価格下落が家計の購買力を押し上げている」との文言が追記された。上述のように、消費については、12月の減速と1月の消費者信頼感の高まりというやや相反する動きがあったが、声明文では後者を重視、雇用についても、賃金上昇率の低下には触れずに、11、12月の大幅な雇用者数増加を素直に評価した。また、ここ数か月の資本財受注の弱さなど、設備投資減速への懸念についても、触れていない。

第2に、足元でのインフレ率の低下については、率直に表現した。具体的には、「インフレーションはさらに (further) 低下」（前回は、インフレ目標より下で推移と表記）、「市場ベースの期待インフレ率はここ数か月で大幅に (substantially) 低下」（前回は、somewhat further）とし、新たに、「短期的には、インフレ率はさらに低下することが予想される」と追記した。また、「（目標である）2%に向かって徐々にインフレ率が上昇すると予測」の部分には、「中期的に」が追記された。くわえて、インフレ率低下の原因については、「主に (largely) エネルギー価格下落を反映したもの」（前回は partly）と記述している。

第3に、利上げのタイミングを決めるために考慮すべき項目として、前回記述されていた労働市場の状況などに加えて、今回、「国際的な動向 (international development)」が追記された。前回FOMCの際には、ロシアのルーブルが急落するなど資源国経済をめぐって市場が乱高下していたにもかかわらず、声明文では「国際的な動向」には触れなかった。しかし、欧州中央銀行による本格的な量的緩和の開始や、

スイス国立銀行の対ユーロ相場の上限撤廃などが実施された今回は、FRBは声明文に盛り込んできた。

このような認識の下、FRBは、前回より導入したフォワードガイダンス（FOMCは金融政策の正常化を開始する時期を忍耐強く待つことが可能と判断する）をそのまま維持し、前回声明文には残っていた前々回までのフォワードガイダンスの文言（現状の0～0.25%という誘導目標水準を相当の期間維持）は削除した。

利上げ開始のタイミングについての市場の見方は、ここ数か月の原油価格の下落と、それに影響を受けたインフレ率低下を受けて、今年年央から今年後半へと徐々にシフトしてきていた。これに対して、今回の声明文は、現状認識部分では、「景気・雇用の上振れ」は利上げの前倒し要因、「インフレ率低下」は先送り要因であり、FRBが差し引きでどちらの変化を重視するのか読み取りにくいものとなった。また、フォワードガイダンス部分についても、これまでのシナリオの流れがそのまま引き継がれており、利上げ開始時期を判断する材料にはなりにくいものであった。結果として、利上げ時期に関する市場コンセンサスは、今年後半にシフトしたままで、FOMCの前後ではほとんど変わらなかった。

以上