

米国経済 UPDATE : GDP 成長率急減を引き起こした「3つの不振」は解消されるか

米国の1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率0.2%増に急減した。その原因としては、寒波の影響による消費の不振、設備投資（特に鉱業関連の構築物投資）の不振、輸出の不振の「3つの不振」が挙げられる。このうち、消費の不振については寒波が去り改善に向かっていくことから、GDP成長率も4～6月期以降、回復していくことが見込まれる。ただし、設備投資と輸出については4～6月期の急速な回復は難しいものとみられ、当面、米国の経済成長は伸び悩む可能性がある。

1～3月期GDPは、予想を大きく下回る急減速

米国の1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率0.2%増と、市場予測の1.0%増を大きく下回った。

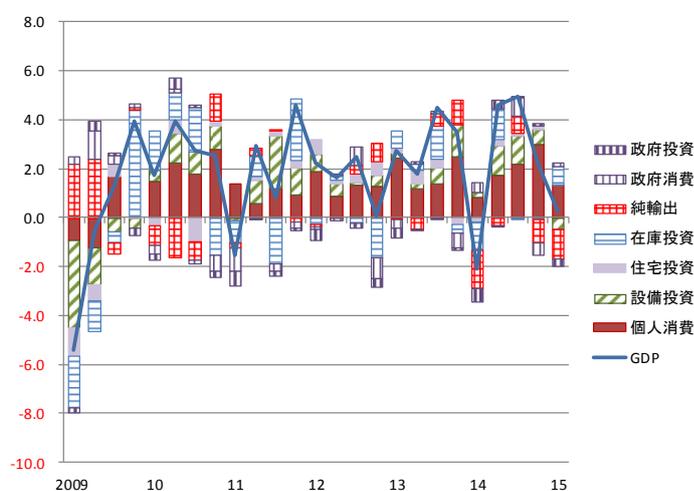
1～3月期の伸びを要因別に10～12月期の伸びと比較してみると、急減速は「3つの不振」によって引き起こされていることが分かる。第1の不振が、個人消費である。個人消費の伸び率は、10～12月期の前期比年率4.4%増（GDP寄与度では2.98Pt）から1～3月期は同1.9%増（同1.31Pt）へと半分以下の水準にまで減速した。

第2の不振が、設備投資である。設備投資の伸び率は、10～12月期の前期比年率4.7%増（GDP寄与度では0.60Pt）が1～3月期には3.4%減（同▲0.44Pt）とマイナスに転じた。設備投資の内訳をみると、機器は同0.1%増であるのに対して、構築物が同23.1%減と10～12月期の同5.9%増から急激に悪化した。中でも、鉱業関連の構築物が同48.6%減と急ブレーキがかかった状況にある。

最後に、第3の不振の輸出については、10～12月期の前期比年率4.5%増から1～3月期は同7.2%減のマイナスに転じた。1～3月期は、西海岸港湾労働者のストライキの影響もあり、輸入も同1.8%増にとどまったものの、外需（輸出－輸入）のGDP寄与度は10～12月期の▲1.03Ptから▲1.25Ptへとマイナス幅を広げた。

以下では、これらの「3つの不振」を中心に単月の経済指標などの動きを追うことにより、1～3月期のGDPの背景と今後の経済の行方について検討する。結論を先取りすれば、個人消費の不振については、主因が寒波と積雪という天候要因であることから、今後は回復が期待できる。その半面、設備投資については、鉱業関連の投資が少なくとも4～6月期までは前期比での回復は難しいものとみられ、また、輸出についても、ドル高の継続が米国製品の競争力の足を引っ張っていることから、今後も多くは望めない。以上より、4～6月期以降については、1～3月期の0.2%増からは回復が見込まれるものの、昨年以上に

実質GDP成長率（寄与度、前期比年率、%）

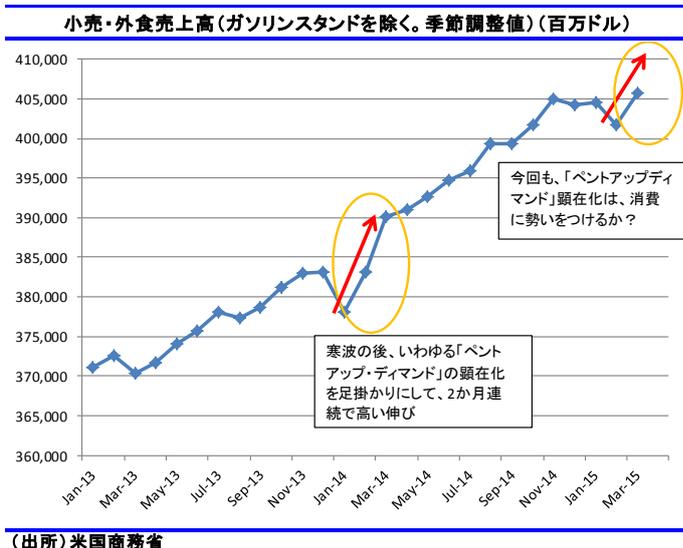


（出所）米国商務省

個人消費に支えられたバランスの悪い成長スタイルとなることが予想され、また、成長率自体も当面、伸び悩む可能性がある。

個人消費は回復基調を強めるか

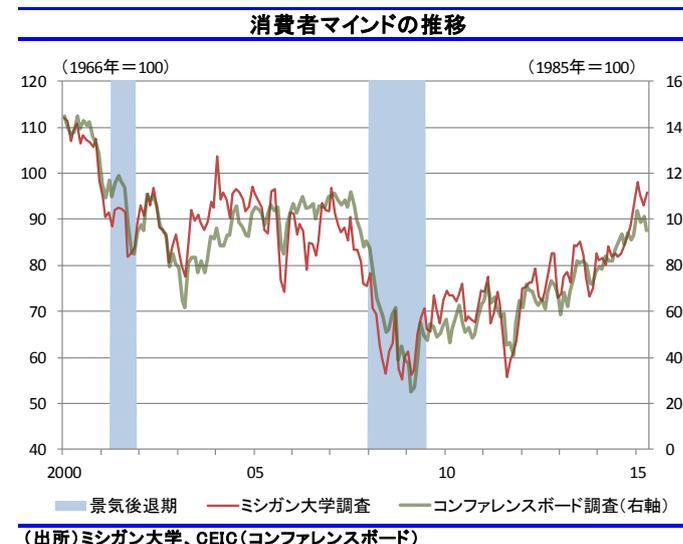
まず、個人消費の不振についてだが、1~3月期の変調は、小売売上高にも顕著に表れている。小売・外食売上高は、1月はガソリン価格の急落に伴うガソリンスタンドの販売減を主因として前月比0.8%減、2月も寒波や積雪の影響から自動車販売などが低迷したために、同0.5%減となった。ただし、3月は、米国を襲った寒波も去り、溜め込まれていたペントアップデマンドが顕在化する一方で、ガソリン価格も比較的安定していたことから、小売・外食売上高は、同0.9%増へと急回復した。



このように、足元数か月の小売売上高は、ガソリン価格や天候といった特殊要因の影響を受けて振れが大きく、このままでは個人消費の実体としての強さやトレンドを把握しにくい。そこで、ガソリン価格急落の影響を除くためにガソリンスタンドの売上げを除外して算出してみると、1月から3月までの増減率は、前月比0.1%増、0.7%減、1.0%増となり、小売の実績は大きく改善する。しかしそれでも、2月の減少の前の12、1月も売上が停滞していたために、図表にみられるように、3月単月の伸びだけでは昨年11月までの成長軌道に復帰するまでには至っていない。

これに対して、昨年も第1四半期に「寒波による失速⇒回復」という動きがあったが、昨年場合は、寒波による急落から2か月で成長軌道に復帰している。昨年1月の寒波による急落分(前月比1.4%減)は、ペントアップデマンドの顕在化を足掛かりとして翌2月にほぼ取り戻し(同1.3%増)、3月も続けて高い伸びを記録(同1.9%増)したことにより、一気にそれまでの成長軌道へと戻ったのである。

そこで、今年も昨年同様に早々に成長軌道に戻ることができるかどうかだが、3月単月のみならず、4月あるいは5月くらいまでの動きをみる必要がある。この点を考えるに当たっては、①消費者マインド、②雇用所得環境、③ガソリン価格が鍵となる。まず、消費者マインドについては、直近のピークである1月からは低下してきてはいるものの、コンファレンスボードの消費者信頼感指数、あるいは、ミシガン大学の消費者センチメント指数は、いずれも足元まで高水準を維持している。



次に、雇用所得環境については、後述するように、年初来の景気軟化が雇用増のペースを鈍らせてき

ており、これが足元での消費マインドに悪影響を及ぼし始めている。さらには、賃金上昇も鈍い。しかし、ペースが鈍化したとはいえ雇用は依然として増加を続けており、また、失業率は低下を続け、新規失業保険申請件数なども低位で抑制されたままであり、雇用環境が急激に悪化していくような状況ではない。そして、雇用環境が急激に悪化しなければ、消費者マインドが大きく崩れる恐れもなくなる。

最後に、3つめの要因であるガソリン価格に関しては、下落が止まり底値からは上昇してきているものの、本格的に反転するには至らずに継続して個人消費に追い風を送り続けている。原油価格低迷は、エネルギー関連の設備投資減少などを通じて雇用所得環境に影を落とし始めているが、そうした悪影響よりも、家計の実質所得拡大という好影響の方が経済効果は大きくなる可能性が高く、家計がガソリンの安値定着を認識すれば、その分、消費を拡大していくことが見込まれる。以上より、消費をとりまく環境は盤石とは言えないものの、今年も昨年同様に個人消費は、回復基調を強めていくものと考えられる。

住宅建設の反発は鈍い

このように、寒波の後、3月に急回復が見られた個人消費と比べると、住宅建設は反発が鈍い。

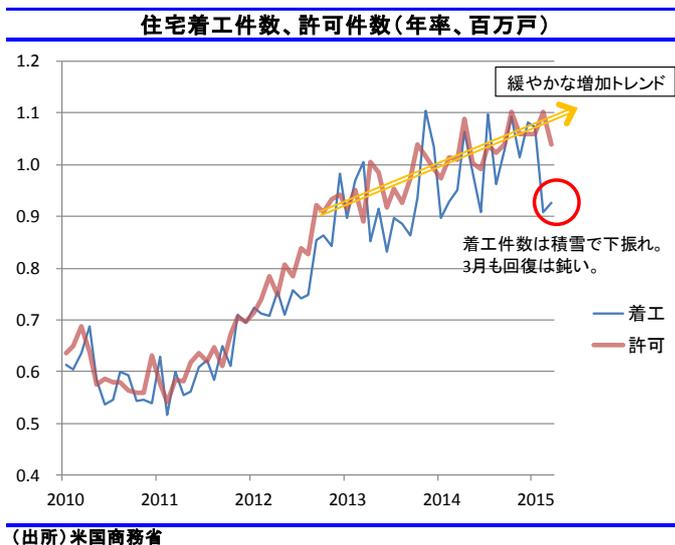
2月の住宅着工件数は、前月比15.3%減の年率90.8万戸まで急減した。積雪の多かった北東部、中西部が、それぞれ56.9%減、33.3%減と大きく落ち込んだことが主因である。しかし、積雪の影響が収束した3月になっても、着工件数は前月比2.0%増の年率92.6万戸にとどまり、1月の水準(107.2万戸)には遠く及ばない極めて鈍い回復となった。住宅着工件数は、過去2年ほど、年率90~110万戸のレンジ内で徐々に水準を切り上げて推移していたが、2、3月と2か月続いた低水準により、そうしたトレンドが中断された形である。

ただし、着工許可件数は3月もそれまでのトレンドを維持していることから、このまま住宅建設の回復トレンドが腰折れすることは考えにくい。若年家計における学生ローンの負担、銀行の融資基準が緩まないことなどから住宅投資の環境は決して良くはないものの、4月以降、着工件数は、少なくとも許可件数に見合った水準にまでは回復して、緩やかな増加トレンドに復帰していくことが予想される。

輸出は着実に減少してGDPを下押し

このように天候に大きく左右された個人部門に対して、企業部門では、ドル高や原油安が着実に悪影響を及ぼす構図が続いている。輸出に関しては、まず、ドル相場の動きをみると、ドルの名目実効為替レートは、3月が前月比1.8%上昇しており、これで8か月連続の上昇となる。

これに対して、輸出動向をみると、2月は名目値で前月比2.2%減、実質値でも同2.3%減となった。いずれも、4か月連続の減少である。この間、品目別では、原油・金属等資源関連製品のほか、油田掘削機械などの産業機械類の減少も目立つ。ドル高が米国製品全般の競争力を低下させている上に、資源価格の



下落、さらには原油安によって掘削等産業機械の世界需要が低下していることなどが、輸出にはダメージとなっている。2月は、西海岸港湾労働者のストライキも影響した。

他方、輸入も、2月はストライキが荷動きに悪影響を及ぼして、名目、実質ともに前月比マイナスとなった。減少幅は名目値で5.5%、実質値で3.8%と大きく、2009年2月以来となる。そのため、2月は貿易赤字も大きく改善した。ただし、12、1月と連続して貿易赤字額が前月比増加したことから、1~2月の実質貿易赤字(平均)は10~12月の赤字額(平均)を上回って推移しており、1~3月のGDP推計でも、外需はGDP引き下げ要因(▲1.25Pt)となった。

4月については、ドルの名目実効為替レートは9かぶりに前月をやや下回って推移しており、ドル高が一服している状態ではあるが、水準としては高止まりしたままである。また、原油等の資源価格も本格的な反転をみせておらず、資源関連の産業機械需要の回復も当面は望みにくい。このように、輸出に関しては逆風が消えない一方で、今後、米国の消費が上述のように回復傾向を強めてくるとすれば、輸入は拡大に向かう。結果として、米国の貿易動向は、年後半に向けて輸出減・輸入増の組み合わせが進行しやすい状況が続くことが想定される。

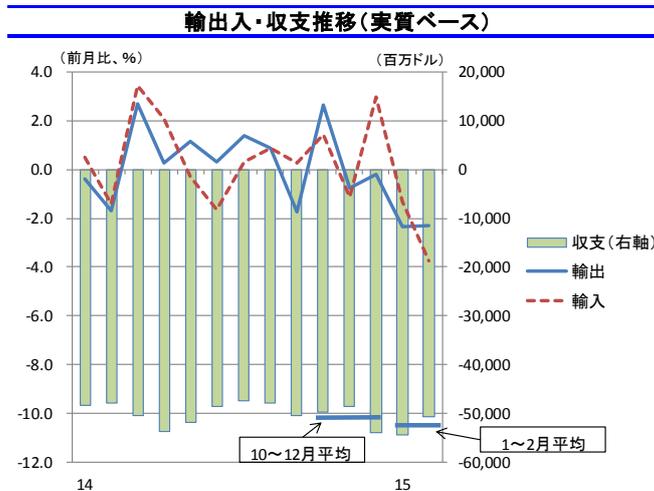
足元、生産の低下は一巡したが...

こうした輸出の停滞は、企業の生産活動を低下させる要因となっている。製造業景況感(ISM)指数では、輸出受注が1月以降、拡大と縮小の分岐点となる50を割り込んでおり、これと並行して景況感総合指数も3月には51.5まで下落した。これらの景況感低下とともに現実の生産(FRBの製造業生産指数)も1月が0.6%減、2月も0.2%減と前月比減少が続いた。

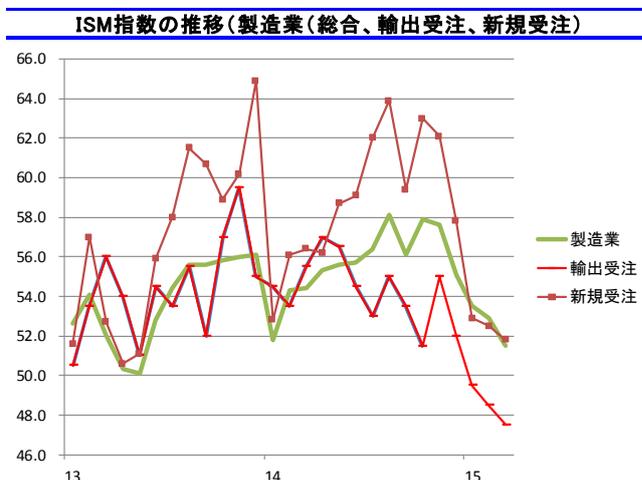
3月になってからは調整が一巡した感があり、製造業生産指数は前月比0.1%増となり、わずかながらプラスに転じた。品目別では、鉄鋼などの一次金属は依然として生産低下が続いているが、新車販売の増加から自動車・同部品が回復した。ISM指数が受注関連などで3月まで低下を続けている一方、4月のシカゴ購買部協会景気指数は大幅な改善を見せており、ISMも4月に改善する可能性がある。今後、生産が順調に回復していくかどうか、微妙な状況にある。

鉱業関連の構築物投資は4~6月期も前期比マイナスの可能性

設備投資関連分野については、指標によってやや相反した結果が出ているものの、総じてみれば厳しい状況が続く可能性がある。具体的には、製造業生産指数(3月)では、建設・鉱山機械などの産業機械は



(出所)米国商務省



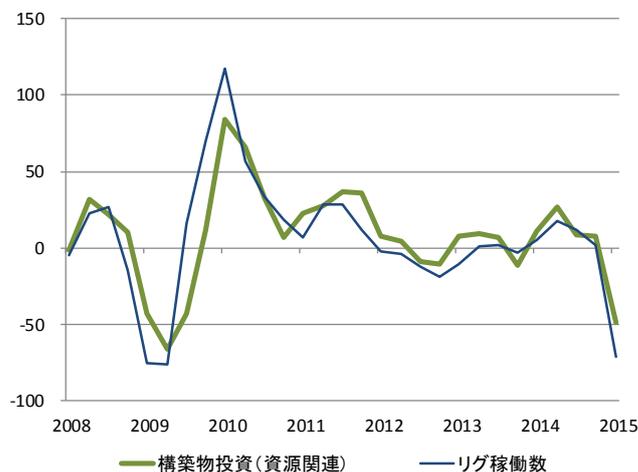
(出所)CEIO (Institute for Supply Management)

下げ止まり、あるいは、足元でプラスに転じつつある。また、ISM 新規受注指数（3月）でも、産業機械類は増加を示している。他方において、設備投資の先行指標となる非国防資本財（航空機除く）受注は、3月が前月比0.5%減となり、7か月連続でのマイナスとなっている。

分野別では、特に鉱業関連の設備投資について、少なくとも4~6月期まではマイナスとなる可能性が高い。その背景としては、原油価格が本格的な反転を見せていないこと、そのため、鉱業生産が3か月連続の前月比減を記録していること、さらには、米国のリグ稼働数が依然として減少を続けていることが挙げられる。過去の動きをみると、リグ稼働数の増減率と鉱業関連の構築物投資の増減率は概ね一致した動きとなっており、1~3月期には、リグ稼働数が前期比年率7割減に対して構築物投資は半減となっている。

そこで、仮に4~6月期のリグ稼働数を1~3月期（平均約1,400基）の水準で維持しようとする、足元では932基まで減りなお減少傾向にあるところ、5、6月の平均稼働数を1,600基超まで引き上げる必要があり、現実的ではない。したがって、4~6月期の鉱業関連の構築物投資は、リグ稼働数の減少に合わせて引き続き減少する可能性が高く、設備投資全体でも、当面は急速な回復が望みにくい状況となろう。

構築物投資とリグ稼働数の推移(前期比年率、%)



(出所)米国商務省、Baker Hughes

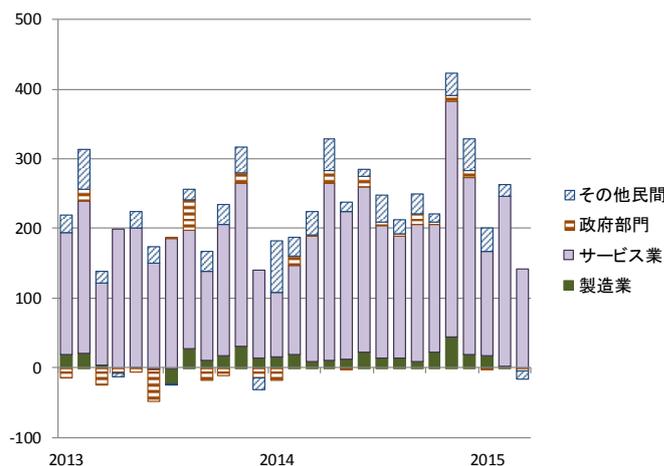
雇用増加がペースダウン

こうした年初からの冴えない経済状況が、好調が続いていた労働市場にもついに影響し始めた。雇用者数（農業部門を除く）は、昨年3月以来、前月比20万人超という増加ペースを続けていたが、今年3月について同12.6万人増と鈍化し、13か月ぶりに20万人の大台を割り込んだ。部門別では鉱業が3か月連続減、製造業、建設業が前月比減に転じたほか、民間サービス業雇用の増加幅も2月の24.4万人増から3月は14.2万人増へと縮小した。

今後については、上述のように個人部門は改善が見込まれるものの、鉱業、製造業は、原油価格低迷やドル高のために当面は苦戦が予想されることから、当該業種の雇用もまた縮小が続くおそれがある。そのため、雇用全体でも、2月までの大幅な増加ペースにすぐに戻ることはできるかどうかは予断を許さない。

このほかの雇用関連指標では、労働参加率が、1月62.9%、2月62.8%、3月62.7%と徐々に低下、2014年12月以来の低水準に戻った。賃金の上昇も加速していない。民間時給は、1月が前年同月比2.2%増、2月が同2.0%増、3月が同2.1%増と推移しており、2(±0.5)%の伸びが2010年以来以上続いている。

非農業部門雇用の増加数推移(千人)



(出所)米国労働省

また、週労働時間は2月までは6か月連続で前年同月比増加が続いており、週給はその分が時給の増加率に上乗せされて概ね前年同月比2%台後半を維持していた。しかし、3月は労働時間が前年同月比横ばい、前月比では2013年12月以来のマイナスとなったため、週給も前年同月比2.1%増まで減速した

他方において失業率は、1月5.7%、2、3月がともに5.5%となり、着実に改善している。また、失業の定義を広げたU6失業率は、1月11.3%、2月11.0%、3月10.9%、長期失業率も1月1.78%、2月1.73%、3月1.63%と改善しており、いずれもリーマン・ショック後の最低記録を更新した。

このように、指標によってまちまちとなる労働市場の状況を包括的に1つの指標で表すことを試みて、FRBでは昨年よりLMCI (labor market conditions index) を推計し、前月差を毎月公表している。3月のLMCIは、2012年6月以来、およそ3年ぶりの前月差マイナス(▲0.3Pt)を記録した。ここから、3月には労働市場の需給が全体として緩み、完全雇用状態からは逆に遠ざかったものと解釈できよう。

FOMCの景気認識後退で、6月利上げ確率はゼロへ

1~3月期GDPが発表された4月29日には、28~29日に開催されていたFOMCの声明文も公表された。声明文では、こうした足元の経済状況を反映させて、景気認識を下方修正している。具体的には、「経済成長が幾分緩やかになった(3月FOMC)」⇒「冬の間減速した(4月FOMC)」、「強力な雇用増と失業率低下により労働市場の状況はさらに改善(3月FOMC)」⇒「雇用増は緩やかになり失業率は一定のまま(4月FOMC)」、「家計支出は緩やかに増加(3月FOMC)」⇒「家計支出の伸びが減少(4月FOMC)」、「事業固定投資が促進(3月FOMC)」⇒「事業固定投資は軟化(4月FOMC)」、「輸出は弱まった(3月FOMC)」⇒「輸出は減少した(4月FOMC)」といった具合に、主要需要項目について全面的な下方修正である。

他方において、経済成長の減速は「一部は一時的な要因を反映したもの」とし、フォワード・ガイダンスなど利上げに向けた方針の部分については、若干の文言の追加修正などはあったものの、基本的には変えていない。しかし、4月FOMCおよび1~3月期GDPの結果を受けて、利上げ開始のタイミングについての市場の見方はさらに後倒しされた。Fed Funds futures から見た市場の利上げ見通しは、6月の利上げ確率がついに0%となり、9月が29%、10月が46%、12月でも63%となり、3分の1強の確率で年内利上げ無しとの見方となっている。

以上