

## Economic Monitor

## 米国経済 UPDATE : 1～3 月期マイナス成長でも回復期待は変わらず

米国の 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、昨年 10～12 月期の前期比年率 2.2%増から急減速して同 0.2%減となり、水面下に沈んだ。ただし、単月の個別経済指標が個人部門を中心として 4 月以降回復傾向を強めており、また、雇用も力強く拡大を続けていて、下期に向けての回復期待は変わらない。6 月 FOMC では、ほとんどの参加者が年内利上げを予測、イエレン議長は今後の利上げ軌道が緩やかなものになるという全体像こそが重要であると強調している。

## GDP の下方改定は、外需と在庫投資が主因

米国の実質 GDP 成長率は、昨年 7～9 月期の前期比年率 5.0%増、10～12 月期の同 2.2%増から、今年 1～3 月期は 0.2%減まで急減速して、水面下に沈んだ。速報値では同 0.2%増だったが、確定値では 0.2%減まで下方改定された。下方改定の主因は、外需（寄与度▲1.25Pt⇒▲1.89Pt）と在庫投資（寄与度 0.74Pt⇒0.45Pt）であり、それ以外の個人消費、設備投資等は若干の上方改定となった。

1～3 月期の急減速は、①寒波を主因とする個人消費の不振、②シェール関連の構築物投資急減を主因とする設備投資の不振、③ドル高に西海岸港湾労働者のストライキという波乱要因も加わっての輸出の不振という、「3つの不振」によって引き起こされたが（5 月 1 日付 Economic Monitor No.2015-24 参照）、その後 6 月に入って 4、5 月の経済指標が発表されはじめ、4～6 月期の米国経済の姿が徐々に明らかになりつつある。個人消費や住宅投資など個人部門を中心に回復傾向は強まっており、輸出は苦戦が続くものの雇用は順調に拡大していて、下期に向けての米国経済の回復期待は基本的に変わってはいない。

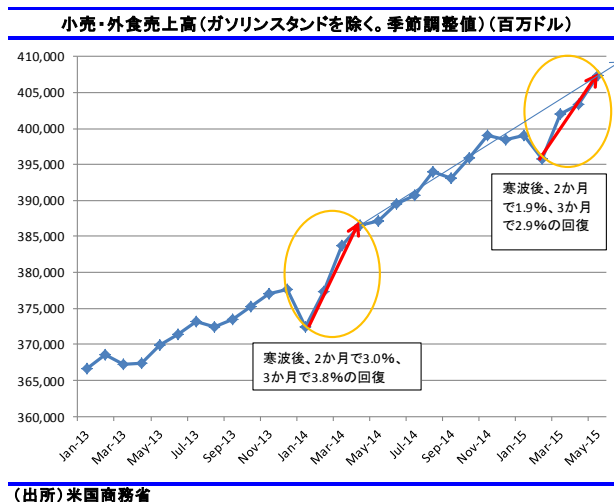
|       | 前期比年率伸び率 |       | 前期比年率寄与度 |        |
|-------|----------|-------|----------|--------|
|       | 速報値      | 改定値   | 速報値      | 改定値    |
| 実質GDP | 0.2      | △ 0.2 | 0.2      | △ 0.2  |
| 個人消費  | 1.9      | 2.1   | 1.31     | 1.43   |
| 設備投資  | △ 3.4    | △ 2.0 | △ 0.44   | △ 0.26 |
| 住宅投資  | 1.3      | 6.5   | 0.04     | 0.21   |
| 在庫投資  | -        | -     | 0.74     | 0.45   |
| 純輸出   | -        | -     | △ 1.25   | △ 1.89 |
| 輸出    | △ 7.2    | △ 5.9 | △ 0.96   | △ 0.79 |
| 輸入    | 1.8      | 7.1   | △ 0.29   | △ 1.10 |
| 政府支出  | △ 0.8    | △ 0.6 | △ 0.15   | △ 0.11 |

(出所)BEA

## 個人消費は回復基調を強める

まず、個人消費についてだが、小売売上高の推移をみると、2 月の寒波による落ち込みの後、3 月は急回復したものの 4 月には鈍化、5 月になって再び回復ペースを強めるといったジグザグした動きをみせている。

小売の状況について、昨年来のガソリン価格急落の影響を除いて実体のトレンドをみるために、ガソリンスタンドの売上げを除外して売上高を算出してみると、寒波による 2 月の前月比 0.8%減の後、3 月にはペンタアップデマンドが顕在化して同 1.6%増へと急回復、ところが 4 月は、建材店、百貨店、スーパーなどで販売額が減少して全体でも同 0.3%増と再び減速した。これに対して 5 月は、建材



店が急回復、自動車関連も同 2.0%増えて、全体でも 1.0%まで増加幅を拡大、小売売上高は昨年 of 寒波回復後を起点としたトレンド線上にまで復帰した。4 月の指標が出た時点でも、雇用・所得環境や消費者マインドは良好であったために、このまま減速が続くことは考えられなかったが、5 月の回復ではそうした見方が的を射ていたことが裏付けられた形である。

ただし、ガソリン価格が昨年比で低下している分、家計の購買力が上がっているはずだが、消費の勢いはせいぜい昨年並みであり、ガソリン価格低下の恩恵が顕在化しているとは言い難い。実際、寒波襲来後の動きを昨年と今年とで比較してみると、昨年の場合には、1 月の寒波による急落（同 1.4%減）の後に、2 月（同 1.3%増）、3 月（同 1.7%増）と連続して高い伸びを記録、4 月も売り上げ状況は良好に推移した（同 0.8%増）ために、寒波後 3 か月での伸び率は累計で 3.8%増となった。これに対して、今年の寒波後 3 か月の累計は 2.9%増にとどまる。後述するように、家計は 1~3 月の間、消費を増やす代わりに貯蓄をし、借金を返済していた。

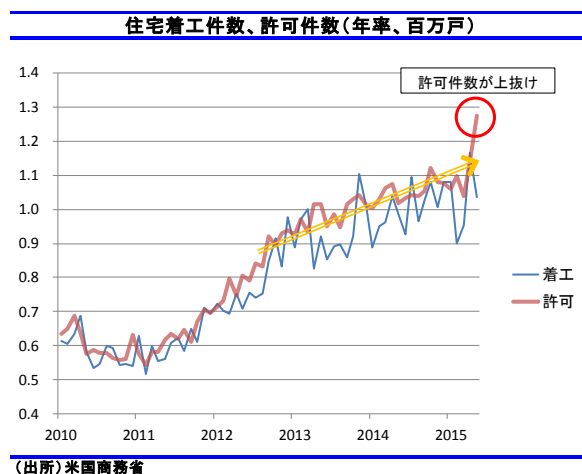
では、何時になったら、家計は財布の紐を緩めるのか。FRB のイエレン議長も述べているが、1 つの見方としては、家計がガソリンの安値定着を確信できていないという可能性が考えられ、もしこれを確信するようになれば、家計は安心して、その分の消費を拡大していくというシナリオも考えられよう。このシナリオに沿えば、ガソリン価格低下効果の顕在化は、先々の消費の上振れ余地として想定可能であろう。もう 1 つ、住宅購入を意識しての行動が影響している可能性もあるが、これについては次項で触れたい。

## 住宅許可件数の上抜けはトレンドの上向きシフトの流れ

住宅建設は、個人消費以上に寒波の影響を受け、その後の反発が遅れていたが、4 月に着工件数が急回復した後、5 月には許可件数がトレンドを大きく上抜けした。

住宅着工件数については、積雪の影響で遅延していた着工が集中した 4 月に前月比 22.1%増の年率 116.5 万戸と急回復したが、その後の 5 月は反動減から同 11.1%の減少となった。これに対して、天候の影響を受けない許可件数はより安定した増加トレンドを描いていたが、4 月の同 9.8%増に続き 5 月も同 11.8%増と 2 カ月連続しての大幅増となり、これまでの緩やかな増加トレンドを上抜けした形となっている。

もともと住宅建設は、サブプライム住宅ローンが 2008 年の金融危機の原因となっただけに、危機による落ち込みが激しく、そこからの回復も鈍いものにとどまっている。ただし、日本と異なり、人口の増加が続く米国においては足元の水準はあまりにも低く、住宅ストックの低い伸びが続く中で空室率の低下も進んできていることから、今後の回復余地が大きい需要項目であると言える。



これまで住宅投資を抑制してきた要因としては、住宅ローンの審査基準の問題や、若年層家計を圧迫する学生ローンの残債の問題、さらには、鈍い賃金上昇率の問題という「3重苦」が挙げられ、これらはいずれも住宅の一次取得の中心となる若年層を特に苦しめてきた。このうち、賃金面については、後述するように、新規雇用は時給の低い外食などが中心であり、時給の伸びも今はまだ捗々しくはないものの、その一方で、持続する雇用情勢の改善に伴って賃金上昇圧力が増してきているのは確かであり、ごくわずかながら伸び率が加速する兆しも表れつつある。これに対して、融資の審査基準については、FRB 調査をみると、過去1年程度、優良ローンについては緩和が続いているものの、サブプライムについては、基準はむしろ足元で厳しくなっている。また、学生ローンについても依然として残高は増え続けている。このように、総じてみれば「3重苦」にはさほど大きな変化はなく、若年層にとっての住宅取得環境は、依然として厳しいものと評価できる。

こうした住宅投資や住宅ローンをめぐる状況は健全といえは健全ではあるが、潜在的な需要を顕在化させられない状態が続いているとも言える。このような状況下では、結局、浮いた資金が生じたら、借金の返済に回して借入・信用条件を改善するのが、住宅ローンを借りるための早道となる。今年1～3月期は、家計の住宅ローン総残高は3期ぶりに前期比減、消費者ローンも5期ぶりの低い伸び率となり、家計の総債務残高の対可処分所得比は、減少を続けている。ガソリン価格下落などで生じた資金が、少なからず借金返済に回されたり、あるいは新規借り入れ抑制の原資に使われた可能性も指摘できよう。

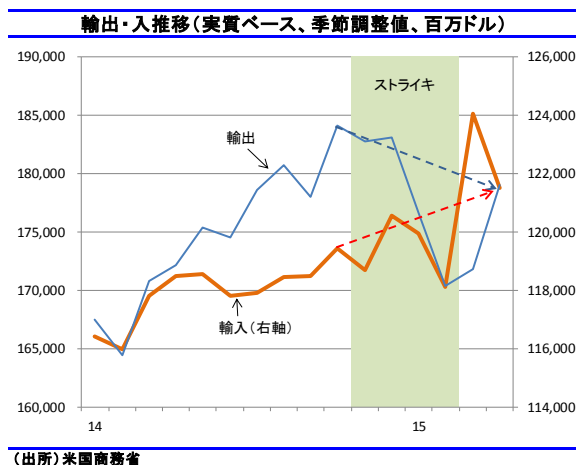
こうした中での5月の許可件数の上振れであるため、このままハイペースで住宅投資が加速していくことは想定しにくい。今回こそ大きく上振れしたが、依然として米国の住宅市場は、賃金・雇用状況の改善や家計の財務状況改善に沿った形で、トレンドを徐々に上向きにシフトしていく流れの中にあると見るべきであろう。

## 外需は4～6月期以降も輸出減・輸入増の組み合わせへ

次に、輸出（外需）に関しては、まず、構造的な要因としてドル高の影響がある。ドルの名目実効為替レートは、昨年8月から今年3月まで8か月連続の上昇により14%のドル高となった後、4月は前月比1.0%下落して、ドル高は一休みとなった。

ただし、3、4月の貿易統計に関しては、為替の動向よりはむしろ、昨秋から続いていた西海岸港湾労働者のストライキがようやく収束したことが強く影響した。特に、輸入に強く影響が出て、3月の輸入（実質ベース）は前月比8.7%増と急増したため、その反動から4月は同3.4%の減少となった。一方、輸出は、3月が0.5%増に対して4月は2.4%増。輸入に比べて、スト収束の影響は明確ではなかった。

ストライキは、昨年11月頃から怠業が顕著になったとみられており、それ以前の10月と足元の4月を比較してみれば、輸出は前月比0.3%減、輸入は同0.5%増のペースでここ半年間、推移していることになる。輸入は、ストの反動増・減を経てスト以前からのトレンドに概ね戻ったが、輸出は依然として10月比でマイナス圏にとどまっている。



今後の輸出動向については、名目実効為替レートは、5月までは前月比0.7%減と2カ月連続で下落していたが、6月に入り足元（6月19日）では若干ドル高に振れている。また、輸出先の経済状況をみても、中国やブラジルなど新興国経済が総じて冴えず、これからの輸出をめぐる環境は良好とは言えない。これに対して、輸入は、米国の個人消費の増加に伴い、順調に拡大していくものと考えられる。

こうした輸出入実績の結果として、貿易収支（実質ベース）は、4月は572億ドルとなり、急拡大した3月（664億ドル）から13.9%縮小した。この水準は、1～3月平均（576億ドル）とほぼ同じとなる。今後、輸入が概ね昨年来のトレンドに沿って拡大し、輸出は停滞が続くとすれば、赤字幅は4～6月期も前期比で拡大していくことが見込まれる。

### 鉱業関連の構築物投資は4～6月期まででほぼ底打ちか

設備投資については、足元は一進一退ではあるものの、ようやく底打ち感が出てきた。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、5月が前月比0.4%増と2カ月ぶりにプラスに転じた。2月に同5.1%減と大幅に減少してからは、比較的小幅な前月比増加と減少が毎月入れ替わるジグザグ歩行となっている。

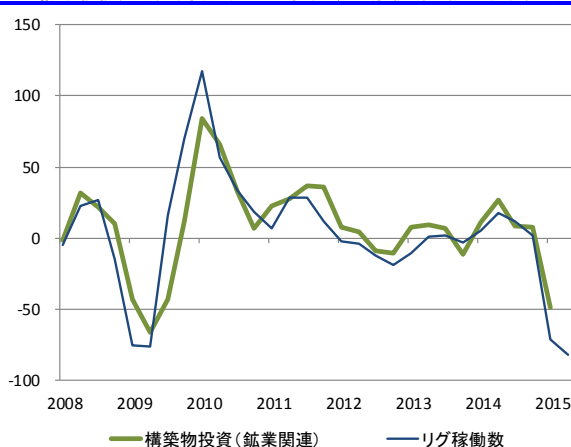
分野別では、1～3月期以降、鉱業関連の構築物投資で厳しい状況が続いてきた。米石油サービス会社 Baker Hughes の Rig count によると、米国のリグ稼働数は、足元6月19日時点でもなお減少を続けており、今年年初の水準の半分以下となる857基となった。過去の動きをみると、リグ稼働数の増減率と鉱業関連の構築物投資の増減率は概ね一致した動きとなっており、リグ稼働数は、4～6月期は足元までで平均911基、1～3月期（平均1,403基）対比では前期比年率8割減となることから、鉱業関連構築物投資も、4～6月期はかなりのマイナスが続くことが見込まれる。

ただし、リグ稼働数の減少率は急速に縮小してきており、過去4週平均では前週比0.8%程度までマイナス幅を縮めている。今後の原油価格の動向にもよるが、6月でリグ稼働数は底を打つ可能性が高い。そうなれば、設備投資全体でも大きなマイナス要因が解消に向かうことになり、7～9月期に向けては明るい材料となろう。

### 雇用は5月に急回復

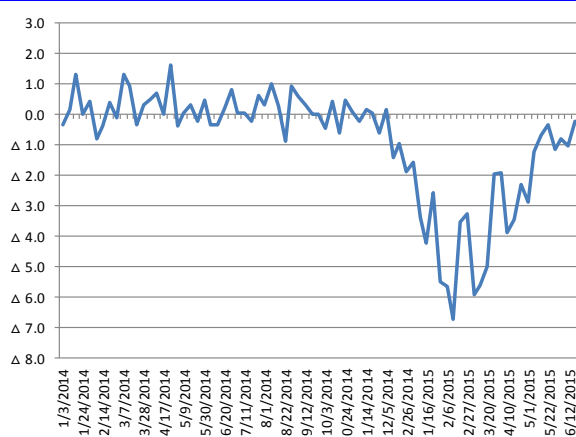
このように輸出や設備投資が軟調となる中でも、雇用は好調を保っている。寒波の影響により消費までが失速した影響を受けて、3月こそ、雇用増加数（農業部門を除く。前月比）が11.9万人増と13か月ぶりに20万人台を割り込んだものの、その後、4月は22.1万人増、5月も28.0万人増と急回復を遂げた。

構築物投資（鉱業関連）とリグ稼働数の推移（前期比年率、%）



（出所）米国商務省、リグ稼働数はBaker Hughesのウェブサイト「Rig count」  
（注）2015年4～6月期は、6月5日時点までの平均稼働数

リグ稼働数の推移（前週比、%）



（出所）Baker Hughesのウェブサイト「Rig count」

雇用者数の増減を業種別にみると、民間サービスが25.6万人増と全体の増加数の大半を占めた。中でも、ヘルスケア、娯楽関連、ホテル・外食などが顕著に増加している。これに対して、鉱業は1.7万人減となり5か月連続で減少するとともに減少幅が拡大している。その結果、鉱業部門の雇用者数は12月の86.0万人から5月には79.1万人まで1割弱、減少している。

このほかの雇用関連指標では、労働参加率が、5月は前月から0.1Pt上昇して62.9%となり、昨年4月からの62.7～62.9%のレンジでは最大となった。また、賃金上昇率も、5月の民間時給は前年同月比2.3%増となり、2013年8月以来の上昇幅となった。他方において失業率は、4月の5.4%から5月は5.5%へと0.1Pt上昇、失業の定義を広げたU6失業率も5月は4月の10.8%のまま横這いとなったが、長期失業率については4月の1.61%から5月は1.59%へと0.02Pt低下した。長期失業率が1.6%を切るのは2008年11月以来となる。

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が昨年より推計しているLMC指数も、3、4月と2か月連続で前月差マイナスとなったものの、5月は1.3Pt増加して3か月ぶりに前月比プラスとなった。このように、5月には主要統計、LMC指数が揃って改善傾向を見せ、また、週次の新規失業保険申請件数も足元まで低水準を維持していることから、労働市場は順調に改善を続けていると言える。

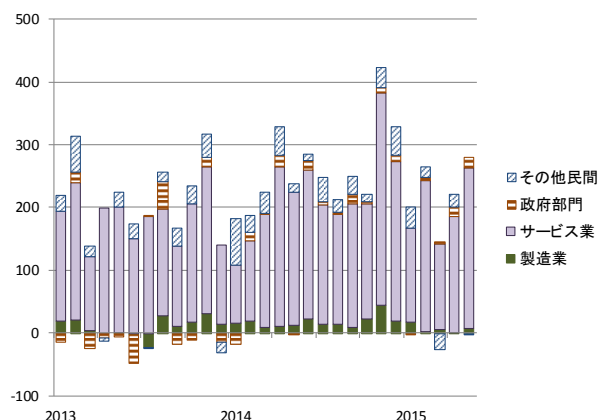
## 6月FOMCでは利上げ時期に決着つかず

ここまで見てきたように、ここ数か月の経済指標には、予想以上に弱かったGDPなどサプライズが散見され、その都度、市場の利上げに対する見通しも揺れ動いた。

4月には、3月分雇用統計の減速、1～3月期GDPの前期からの急減速と米国経済の弱さを示す指標が相次ぎ、利上げ開始時期は年後半、さらには来年からといった見方が出た。その後、5月になり、4月分の雇用統計はとりあえずは回復、弱気が後退しはじめたところで、同月22日に、FRBイエレン議長が講演において、「もし、私の期待するように経済の改善が続くのであれば、FF金利の誘導目標水準の最初の引き上げを行い、金融政策の正常化プロセスを開始するタイミングとしては、今年のどこかの時点が適当であると考えている」と発言して、年内利上げという見方が一気に優勢となる。さらには、6月になって5月分の雇用統計の好調もあり、利上げ開始は9月か、もう少し後かといった注目の中、同月16～17日にFOMCが開催された。

声明文では、経済状況の改善を受けて、経済活動全般の見方をslowedからexpanding moderatelyに上方修正、具体的に、雇用、家計消費、住宅部門などの回復に言及した。他方において、フォワードガイ

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

ダンス部分については、4月 FOMC の声明文と同様で、「労働市場がさらに改善し、インフレ率が中期的に目標である 2%に戻っていくことに合理的な確信が得られたら」利上げのタイミングであるとした。

では、それはいつになるのか。FOMC 参加者の FF 金利見通しでは、2015 年末時点で 0.125%が 2 人、0.375%が 5 人、0.625%が 5 人、0.875%が 5 人となった。3 月 FOMC での予測では 1%以上とする参加者が 4 名いたことを思えば、年内の利上げ回数や利上げ幅についての見方が収束してきてはいるが、依然として見方は割れている。

FOMC 後の記者会見で利上げ開始時期について尋ねられたイエレン議長は、ほとんどの FOMC 参加者が年内利上げ開始が適当であると見ていることを認めながらも、開始時期を重視しすぎるべきではなく、むしろ、その後も利上げペースは緩やかであり、緩やかな金融環境が継続するという政策全体の軌道こそが重要であると繰り返し強調した。

実際、FOMC 参加者による今回の FF 金利見通しを 3 月 FOMC での見通しと比べてみると、長期の目標値は変わらないものの、2016 年末、2017 年末の見通しは低下し、利上げペースはさらに緩やかなものとなっている。足元 4 月の個人消費デフレーター (PCE) を見ても、昨年来の燃料価格低下の影響から前年同月比 0.1%増、PCE コアも同 1.2%増にとどまり、いずれについても 3 月に比べて上昇幅を縮めており、2%到達はいまだ遠い。

そして、金利見通しの背景となる FOMC 参加者の経済見通し(中心レンジ)をみると、2015 年の GDP 成長率は 1~3 月期のマイナス成長を反映させて下方修正したが、長期では、3 月時点での見通しと変わらずに、GDP (潜在成長率) が 2.0~2.3%程度、失業率が 5.0~5.2%程度、個人消費デフレーターは FOMC の目標通りの 2.0%という姿を描いている。その際の FF 金利は、3.75%程度である。

この姿に向けて、2016、2017 年は経済が潜在成長率をやや上回って拡大するも

の、そうした中でも物価上昇は緩やかであり、したがって、利上げペースもまた緩やかになるというシナリオである。一般には、金利が十分に低く、失業率は完全雇用状態に達し、成長率もややオーバーシュート気味となれば、賃金上昇などを通じて物価が高騰を始めそうであるが、そうはならず物価が制御された緩やかなペースで目標である 2%に向かうというシナリオが示唆するのは、雇用統計 (低い失業率) の裏に隠れた余剰労働力が出尽くすまでにはまだ 1 年余りは時間的余裕があるという見立てであろう。上述のように、賃金にはわずかながら上昇率加速の兆しがあるが、この「兆し」が今後どのように展開していくのかが、利上げペースの鍵となる。

なお、1~3 月の GDP については、季節調整が完全ではなく、その歪みから過少に数値が推計されているのではないかという指摘が、サンフランシスコ連銀やフィラデルフィア連銀のエコノミストから相次ぎ、

FOMCメンバーによる経済見通し(中心レンジ)<sup>1)</sup>

|                              | 2015    | 2016    | 2017    | 長期      |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 実質GDP成長率 <sup>2)</sup>       | 1.8~2.0 | 2.4~2.7 | 2.1~2.5 | 2.0~2.3 |
| (3月FOMCでの見通し)                | 2.3~2.7 | 2.3~2.7 | 2.0~2.4 | 2.0~2.3 |
| 失業率 <sup>3)</sup>            | 5.2~5.3 | 4.9~5.1 | 4.9~5.1 | 5.0~5.2 |
| (3月FOMCでの見通し)                | 5.0~5.2 | 4.9~5.1 | 4.8~5.1 | 5.0~5.2 |
| 個人消費デフレーター <sup>2)</sup>     | 0.6~0.8 | 1.6~1.9 | 1.9~2.0 | 2.0     |
| (3月FOMCでの見通し)                | 0.6~0.8 | 1.7~1.9 | 1.9~2.0 | 2.0     |
| 個人消費デフレーター(コア) <sup>2)</sup> | 1.3~1.4 | 1.6~1.9 | 1.9~2.0 | -       |
| (3月FOMCでの見通し)                | 1.3~1.4 | 1.5~1.9 | 1.8~2.0 | -       |
| FF金利誘導目標水準 <sup>4)</sup>     | 0.625   | 1.625   | 2.875   | 3.75    |
| (3月FOMCでの見通し)                | 0.625   | 1.875   | 3.125   | 3.75    |

注1: FOMCメンバーの予測のうち、上位3つ、下位3つの予測値を除外したもの。

注2: 第4四半期の前年第4四半期との比較。

注3: 第4四半期の数値。

注4: 中心レンジではなく参加者全員による各年年末の見通しの中央値

出所: FRB

他方、これに対する反論もあって論争となっている。これに対して、「当事者」である商務省経済分析局（BEA）は、SURVEY OF CURRENT BUSINESS 6月号上で、7月に予定しているGDP統計の年次改訂において、季節調整手法の追加・改善を反映させるとしている。その結果、1～3月期のGDPが上方改訂され、それによって、年前半の米国経済は、今見えている姿よりも実は強かったという展開になることが考えられる。

以上