

Economic Monitor

米国経済 UPDATE : GDP 改訂で問われる米国経済の「身の丈」

米国の 4~6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 2.3% 増となった。鉱業関連の構築物投資が引き続き足を引っ張り設備投資がマイナスとなったものの、個人消費など堅調な個人部門がカバーした。同時に発表された年次改訂では、1~3 月期が上方修正されて 0.6% 増とプラスになり、上半期の経済状況の底堅さが再確認された。その一方で、2012~2014 年の 3 年間の平均成長率が 0.3Pt 引き下げられ、リーマン・ショック後の低成長もまた、確認されることになった。7 月 28~29 日の FOMC では声明文の変更は小幅にとどまったが、年次改訂による成長率引き下げで「長期停滞論」が再び注目される中、完全燃焼に至らない米国経済をふまえると 9 月利上げ開始を決断できない可能性が高い。

4~6 月期成長は設備投資の「一人負け」

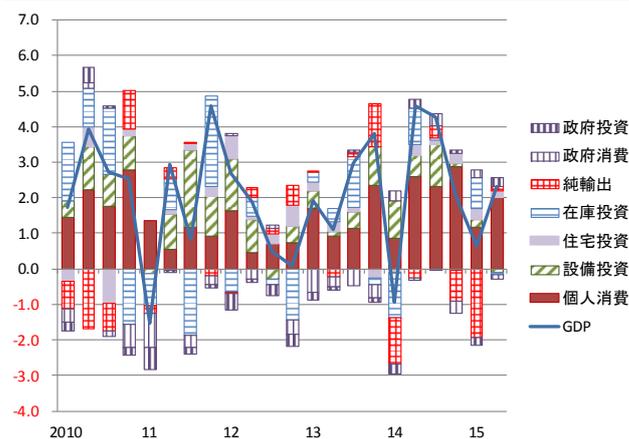
米国の 4~6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 2.3% 増となった。各需要項目の増減をみると、ここ 5 年間の平均程度で伸びている項目が多い中、設備投資は同 0.6% のマイナスとなり、いわば、設備投資の「一人負け」状態となった。

個人消費は、前期比年率 2.9% 増。寒波で下振れした 1~3 月期（同 1.8% 増）から回復した。ただし、昨年後半の高い伸びと比較すると回復ペースは緩やかであり、原油安による実質所得増にもかかわらず個人消費は「不完全燃焼」している状況にある。住宅投資は、同 6.6% 増。1~3 月期の同 10.1% 増からは伸び率が低下したものの、後述するように、住宅建設は賃貸主導での回復傾向にある。設備投資は、「一人負け」の同 0.6% 減。内訳をみると、鉱業関連構築物投資が 1~3 月期（同 44.7% 減、寄与度 ▲0.5Pt（対 GDP。以下同））

に続いて 4~6 月期も大幅に減少（同 68.1% 減、寄与度 ▲0.7Pt）したほか、機器投資も同 4.1% 減と振るわなかった。外需（純輸出）は、輸出が同 5.3% 増、輸入が同 3.5% 増とともに伸びたが、輸出の伸び率の方が高かったために、貿易収支赤字の幅が縮小して GDP に対しては 0.1Pt のプラス寄与となった。ただし、この 2 四半期の純輸出については、西海岸港湾労働者のストライキの影響で統計値が大きく振れており、1~3 月期（寄与度 ▲1.9Pt）、4~6 月期（寄与度 0.1Pt）の平均、▲0.9Pt 程度のペースで昨年 10~12 月期（寄与度 ▲0.9Pt）からマイナス寄与が続いているとみるべきであろう。このほか、在庫投資は若干のマイナス（寄与度 ▲0.08Pt）、政府支出は州政府が伸びて前期比年率 0.8% の増加となった。

なお、4~6 月期 GDP と同時に公表された年次改訂において、2015 年 1~3 月期の実質 GDP 成長率が、前期比年率 0.2% 減から同 0.6% 増に上方修正され、上半期は緩やかな成長が続いていたことが確認された。1~3 月期の改訂について、需要項目別にみると、設備投資が同 2.0% 減から同 1.6% 増とプラスに転じ、また、住宅投資も同 6.5% 増が同 10.1% 増に上方修正された。在庫投資も寄与度が 0.45Pt から 0.87Pt に

実質GDP成長率(寄与度、前期比年率、%)



(出所)米国商務省

引き上げられた。GDPの季節調整に歪みがあり、1～3月期の数値が過少に算出されているという指摘が地区連銀など複数のエコノミストから出されていた問題について、今回の年次改訂では、サービス消費や国防支出、建設関連などで季節調整の改善が行われた。その結果、2012年以降の改訂を四半期別平均をみると、1～3月期と10～12月期の成長率が上方修正された。ただし、2015年1～3月期の改訂のうち、どれだけが季節調整の改善によるものかについては、発表されていない。

また、年次改訂では、このほかに、過去（2012～2014年）の3年間の成長率の下方修正（平均2.3%⇒2.0%）が行われ、季節調整の改善よりもむしろ、過去の米国経済の「低成長ぶり」に注目が集まった。そこで、以下では、まず、4～6月期のGDPの背景と今後の経済の行方について、個人消費、住宅投資、設備投資、外需の順に、需要項目別に単月の経済指標を概観することで検討する。そのうえで、年次改訂による米国の低成長率に対する見方について纏め、最後に、7月FOMCを踏まえた金融政策の行方について検討したい。

個人消費は回復基調続く

まず、個人消費に関してサービスと財に分けてみると、GDPベースのサービス消費は、1～3月期、4～6月期ともに前期比年率2.1%増となった。他方、財消費は寒波の影響を受けた1～3月期の同1.1%増から、4～6月期は同4.8%増にまで回復した。

そこで、振れ幅の大きかった財消費、具体的には小売売上高の状況について、昨年来のガソリン価格急落の影響を除いて実態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算出してみると、右図の通りとなる。

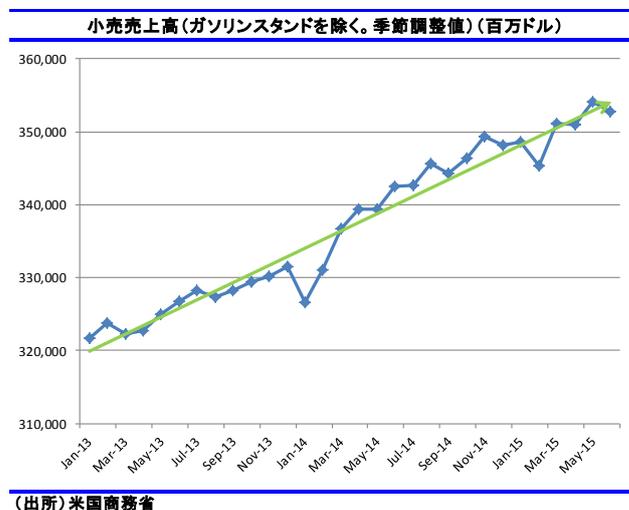
1～3月期の景気減速の大きな原因となった個人消費の停滞は、右図においても、2月の寒波による売上高減少に表れている。その後、小売売上高は、3月と5月には実績を伸ばしており、4、6月はやや不調だったものの、均してみれば概ねトレンドに沿った増加を続けているといえる。

ただし、ガソリン価格が昨年後半から低下していった分、家計の購買力（実質可処分所得）は上っているはずであり、その分、消費の増加ペースの加速が見込まれるところであったが、今年の消費は昨年後半の勢いには及ばず、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。

顕在化しない理由として、FRBイエレン議長は、家計がガソリンの安値定着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の見方を示しているが、原油価格の下落が始まってからそろそろ1年が経とうとする今も、なお消費者の財布の紐は固い。さらには、家計の住宅ローン総残高の減少などから、住宅購入を意識して借金返済や貯蓄に励んでいるといった見方も可能であろうが、後述するように足元で伸びているのは賃貸中心の共同住宅建設であり、貯めた資金が吐き出されているわけではない。賃金がなかなか伸びない中で、家計はお金を使うことに慎重になっている。

住宅着工・着工許可件数がレンジを上抜けしたが共同住宅が中心

次に、住宅投資に関しては、住宅着工許可件数が5月にトレンドを大きく上抜けし、6月も引き続き大



幅増（年率 134.3 万件）となった。また、着工件数についても、4 月の数値が上方改訂されて（同 119.0 万件）トレンドを完全に上抜け、5 月の反動減を挟んで 6 月（同 117.4 万件）に再び 4 月の高水準に迫っている。このように、どちらの指標についても、3 月までの水準から一つ上のレベルへの増勢が確認されたといえる。

ただし、その内訳をみると、増加に偏りが生じている。急増しているのは賃貸を中心とする共同住宅であり、6 月の 48.9 万件は実に 1988 年 4 月以来の高水準となる。他方、一戸建ては水準は上がってきているものの、足元ではほぼ横ばいとなっており、6 月の 68.5 万件は、リーマン・ショック前のピーク（182.3 万件）の 4 割弱に過ぎない。6 月 25 日付の Economic Monitor 米国経済 UPDATE において記した住宅投資の「3 重苦」（住宅ローンの審査基準の厳しさ、若年層家計を圧迫する学生ローンの残債、鈍い賃金上昇率）は、依然として変わってはならず、そのために、若年層は持家購入ではなく賃貸に流れているものとみられる。そのため、賃料は上昇が続いており、6 月の消費者物価指数（家賃）は前月比 0.4% 上昇と年率では 4% 以上のインフレとなり、それが賃貸住宅建設を活発化させている。

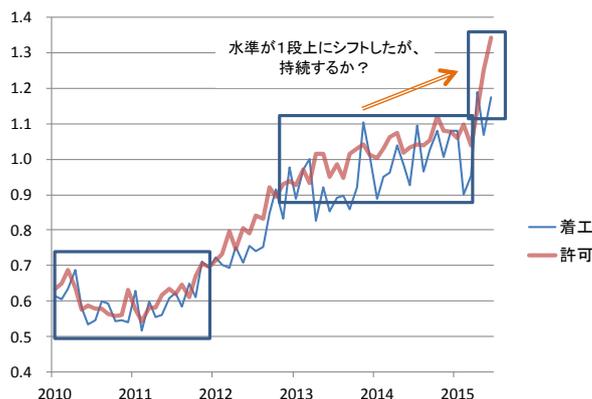
これまで、自分の家を持つことを重視してきた米国において、足元の状況は異例の状態といえ、本格回復のためにはやはり増加余地の大きい主力の一戸建ての伸びが必要となる。中長期的には、一戸建ての建設件数の増加によって、一戸建てと共同住宅のバランスが回復していくことが考えられる。しかし、足元では「3 重苦」が急速に解消されることは考えにくく、当面は、賃貸主導でのアンバランスな住宅市場回復ということになる。

鉱業関連の構築物投資は底打ちを確認できるか

設備投資については、鉱業関連の構築物投資が今年上半期の GDP を引き下げる大きな要因となってきたが、これが底打ちを確認できるか、微妙な状況にある。

米国の原油・ガス掘削リグ稼働数は、鉱業関連の構築物投資の増減率と概ね一致した動きをしており、1~3 月期は前期比年率 71.0% 減、4~6 月期も同 82.5% 減となっていた（米石油サービス会社 Baker Hughes の Rig count のデータより算出）。しかし、増減を週次で見ると 4 月頃からは徐々に減少ペースが緩やかとなり、6 月の第 4 週でついにわずか

住宅着工件数、許可件数(年率、百万戸)



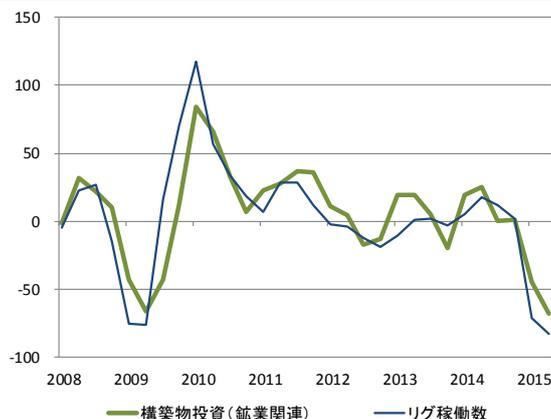
(出所)米国商務省

住宅着工件数(年率、百万戸)



(出所)米国商務省

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”

ではあるが増加に転じた。その後は週ごとに増減を繰り返しながらも徐々に回復傾向を強め、直近数週間は平均して前週比 0.5~1.0%程度の増加トレンドにある。ただし、足元で原油価格が再び下落していることから、このまま回復が続くのかどうか、先行きは予断を許さない。

さらには、不透明な状況が続いているのは、鉱業関連の構築物投資のみではない。GDP 統計では、直近 4~6 月期には機器投資にも不振が広がり、前期比年率 4.1%の減少となった。設備投資全体の先行指標となる非国防資本財（航空機除く）受注も、6 月が前月比 0.7%増となったものの、4、5 月は連続してマイナスを記録するなど、増減を繰り返している状況にある。

もし、設備稼働率が高まってくれば、新規投資意欲も高まることが期待できる。しかし、製造業設備稼働率はリーマン・ショック前の水準に近づいてはいるものの、それでも 70%台後半に留まっており、全体としてみれば逼迫感はない。

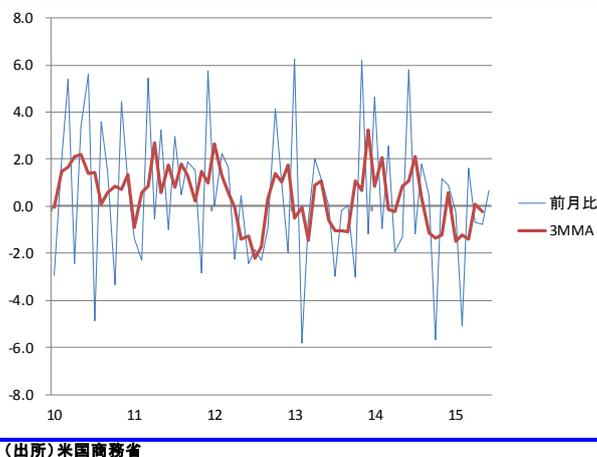
昨年前半までは、設備稼働率が現在よりさらに低い水準にあったにもかかわらず設備投資が伸びていたが、これは、当時、シェール関連産業が起ち上がりつつあったことが 1つの要因として考えられる。シェール・ブームが登り坂であったために、油井掘削や機器、さらには、新たな立地でのガスやオイルの加工工場、物流拠点など、これまでなかった新規の需要が生じていた。新たな産業が興ったために、既存の設備の稼働率を上げるだけでなく、新たな設備投資へとつながった部分がかかなりあったものと考えられる。この推論が正しければ、現在は、そうした新規需要が減退していることから、設備投資が増えにくい状況がしばらく続くことになる。

外需は輸出減・輸入増のトレンド継続へ

次に、外需に関しては、6 月の実質輸出が前月比横這い、実質輸入は同 1.0%の増加となった。輸出では、消費財は伸びたものの、飲食料や資本財が振るわなかった（品目別増減は名目ベース。以下同）。輸出のトレンドをみると、1~2 月に西海岸港湾労働者のストライキにより急減した後、3~6 月はそこからの回復の途上にあると言えるが、昨年来の動きの中でみれば、スト前の昨年 10 月をピークとしての減少傾向から脱しておらず、対 10 月比では資本財、投入財、自動車・同部品など主要分野ですべて減少となっている。ドル高の状況を名目実効為替レートで確認すると、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、5 月の小休止をはさみ、6 月以降は再びドル高が進行しており、主要輸出先（2014 年でシェア 8%）である中国経済の減速とともに、今後、輸出に対する悪影響が生じてくるのは必至の状況にある。

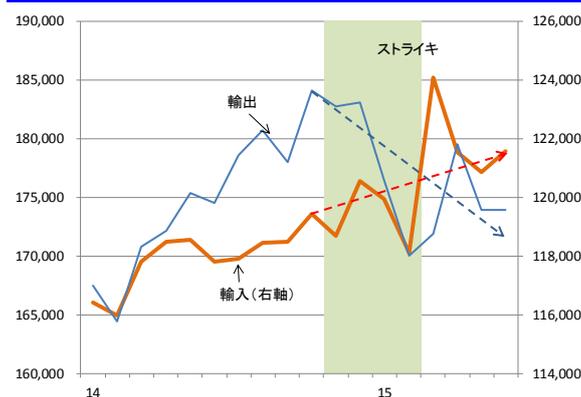
他方、輸入については、6 月は、資本財以外、すべての主要分野で前月比増加となった。輸入も輸出同

非国防資本財（航空機除く）受注の推移（%）



(出所)米商務省

輸出・入推移(実質ベース、季節調整値、百万ドル)



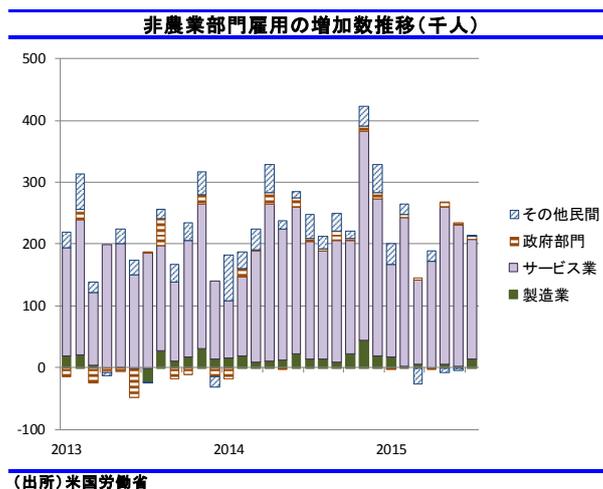
(出所)米商務省

様に、3～6月で見れば、2月のストライキによる急減からの回復の途上にあるが、輸出とは異なり昨年来の動きでも増加トレンド上にあるため、飲食料、自動車・同部品、消費財は、対2月比、対10月比いずれについても増加となっている。輸入は、7月以降も、国内消費の拡大に合わせてトレンド程度の増勢を続けていくものと考えられる。

なお、堅調な輸入の中であって、資本財輸入については、対10月比では3.0%減少しており、国内の設備投資の弱さが表れている。特に足元の動きは弱く、4月以降は3か月連続の前月比減であり、しかも下げ幅が1.1%、2.3%、2.6%と徐々に拡大している。

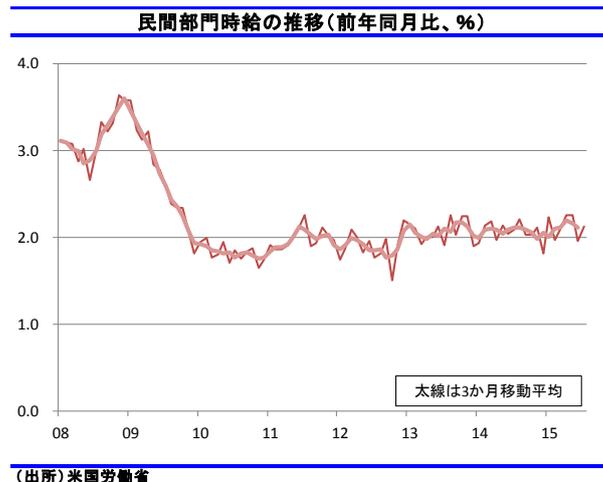
雇用は安定的かつ順調に拡大、賃金上昇は失速

このように、米国経済は個人部門に牽引されている状況にあるが、その個人部門は、雇用の安定的かつ順調な拡大に支えられている。7月の雇用増加数（農業部門を除く。前月比）は、21.5万人増となった。1～3月平均が19.5万人増、4～6月期平均が22.6万人増となっており、雇用は順調な拡大が続いている。増加数を業種別にみると、引き続き民間サービスが大半（19.3万人増）を占めているが、7月は6か月ぶりに製造業の増加も1万人を超えた（1.5万人増）。耐久財製造業は0.8万人減少したが、非耐久財製造業が2.3万人増えた。



その一方で、失業率は、低下トレンドにはあるものの、7月はその勢いが鈍った。7月の失業率は6月と同じ5.3%、失業の定義を広げて推計したU6失業率は6月から0.1Ptの低下で10.4%、長期失業率は6月に前月比0.24Pt下がった反動から7月は0.04Pt増加して1.39%となった。また、労働参加率は、6月と同じ62.6%と低水準のまま変わらずとなっている。

賃金上昇率も、7月は前年同月比2.1%増となり、6月の同2.0%増から若干伸びはしたものの、レンジ内での推移が続く。より広範な労働コストを含む雇用コスト指数でも、1～3月期には前期比0.7%まで上昇率が上がっていたものの、4～6月期は同0.0%と横這いにまで失速した。



米国の雇用者数は堅調に増加を続けており、失業率も低下傾向を続けているため、賃金の上昇圧力は潜在的には高まってきているはずではあるが、なかなか顕在化しない。これは、需給ギャップが想定されていたよりも大きいことを示唆しており、今回のGDP改訂による過去の成長率の下方修正はそれを裏付けるものと考えられる。

長期停滞論再び

今回の4～6月期GDP公表と同時に、年次改訂の結果も公表され、2012年以降のGDPが修正された。その結果、2012年のGDP成長率は2.3%が2.2%に、2013年は2.2%が1.5%に修正され（2014年は変わらず）、2012～2014年の3年間のGDP成長率の平均は、2.3%から2.0%へと0.3Pt引き下げられることとなった。特に、2012年7～9月期からの1年間については、成長率が大幅に下方修正された結果、前期比年率0.5%増、0.1%増、1.9%増、1.1%増と低水準が続くことになった。

このように、過去の成長率が引き下げられたために、

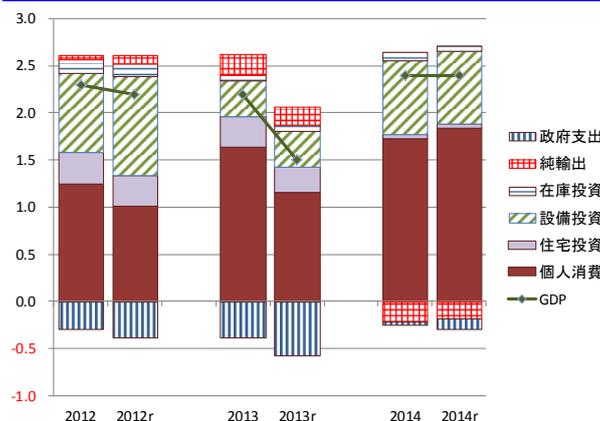
2014年の実質GDPは15兆9,617億ドルとなり、改訂前の16兆856億ドルから0.8%減少した。潜在GDPが同じであるとすれば、年次改訂で減少した分だけ、需給ギャップはこれまでの推計より拡大することになる。そこで、最近のFRBやCBOによる潜在GDP値を参考に2015年通年の需給ギャップを概算すれば、GDP年次改訂前には1%台後半だった需給ギャップは、年次改訂によって2%台後半にまで拡大する。ギャップが拡大すれば、それだけ米国経済に余剰労働力や遊休設備が潜んでいることになるため、インフレ圧力は弱まり、利上げの必要性も後退することになる。

ただし、需給ギャップのうち、供給力の推計も過大であったと考えて供給力を下方修正すれば、これほどにはギャップは広がらない。今回のGDP下方修正を受けて、潜在成長率が、これまで想定されてきた2%台前半より遥かに低い（マイナスになっている）のではないかという、サマーズ元財務長官による「長期停滞論」が再び注目を集めつつある。サマーズは、潜在成長率の低下が理論的には均衡利子率（完全雇用と物価の安定が両立する利子率）の低下と考えられることから、実質金利（名目金利－インフレ率）が均衡利子率を上回っており、そのため、経済が十分な回復を実現できないと主張する。サマーズのみならず、潜在成長率の推計値を引き下げる見方は増えている。6月FOMCにおけるメンバーの長期成長率見通しは1.8～2.5%であったが、7月下旬に明らかになったFRBスタッフの予測では1.7%台にとどまる。

果たして、米国の潜在成長率は、どれほど低下しているのか。経済の成長力を労働力と労働生産性に分解して考えれば、このうち労働力については、労働参加率の予測には振れはありうるものの、推計が俄かに上下する性質のものではない。

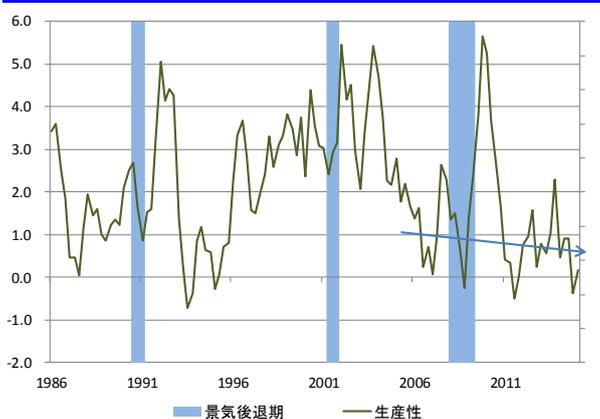
もう一方の労働生産性はリーマン・ショック以後、停滞が続いており、回復の兆しが出ていない。労働生産性が回復しないと、成長力もまた回復しない。図のように、過去と比べて足元の生産性停滞の期間はかなり長期化している。統計上、景気後退期における急激な雇用削減により一時的に生産性は上昇するため、これに該当するリーマン・ショック直後の上昇を取り除けば、停滞は2006年以降10

実質GDP成長率の改訂(寄与度、前年比、%)



(出所)米商務省

労働生産性の推移(前年同期比、%)



(出所)米労働省

年にも及ぶ。90年代からのITによる生産性上昇の大きな波が去った後は、労働生産性の停滞が続いていると見ることができ、長期のトレンドで見れば、経済成長の要素としての労働生産性の伸びは漸減状態にあると言える。労働生産性を引き上げることが成長力維持の鍵となるが、ITという大きなイノベーションの後、シェール関連産業の拡大が滞り、米国経済は次の成長の糧を見出せていない。ここに、米国を覆う低成長経済化への懸念、「長期停滞」の真因がある。

9月FOMCで利上げ開始を決断できるか

このように、生産性のトレンド低下と過熱感の出ない経済の現状をみれば、年次改訂によるGDP成長率引き下げを受けて、潜在成長率が下方修正されるとともに、需給ギャップもまた従来より拡大方向に修正されることになろう。これらの点をFOMCメンバーがどのように判断するのか、金融政策を見通すことがより難しくなった。

これに対して、7月のFOMC(28~29日)は、むしろ、「無風」に近いものであった。声明文では、労働市場や住宅市場の認識が若干上方修正され、また、「利上げ開始には労働市場がさらに改善」の「さらに(further)」の前に「いくらか(some)」が追記されたなど、いくつか変更はあったものの、いずれも微修正というべきものであり、次回9月FOMCでの利上げ開始の有無を示唆するようなサインは見当たらなかった。イエレンがこれまで繰り返し述べてきているように、あくまで、各FOMCの時点での経済情勢により金融政策は判断するものであり、市場に予断を与えることは一切避けた形である。

その意味では、重要なのは、9月時点でFOMCが手にする経済指標がどのようなものになるのかだが、現時点でも、指標の数か月単位での流れは確認できる。具体的には、最大の決め手となる労働市場について、雇用は順調に拡大しているもののさほど加速はしておらず、また、賃金の伸びは依然頭打ちが続く。さらには、個人消費や住宅投資など個人部門は、悪くは無いが、絶好調とも言えない状況にあり、設備投資や外需は、総じて弱い。加えて、物価状況については、6月PCEは前月比0.2%、PCEコアは同0.1%の上昇であり、前年同月比にしても各々0.3%、1.3%の上昇にとどまる。しかも、ガソリン価格の振れに影響されないコアの伸び率は過去数か月間、横這いとなっている。

こうしてみると、米国経済の地合いは決して悪くは無いものの過熱はしておらず、敢えて利上げ開始を決断するだけの材料が揃っているかと言えば、物足りなさは否めない。たしかに、金融政策とは本来、フォワード・ルッキングに進められるべきものではあるが、リーマン・ショック後のいわば異常事態からの離脱となる金利引き上げ開始という決断を、これだけ経済に過熱感が無いなかで果たして進められるのかという疑問が残る。このところ、フィッシャーFRB副議長やロックハートアトランタ連銀総裁などのFOMCメンバーの利上げをめぐる発言が相次いでいるが、これから、サプライズ的に良い単月の指標が続かない限りは、結局は、9月のFOMCでは利上げを決断できない可能性が高いものとみられる。

以上