

2015年5月22日 全10頁

米国経済見通し 反動増は起きているが

悪天候などの一時的要因からの回復はまちまち

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

[要約]

- 4月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、想定通り、事実上のゼロ金利政策が維持された。声明文と同会合の議事録からは、FOMC参加者は、1-3月期の経済の軟調さを認め、先行きの不透明感が増したことを懸念している。
- FOMC議事録では、やや長期的なドル高や原油安の影響について、輸出が抑制されることや、エネルギー関連産業での投資の減少が想定よりも大きく、長引くことに懸念が示されていた。ドル高や原油価格が反転した可能性を見極める時間も必要となろう。
- 1-3月期の経済成長率は低位になったが、雇用や消費で回復し始め、住宅市場は振れを伴いつつもすでに回復過程にあるとみられる。企業部門は、特に製造業の多くで軟調なままであり、さらなる鈍化の可能性が後退した程度にとどまる。
- 最近のGDP成長率の振れを大きくしている要素を取り除くと、一部の地区連銀総裁などが主張するように、米国経済は思ったほど弱くないことになる。

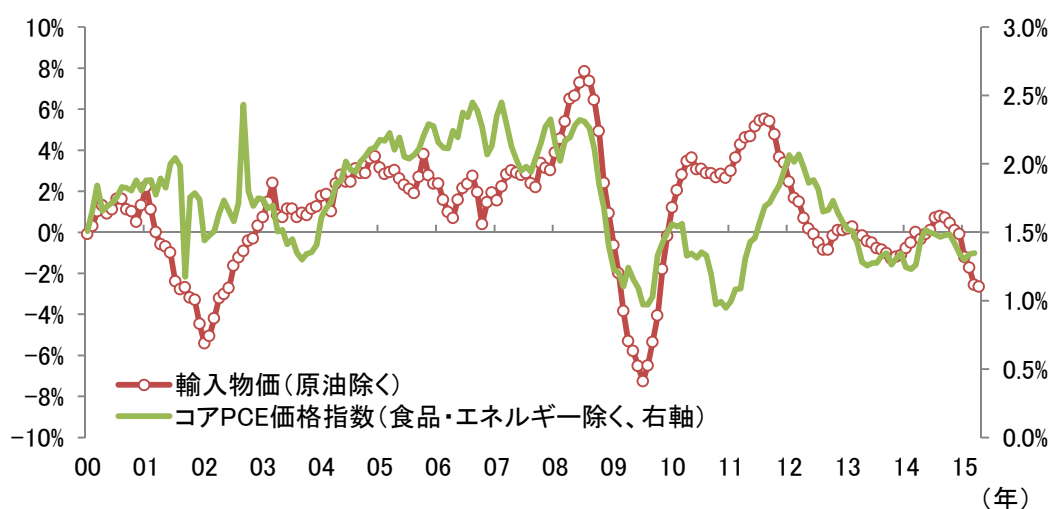
FOMC 参加者に必要な待ち時間

4月28日-29日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、事実上のゼロ金利政策を維持し、保有する資産規模を維持することを決定した¹。3月のFOMCで4月の利上げ開始の可能性が低いとしたことで、ゼロ金利政策維持は想定通りの結果であり、今回の決定は全会一致となった。米国経済の現状認識は、慎重なコメントが増え下方修正された。FRB（連邦準備制度理事会）は、その4月のFOMCの議事録を公表した。声明文と同様に、1-3月期の経済の減速と先行き見通しに不透明感が増したとの意見が多く、多くの参加者から6月のFOMCでの利上げは難しいとの意見が出されていた。

一時的な悪天候などを背景として、1-3月期は軟調な指標が目立ったが、4月の指標は雇用や消費で回復し始め、住宅市場は振れを伴いつつもすでに回復過程にあるとみられる。西海岸の港湾で滞留していた物流が遅れを取り戻し始めたとみられるが、企業部門は、特に製造業の多くで軟調なままであり、さらなる鈍化の可能性が後退した程度にとどまる。FOMC参加者にはこうした4-6月期以降の反動増の程度を見極める時間が必要となろう。

FOMC議事録では、悪天候などの一時的要因以外の、やや長期的なドル高や原油安の影響についても議論されていた。輸出が抑制されることや、エネルギー関連産業での投資の減少が想定よりも大きく、長引く懸念である。事実、鉱業部門の設備投資は前期から半減し、1-3月期のGDPの押し下げ要因になった。インフレ動向は、労働市場がさらに改善し、エネルギー価格の下落とエネルギー以外の輸入物価の低下の影響が小さくなるにつれて、目標の2%に戻っていくとした。ドル高や原油価格が反転した可能性を見極める時間も必要となろう。

図表1 輸入物価とPCE価格指数（前年比）



（出所）BEA, BLS, Haver Analytics より大和総研作成

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「FOMC 利上げにはドル高是正も必要に」（2015年4月30日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150430_009683.html

雇用者数の伸びは回復

4月の非農業部門雇用者数は前月から22.3万人増加し、市場予想（Bloomberg調査：22.8万人増）を下回った²。過去分は、2月は26.4万人増から26.6万人増に小幅上方修正され、3月は12.6万人増から8.5万人増に下方修正された。3月分は、2012年6月（3.5万人増）以来の低い増加幅となった。過去6ヵ月平均は25.5万人の増加となる。

部門別では、政府部門と民間部門で揃って増加した。民間部門では21.3万人の雇用が増加し、サービス業が18.2万人に増加幅を拡大させ、生産部門では雇用者数が3.1万人増と増加に転じた。生産部門のうち、鉱業・林業が1.5万人減少したが、建設業の雇用が4.5万人増加し、前月の0.9万人減から増加に転じた。前月が横ばいだった製造業は0.1万人増加した。製造業のうち、前月に0.07万人減だった自動車・同部品が0.6万人増と増加したほか、石油・石炭製品が4ヵ月ぶりに増加した。サービス業で雇用が増えたのは、主に企業向けサービス、教育・医療などである。6.2万人の雇用が増えた企業向けサービスのうち、人材派遣を含む業務管理サービスが増えた。前月の娯楽・レジャーは減少していたが、4月は飲食店の雇用が0.7万人の減少から2.6万人の増加になって増勢に転じた。

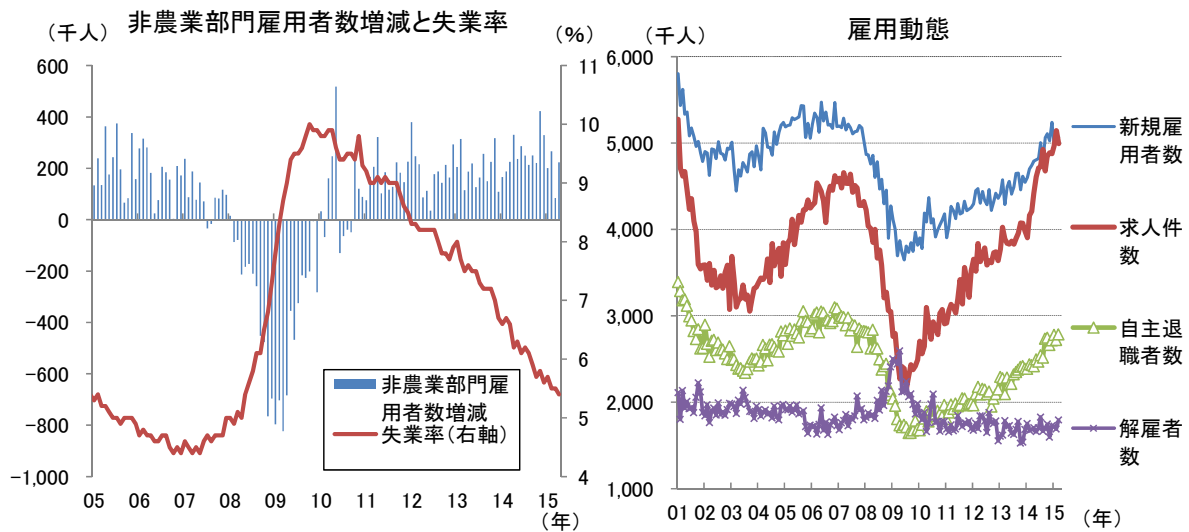
失業率は5.4%で前月から0.1%ポイント低下し、2008年5月以来の低水準に改善した。労働参加率は62.8%で前月から0.1%ポイント上昇し、失業率の低下は主に雇用が増えたことによる。新たに職探しを始める人が増えたが、レイオフなどの会社都合での失業者が減ったことで相殺され、失業者数は2.6万人減少した。経済的理由でパートタイム就業者となっている人の数は減少し、職探しを諦めた人や、フルタイムの職を得られないパートタイム就業者を含めた広義の失業率（U-6）は、前月の10.9%から10.8%に低下し、2008年8月以来の低水準になった。

民間部門で雇用されている人々の平均時給は、前月から3セント増えて24.87ドルとなった。時給の前年比伸び率は2.2%増と前月から伸びが高まり、ここ1年ほどの1.8~2.2%のレンジ上限にあたる。管理職を除く時給の伸びは同1.9%増と横ばいで、管理職の賃金が非管理職よりも上昇したことになる。週平均労働時間は34.5時間で横ばいだった。業種別の時給の前年比伸び率は、公益、娯楽・レジャーなどで高く、伸び率を高めているが、これまで比較的高い伸び率だった情報通信や小売などでは減速している。

3月の求人件数は499.4万件で3ヵ月ぶりに減少したが、新規雇用者数は506.7万人で2014年12月以来の水準に増加した。前向きな退職者が含まれていると考えられる自主退職者数は278.3万人に増加し、2008年4月以来の水準に増えた。小売業では新規雇用者数が増加し、求人が減少したことから、求人がある程度満たされた可能性がある。

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「悪天候要因から回復してきた米国の雇用」（2015年5月11日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150511_009701.html

図表2 雇用環境の概要と雇用動態



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

悪天候からの雇用者数の回復が限定的だった理由として、1年前との気温の違いが挙げられる。冬場を当該年12月から翌年2月までとすると（例えば、2013年の冬は2013年12月から2014年2月）、2013年冬の全米の平均気温は華氏31.2度（摂氏-0.4度）で、同31.7度だった2010年冬と雇用者数の回復ペースは似ていた。2014年冬の平均気温は同34.3度と少し気温が高く、雇用者数の増加ペースは、冬場の気温が同じ34.3度だった2012年の冬と類似している。

また、また、最も寒い月は1月が多く、12月であった冬もあるが、2014年の冬は2月の平均気温が1月と同じ33.0度で、寒さのピーク時期がやや後ずれしていた。冬場の悪天候と言っても、2013年と2014年ではタイミングが異なり、雇用者数の回復ペースも異なるパターンとなっていると考えられる。雇用者数の反動の違いを解釈するために、全米の気温の比較だけでは不十分だが、2011年冬は記録的な暖冬で、1月に雇用者数が大幅に増加したことから、気温の違いは雇用者数の増加に一定の影響を与えうるだろう。

4月は、雇用者数の増加ペースが回復し、悪天候の影響を強く受けたとみられる建設業や飲食店の雇用は増勢に転じた。大幅な反動増ではなかったが、4月で反動増が終わるとは限らず、過去の気温の動向からは、もう一段の回復の余地があるだろう。ただし、製造業の回復は緩慢で、ドル高や海外経済の減速の影響が出ているとみられる。ドル高の恩恵を受ける業種での雇用増加が期待されよう。

消費は緩やかな拡大へ

2015年4月の飲食サービスを含む小売売上高は、前月から横ばいとなった。消費の落ち込みから伸び悩んでいる格好だが、2月分、3月分は上方修正されている。

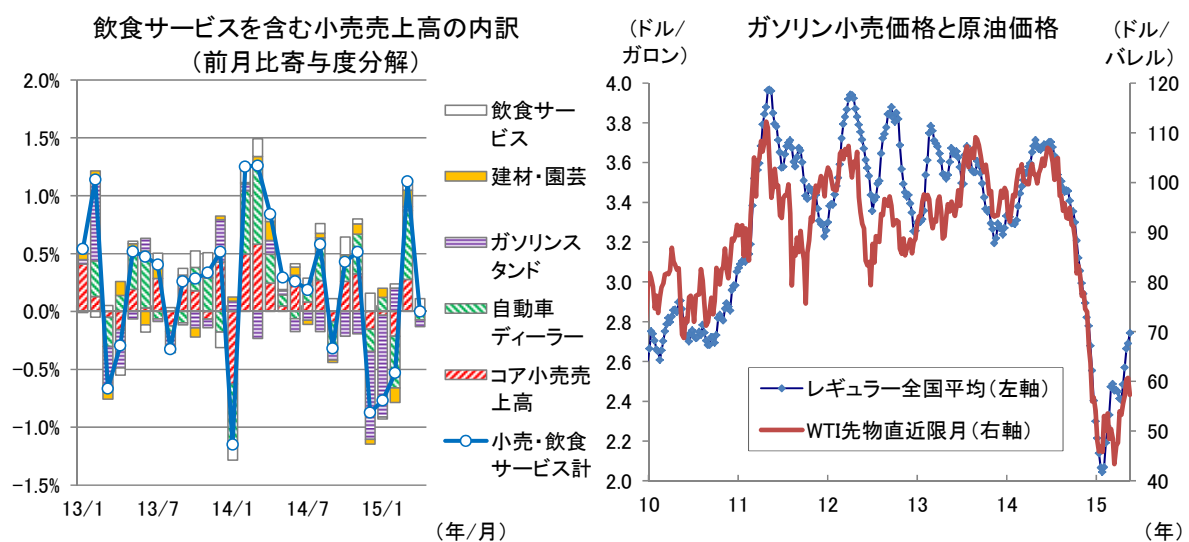
オンライン販売が含まれる無店舗販売、スポーツ・娯楽、ヘルスケア関連が前月比で増加した一方、ガソリンスタンド、家具などが減少した。前月に大きく伸びていた自動車ディーラー

の販売は前月比 0.3%減と減少に転じた。自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除くコア小売売上高も前月から横ばいとなり、前月の同 0.5%増という高い伸びの反動が生じたとみられるが、それでも 1-3 月期の水準は上回る。飲食サービスやスポーツ・娯楽などは伸びを鈍化させつつも増勢を維持し、ヘルスケア関連が伸びていることから、サービス消費の緩やかな拡大も期待されよう。

ロイター／ミシガン大調査の 5 月の消費者センチメント（速報値）は、4 月の確報値から 7.3 ポイント低下の 88.6 と大幅に低下した。2014 年 10 月以来の低水準で、「財政の崖」問題に揺れた 2012 年 12 月以来の低下幅となる。労働市場の回復が一服して雇用・所得環境の先行きがやや不透明になり、また、ガソリン価格が早いペースで上昇していることで、マインドが後退し、支出を抑制したと考えられよう。

ガソリン価格の上昇もあって、ロイター／ミシガン大調査による期待インフレ率は、1 年先が 2.9%と前月確報値の 2.6%から上昇し、5～10 年先の期待インフレ率は 2.8%で前月の 2.6%から上昇した。この他、4 月は連邦政府への個人所得税の納税と還付が集中する時期で、4 月の納税額は、前年同月よりも約 480 億ドル多く、税還付は 20 億ドル近く少なかった。

図表 3 小売売上高とガソリン価格



(注) コア小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除く。
(出所) Census, EIA, CME, Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場は回復へ

4 月の中古住宅販売（一戸建て）は、前月比 3.7%減の 443 万戸（年換算）と 3 ヶ月ぶりに減少した。3 月に同 5.7%増と急増していた反動とみられる。集合住宅を含む在庫戸数が増加して、販売に対する在庫の比率は 5.3 ヶ月に上昇した。しかし、一戸建ての販売価格の中央値は前年比 10.0%上昇の 22.1 万ドルと、金融危機以降の高値の 22.3 万ドルに迫っていることから、な

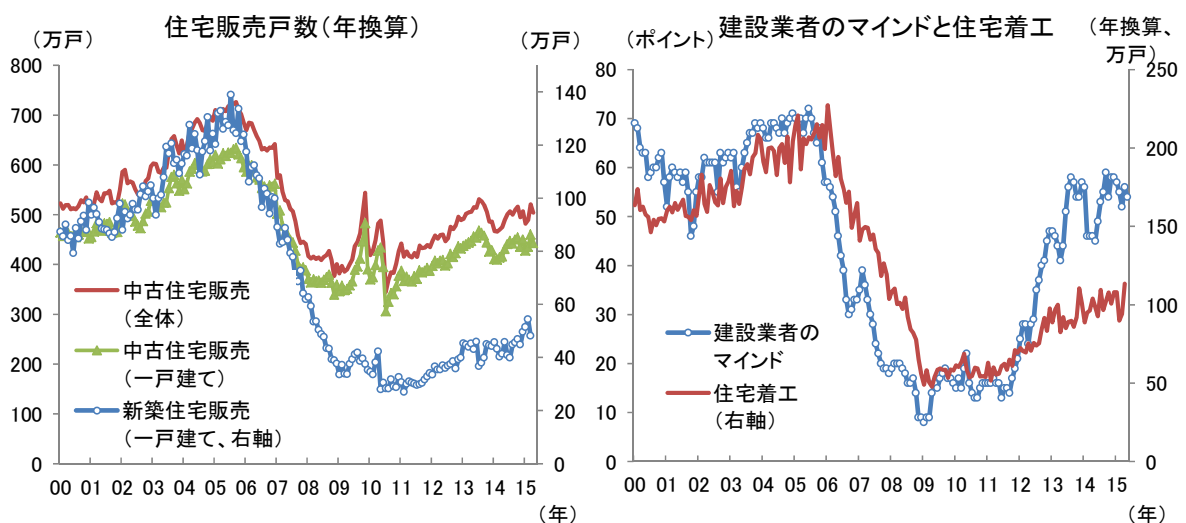
おも住宅の供給が不足していると考えられる。中古住宅販売仮契約指数は2月に前月比3.6%上昇と大幅に上昇していたが、3月も同1.1%上昇して、3ヵ月連続でプラスになった。

一方、3月の新築住宅販売は、48.1万戸と前月から11.4%減少した。販売が堅調だった2月の反動とみられるが、1月と2月分は上方修正されている。在庫戸数は小幅増加し、販売戸数の減少によって販売に対する在庫の比率は5.3ヵ月に上昇した。販売価格の中央値は27.7万ドルで前年比1.7%低下したが、平均値では同3.6%上昇の34.3万ドルと、高額物件の販売が堅調であることを示唆している。

2015年4月の住宅着工件数は、前月比20.2%増の113.5万戸と大幅に増加した。うち一戸建ての着工が同16.7%増、集合住宅は同27.2%増と共に大きく増加した。大雪に見舞われた北東部の着工件数は3月に前月比115.2%増、4月も同85.9%増と大幅増で、悪天候要因からの回復が目立つ。着工件数の先行指標となる許可件数は、前月比10.1%増加して114.3万戸となった。NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の2015年5月の景況感指数は54で、前月の56から低下したが、うちサブ指数の先行き見通しは上昇しており、建設業者の景況感は比較的良好と言える。

住宅販売価格の上昇は、需給の引き締めりと高額物件販売の堅調さを示唆する。労働市場が緩やかながら改善傾向にあり、サブプライム層向けを除いて住宅ローンの貸出基準は緩和方向で、以前よりは住宅ローンも借りやすくなっている。悪天候による住宅着工の減少も取り戻されつつあって、物件供給が増えるのであれば、浮沈を伴いつつも住宅市場は改善傾向に向かうと想定される。ただし、抵当住宅の差し押さえ件数が、3月、4月と2ヵ月連続で前年同月を上回った。不用意なローンはそれほど実行されていないとみられるが、金利上昇で返済負担が増加する場合には、負担の増加に見合って所得が増加するかが課題となる。

図表4 住宅販売動向と住宅着工



(出所) Census, NAR, NAHB, Haver Analytics より大和総研作成

企業活動のさらなる鈍化の可能性は後退

2015年4月の鉱工業生産指数は前月比0.3%低下した。5ヵ月連続の低下となる。ただし、1～3月分が合計で0.2%ポイント上方修正された。3月に同0.3%上昇していた製造業が横ばいとなり、鉱業が同0.8%低下して、4ヵ月連続の低下となった。電力・ガスは同1.3%低下した。

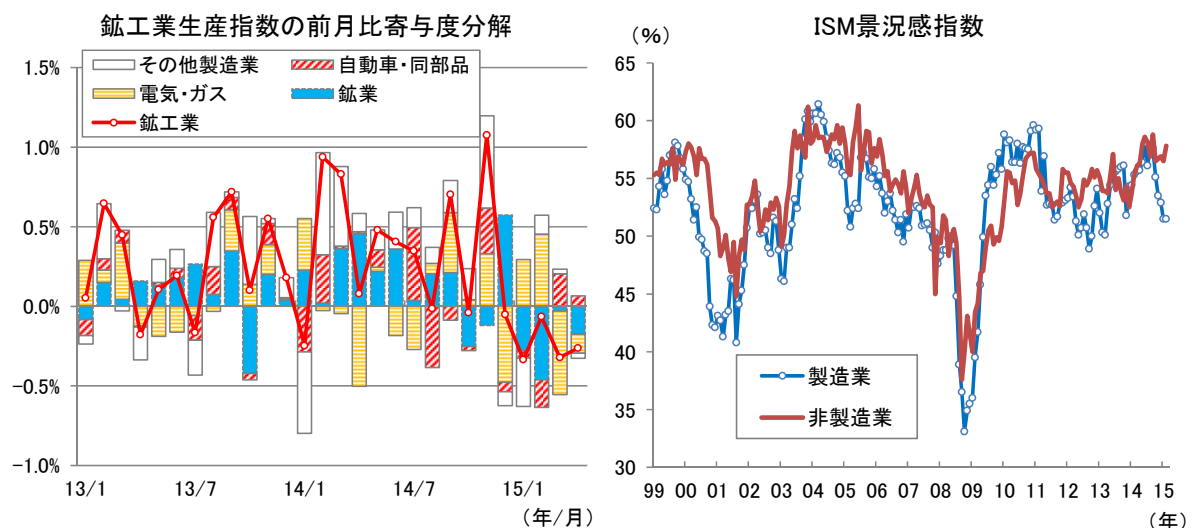
業種別では、自動車・同部品が2ヵ月連続で上昇し、非鉄金属や電子機器などが上昇した。一方で、機械、航空機など其他輸送用機器、食品・飲料・たばこが低下した。設備稼働率は、78.2%で前月から0.4%ポイント低下し、こちらも5ヵ月連続で低下した。業種別では、電子機器、自動車・同部品の稼働率が上昇し、電力・ガスや鉱業などで低下している。

鉱業と電力・ガスの落ち込みが続き、原油価格の低下などの影響が強く表れているとみられる。製造業では、自動車・同部品と電子機器が相対的に堅調ながら、それ以外の製造業生産は目立って回復していない。

2015年3月の耐久財受注は前月比4.7%増加した。航空機の受注が大幅に増加し、自動車・同部品も増加して輸送用機器が全体を押し上げた。輸送用機器を除く受注は、コンピューター関連の受注の増加を背景に同0.3%増加し、6ヵ月ぶりに増加に転じた。しかし、輸送用機器とコンピューター以外の多くの業種で、前月比での減少が続き、業種が偏った回復となっている。

設備投資の先行指標となるコア資本財受注（国防・民間航空機を除く）は、同0.6%増と3ヵ月ぶりに前の月を上回った。1-3月期のコア資本財受注は2期連続で減少し、4-6月期の機械設備投資に大きな期待はできなさそうだ。

図表5 鉱工業生産の内訳とISM景況感指数



(注) コア資本財受注は国防・民間航空機を除く資本財受注。

(出所) FRB, Census, ISM, Haver Analytics より大和総研作成

マインド面では、2015年4月のISM景況感指数は、製造業が51.5%と前月から変わらず、非製造業は前月から1.3%ポイント上昇して57.8%となった。非製造業指数の上昇は、エネルギー価格の低下がプラスになっている可能性を示唆し、内需の回復が期待される。製造業指数について、サブ指数の輸出受注DIが前月の47.5%から51.5%に上昇し、西海岸の港湾で滞留していた物流が遅れを取り戻し始めた可能性や、ドル高の進行が一服したことが背景となっている可能性がある。ただし、ドルの水準は高く、影響はこれからも出てくると想定されることから、マインド面の回復がただちに輸出の増加につながるとまで言い難い。製造業指数の雇用DIが分岐点となる50%を下回る48.3%となり、雇用面でも製造業の回復は期待しにくい。

5月前半の動向を含むニューヨーク連銀による製造業の景況感は小幅上昇した。ドル高や海外経済動向に左右される側面は続くが、相対的に堅調な非製造業のみならず、製造業を含めて企業活動がさらに鈍化する可能性は後退していると言えよう。

経済見通し

2015年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率0.2%増と、市場予想（Bloomberg調査：同1.0%増）を大きく下回り、2014年1-3月期以来の低成長となった³。一部の地域での寒波や西海岸の港湾における荷動きの停滞といった一時的要因に加えて、エネルギー価格の低下やドル高、海外経済の減速などが背景とみられる。

需要項目別では、個人消費、在庫投資などがGDPの押し上げに寄与した一方で、純輸出がマイナス寄与となり、また設備投資などがマイナスに転じてGDPを押し下げた。財輸出の減速には、ドル高や海外経済の減速の影響もあるだろうが、サービスの輸出入が増勢を維持していたことから、西海岸における港湾の荷動きの停滞が財の輸出入に影響を及ぼした面もあると考えられる。設備投資では、特に構築物が大幅なマイナスとなり、うち原油等の探索、掘削など鉱業関連の投資はほぼ半減した。構築物投資の3割程度、設備投資の6%を占めることから、設備投資の大きな減速要因となった。

年の最初の四半期が減速したこと、輸出の減速を背景に、暦年の見通しを前年比2.8%成長から同2.3%成長に下方修正した。4-6月期には相応の反動増が生じると見込まれるが、ドル高や海外経済の減速など外需の不振によって、1年前の悪天候による減速からの回復とは異なる回復経路を辿ると想定される。だが、2014年の4-6月期、7-9月期は政府支出や在庫変動などで上振れしていた面があり、GDPは減速したとしても、底堅い国内の民間需要でみれば巡航速度に戻っていくと考えられる。内需が回復度合いに加え、ギリシャの債務問題など、海外発の下振れリスクが目先の懸念材料となろう。

³ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「米国のGDPに一時的要因とドル高などの影響」（2015年4月30日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150430_009682.html

図表6 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12				
	前期比年率(%)												前年比(%)			
国内総生産	-2.1	4.6	5.0	2.2	0.2	2.1	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6	2.2	2.4	2.3	2.7
<前年同期比>	1.9	2.6	2.7	2.4	3.0	2.4	1.8	2.0	2.6	2.8	2.7	2.7				
個人消費	1.2	2.5	3.2	4.4	1.9	3.0	3.1	3.0	2.8	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5	3.0	2.9
設備投資	1.6	9.7	8.9	4.7	-3.4	4.5	5.5	6.5	6.0	5.2	5.1	5.3	3.0	6.3	3.6	5.6
住宅投資	-5.3	8.8	3.2	3.8	1.3	8.1	6.8	6.2	5.9	6.4	5.5	6.0	11.9	1.6	4.7	6.3
政府支出	-0.8	1.7	4.4	-1.9	-0.8	0.3	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.1	0.0	-2.0	-0.2	0.1	0.1
輸出	-9.2	11.1	4.5	4.5	-7.2	4.0	4.1	4.8	4.6	5.0	4.7	4.3	3.0	3.2	1.7	4.6
輸入	2.2	11.3	-0.9	10.4	1.8	5.9	4.5	5.2	4.5	4.6	4.2	3.9	1.1	4.0	4.9	4.6
鉱工業生産	3.9	5.7	4.1	4.6	-0.7	2.3	3.4	3.3	3.0	3.0	3.3	2.9	2.9	4.2	2.6	3.1
消費者物価指数	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	1.5	1.5	1.5	1.6	0.1	2.0
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.5	5.4	5.2	5.2	5.1	5.0	5.0	7.4	6.2	5.4	5.1
貿易収支(10億ドル)	-124	-130	-124	-127	-130	-139	-146	-154	-158	-158	-158	-152	-476	-505	-570	-626
経常収支(10億ドル)	-101	-97	-99	-113	-123	-132	-138	-144	-148	-146	-144	-137	-400	-411	-536	-575
FFレート(期末、%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	0.25	0.25	0.50	1.50
2年債利回り(期中平均、%)	0.37	0.42	0.52	0.54	0.60	0.58	0.72	0.98	1.30	1.48	1.62	1.80	0.31	0.46	0.72	1.55
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.14	2.20	2.39	2.60	2.76	2.93	3.10	2.35	2.54	2.17	2.85
国内最終需要	0.7	3.4	4.1	3.3	0.7	3.0	3.0	3.0	2.9	2.7	2.6	2.6	1.9	2.5	2.7	2.9
民間需要	0.9	4.0	4.1	4.3	1.1	3.6	3.6	3.7	3.5	3.3	3.1	3.2	2.8	3.1	3.2	3.4

(注) 網掛けは予想値。2015年5月21日時点。

(出所) BEA, FRB, BLS, Census, Haver Analytics より大和総研作成

難しい経済のトレンドの把握

1-3月期のGDP成長率は2次推計値(改定値)で、純輸出や在庫を中心に下方修正される可能性が高い。GDP成長率は大きな変動をみせているが、GDP統計を作成、公表しているBEAは、米国の経済成長を推し量るため、新たに二つの統計を公表するとした⁴。一つはGDPとGDI(国内総所得)の平均値であり、一つは民間国内最終需要である。支出面から経済を補足するGDPと所得面から補足するGDIは、概念上は一致するはずだが、実際には基礎統計の不備や誤差などで一致しない。

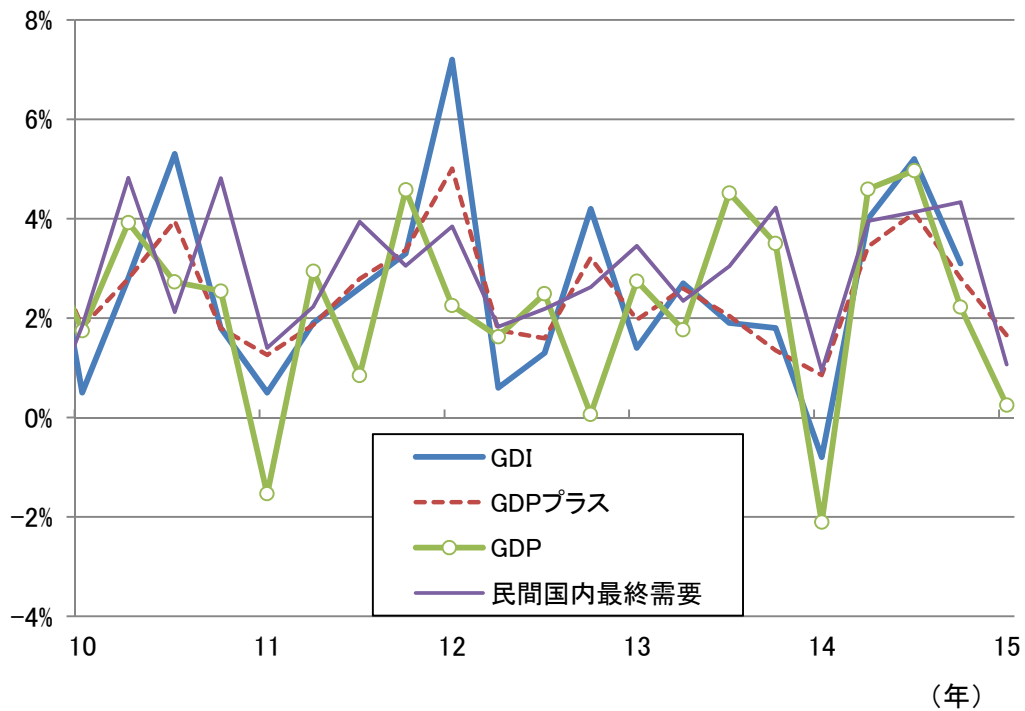
新たな指標の公表は7月30日から始まる予定だが、フィラデルフィア連銀は、すでにGDPとGDIを合成した「GDPプラス」という指標を公表している。1-3月期のGDPプラスは前期比年率1.7%成長で、過去4四半期の伸び率平均は3.0%とGDPと同じだが、より緩やかな変動になっている。GDPよりも減速感は小さい。

もう一つの指標は、国内民間部門だけをまとめた民間国内最終需要である。軍事費の急増や在庫変動が大きいと経済全体のトレンドがわかりにくくなり、また輸出は海外経済の動向の影響を強く受けるため、これらを除いて、個人消費や設備投資などの国内の民間部門に限定することで、経済のトレンドを把握し、先行きを予想しやすくするというものになる。1-3月期の民間国内最終需要は同1.1%成長で、こちらもGDPほど弱くないという印象となる。

一部の地区連銀総裁などが、米国経済は思ったほど弱くないとしている論拠の一つでもあり、今後は利上げ開始時期や利上げペースを推し量るために、GDP以外のこれらの統計も考慮される可能性が出てきたと言えよう。

⁴ http://www.bea.gov/newsroom/_pdf/New%20Analytical%20Tools%20Fact%20Sheet.pdf

図表7 米国の実質経済成長率（前期比年率）



(注) GDI は国内総所得。「GDP プラス」はフィラデルフィア連銀が GDP と GDI の両者を統計的に合成した指標。
 (出所) BEA, フィラデルフィア連銀, Haver Analytics より大和総研作成