

米国景気概況(2017年5月)

調査部 研究員 尾畠 未輝

【目次】

. 景気動向

【実体経済】 景気は緩やかな拡大が続いている…………… p.1

【金融政策・金融市場】5月FOMCでの追加利上げは見送り…………… p.4

【主要経済指標】 …………… p.5

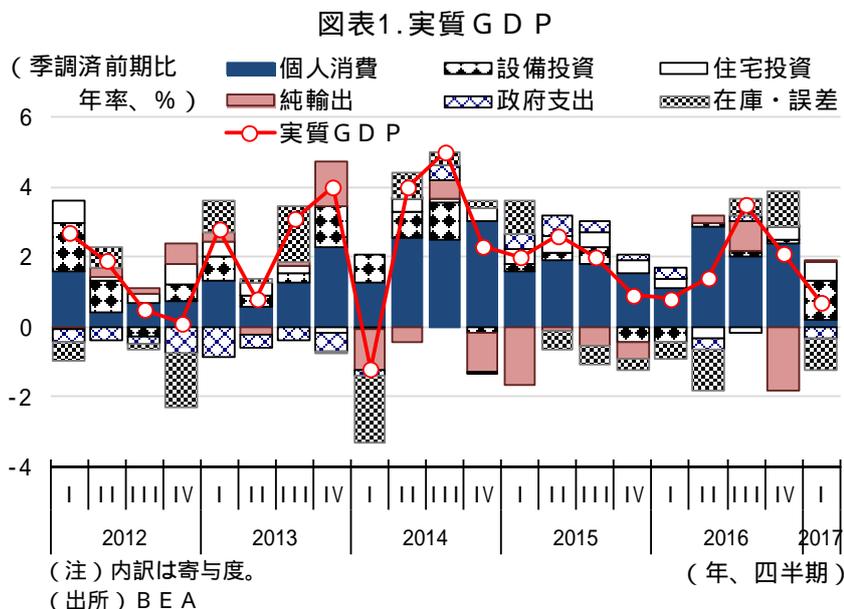
. トピック

トランプ大統領がドル高を嫌う背景…………… p.6

・ 景気動向

【実体経済】景気は緩やかな拡大が続いている

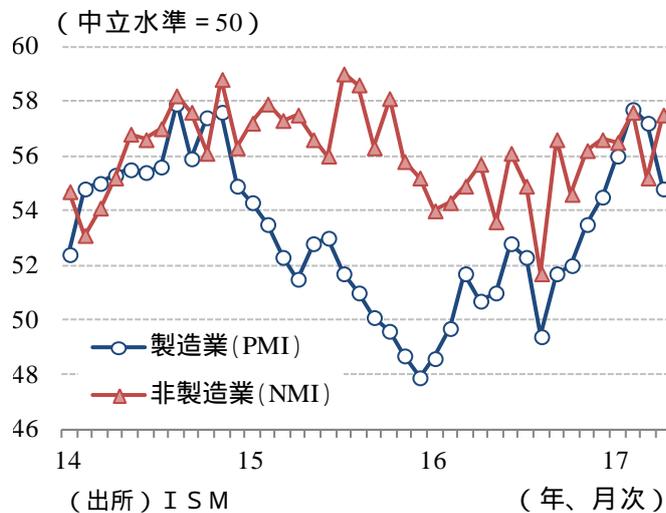
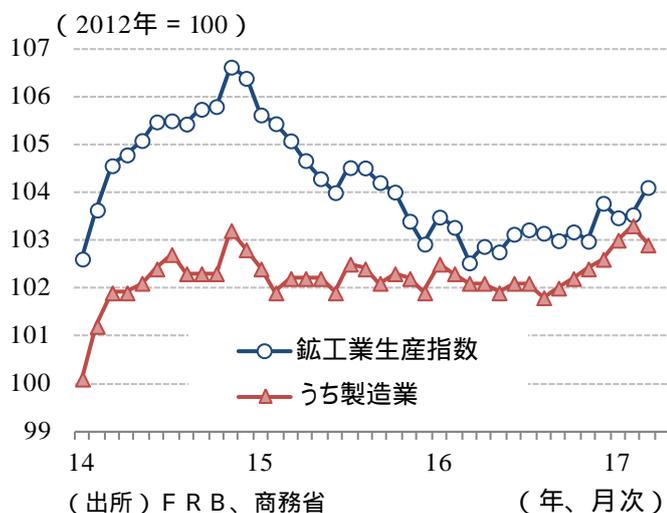
- ・ 1～3月期の実質GDP成長率（速報値）は季調済前期比年率+0.7%と、前期（同+2.1%）から急減速した。内訳をみると、設備投資（同+9.4%）の伸びが拡大した一方、個人消費（同+0.3%）が弱く、在庫がマイナス寄与となった。



- ・ 直近の月次指標をみると、このところ改善が続いていた製造業で弱い動きがみられる。3月の製造業の生産は前期比 -0.4%と低下に転じており、ISM景況指数（製造業）も3月、4月と2ヶ月連続で悪化した。
- ・ もっとも、全体で見た生産指数は上昇傾向が続いており、4月のISM景況指数（非製造業）は57.5と上昇した。

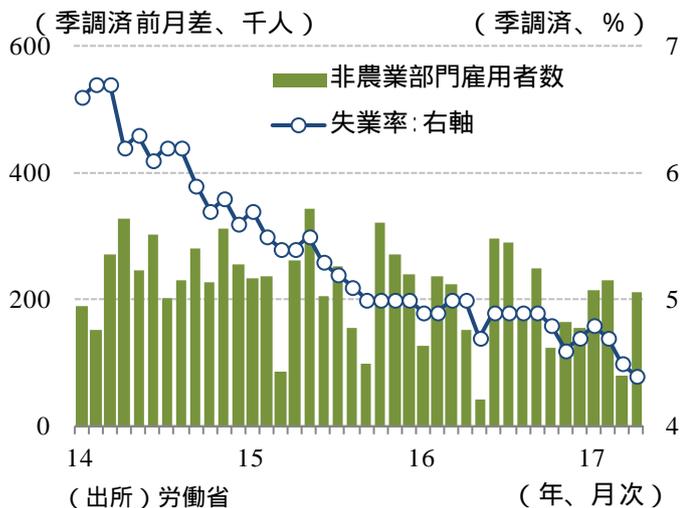
図表2. 生産

図表3. 企業の景況感

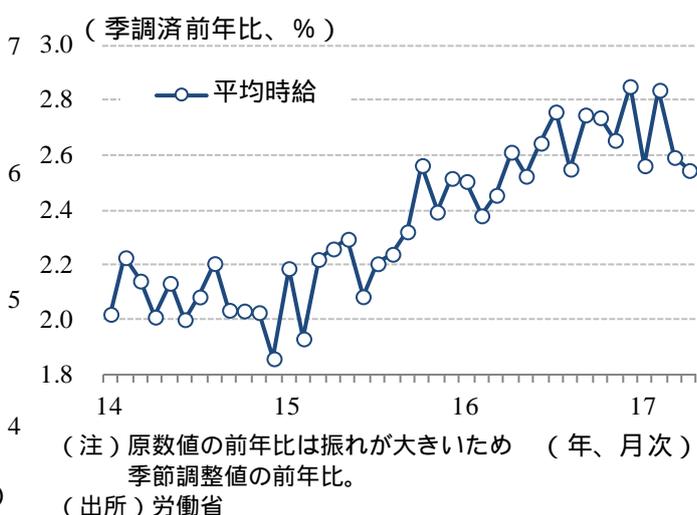


- ・ 4月の失業率は4.4%（前月差 - 0.1%ポイント）と低下が続いた。さらに、雇用者数は前月差 + 21.1万人と、2ヶ月ぶりに20万人を上回る増加幅となった。
- ・ ただし、労働参加率は62.9%（前月差 - 0.1%ポイント）へとわずかに低下しており、平均時給の伸びも季調済前年比 + 2.5%と、このところ弱めである。

図表4. 雇用

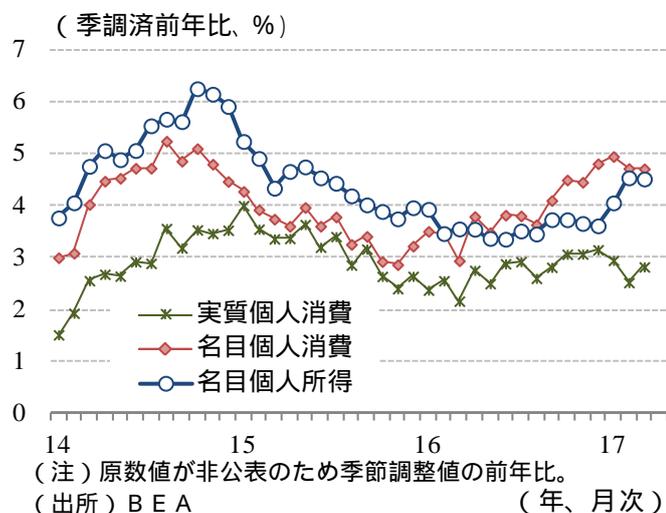


図表5. 賃金

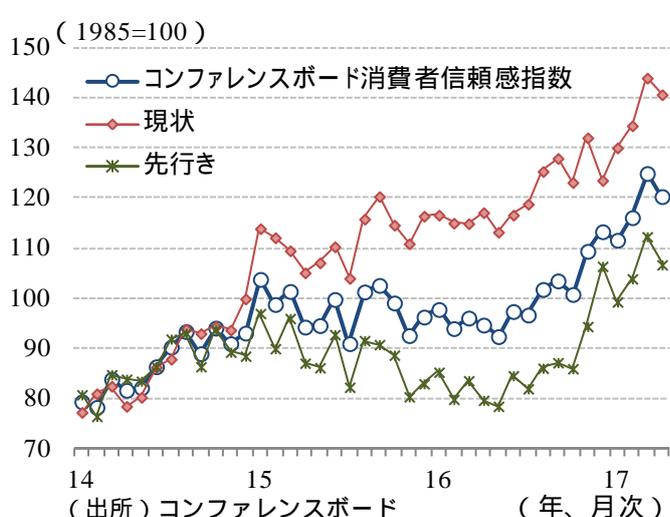


- ・ 雇用・賃金情勢の持ち直しを背景に、個人消費は底堅い動きが続いている。3月の名目個人消費支出（PCE）は季調済前年比 + 4.7%（同前月比 + 0.0%）と、比較的高い水準が続いており、実質でも3%程度の伸びを維持している。
- ・ 消費者マインドを示すコンファレンスボード消費者信頼感指数は、4月は120.3と低下に転じたものの、引き続き高水準にある。

図表6. 個人消費（PCE）



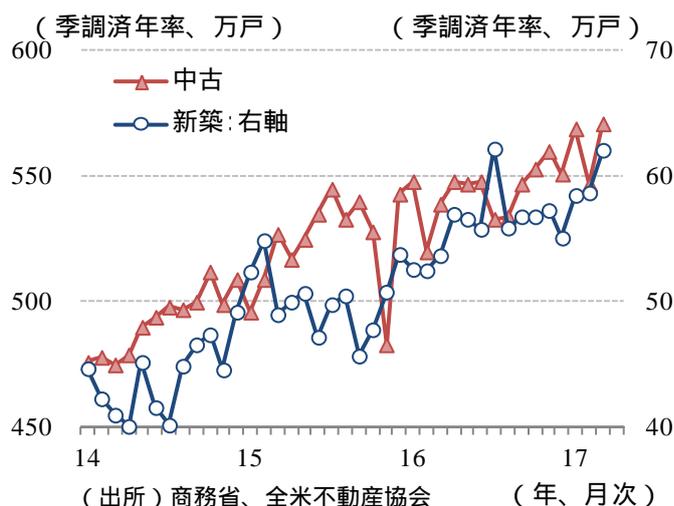
図表7. 消費者マインド



- ・一方、新車販売は乗用車を中心に低迷している。4月の新車販売台数は季調済年率1,681万台と、インセンティブ（販売奨励金）による下支えが限界を迎える中、2ヶ月連続で1,700万台割れとなった。こうした自動車販売の低迷が、製造業の生産の下押し圧力となっている。
- ・住宅については、3月の着工件数は年率121.5万戸（前月比 - 6.8%）とやや減少したものの増加基調にあり、販売件数は新築（同 + 5.8%）、中古（同 + 4.4%）とも増加している。

図表8. 新車販売

図表9. 住宅販売



- ・こうした中、3月の消費者物価指数（C P I）は前年比 + 2.4%と、エネルギー価格の上昇が一服したことで、伸びが鈍化した。もっとも、エネルギーの影響を除いたコアでも、同 + 2.0%と上昇幅が縮小している。
- ・また、F R Bが物価目標の対象にしているP C Eデフレーターも前年比 + 1.8%(コア = 同 + 1.6%)と伸びが鈍化した。

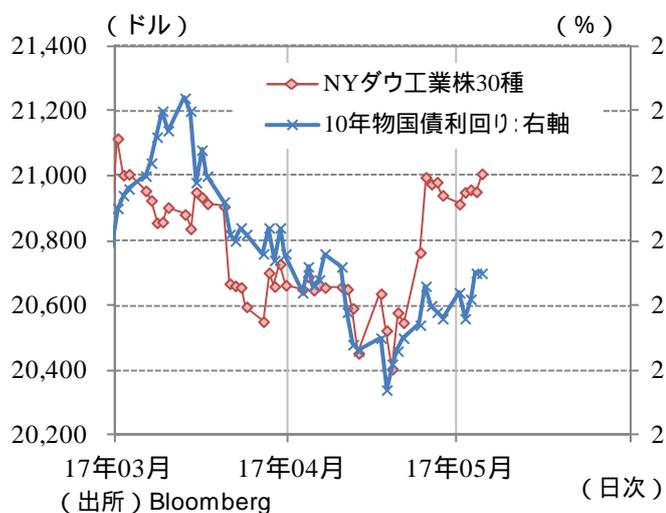
図表10. 消費者物価指数（C P I）



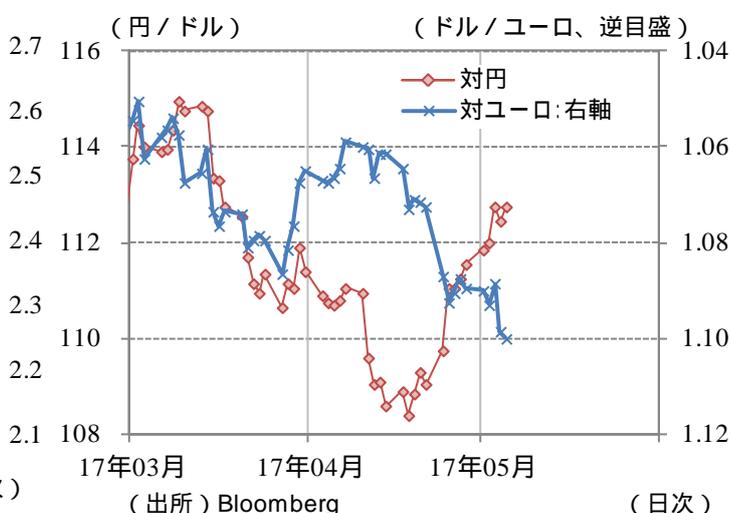
【金融政策・金融市場】5月FOMCでの追加利上げは見送り

- ・4月の金融市場は、仏大統領選挙やシリア及び北朝鮮情勢等の地政学リスクの高まりから、安全資産とされる米国債への需要が強まったことで長期金利が低下し、株価は低迷した。さらに、ドル円相場はリスク回避的な円買いが強まったことで、円高ドル安が進んだ。
- ・その後は、仏大統領選が波乱なく終了したことで、金利は上昇に転じ、株価も急回復した。加えて、好調な企業業績の発表が続いたことも、株価を押し上げた。また、ドル円相場については、ムニューシン財務長官がドル高容認的な発言をしたこともあって、ドル高円安となった。一方、対ユーロでは、足元でおよそ半年ぶりのドル安ユーロ高水準となっている。
- ・5月2-3日に開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）で連邦準備制度理事会（FRB）は、全会一致で追加利上げを見送った。発表された声明文では、1~3月期の実質GDP成長率の伸びが弱かったことについては、“一時的（transitory）”な動きであるとの見解が示された。短期的な経済見通しのリスクはほぼ均衡しているとの見方に変わりはなく、今後入手するデータに基づく経済見直し次第で、FF金利の実際のパスが決まるものとされた。
- ・追加利上げのペースと共に注目されているバランスシート縮小への着手については、声明文ではFF金利の水準が“正常化（until normalization）”するまで保有する債券の再投資を続けるという文言に変化はなかった。しかし、ブラード総裁（セントルイス連銀）等、一部の高官がマスコミに対して発言しているように、年内にもバランスシートの縮小に着手する可能性が始めている。
- ・なお、トランプ大統領が、長らく空席だったFRB副議長（金融規制監督担当）にジョージ・W・ブッシュ政権で財務次官を務めたウォールズ氏を指名するとの観測が浮上した。過去に、ウォールズ氏はルールに忠実に基づいた金融政策を支持する発言をしている。

図表11. 株価および長期金利



図表12. 為替



【主要経済指標】

		暦年			四半期			月次					
		2014	2015	2016	16/	16/	17/	16/12	17/1	17/2	17/3	17/4	
景気	全体	実質GDP成長率(季調済前期比年率、%)	2.4	2.6	1.6	3.5	2.1	0.7					
		個人消費(同(寄与度)、%ポイント)	2.0	2.2	1.8	2.0	2.4	0.2					
		住宅投資(同(寄与度)、%ポイント)	0.1	0.4	0.2	-0.2	0.4	0.5					
		在庫投資(同(寄与度)、%ポイント)	-0.1	0.2	-0.4	0.5	1.0	-0.9					
	企業部門	ISM製造業指数(中立水準=50)	55.6	51.4	51.5	51.1	53.3	57.0	54.5	56.0	57.7	57.2	54.8
		ISM非製造業指数(中立水準=50)	56.2	57.1	54.9	54.4	55.8	56.4	56.6	56.5	57.6	55.2	57.5
		鉱工業生産(変化率、%)*	3.1	-0.7	-1.2	0.2	0.2	0.4	0.8	-0.3	0.1	0.6	
		製造業(変化率、%)*	1.2	0.1	0.0	-0.1	0.4	0.7	0.2	0.4	0.3	-0.4	
		設備稼働率(%、季調済)	78.6	76.8	75.7	75.8	75.8	75.8	76.0	75.7	75.7	76.1	
		製造業新規受注(変化率、%)*	1.8	-6.3	-1.6	0.2	2.2	2.4	1.3	1.5	1.2	0.2	
		コア資本財受注(変化率、%)*	0.8	-3.2	-3.4	1.2	1.3	1.5	0.8	0.2	0.1	0.5	
	家計部門	建設支出(変化率、%)*	11.4	10.3	4.8	1.5	1.8	2.4	-0.2	0.8	1.8	-0.2	
		CB消費者信頼感指数(85年=100)	86.9	98.0	99.8	100.7	107.8	117.5	113.3	111.6	116.1	124.9	120.3
		コア小売売上高(変化率、%)*	4.1	3.5	3.1	0.2	0.8	0.7	0.3	0.6	-0.3	0.6	
		名目個人消費支出(変化率、%)*	4.4	3.5	3.9	1.1	1.4	0.7	0.6	0.2	0.0	0.0	
		実質個人消費支出(変化率、%)*	2.9	3.2	2.7	0.7	0.9	0.1	0.4	-0.3	-0.1	0.3	
		名目個人所得(変化率、%)*	5.2	4.4	3.6	1.1	1.0	1.0	0.3	0.4	0.3	0.2	
		新車販売台数(年率、万台、季調済)	1,644	1,740	1,744	1,744	1,798	1,716	1,829	1,748	1,747	1,653	1,681
	住宅部門	住宅着工件数(年率、万戸、季調済)	100.1	110.8	117.6	114.5	124.8	125.3	127.5	124.1	130.3	121.5	
		着工許可件数(年率、万戸、季調済)	105.3	117.8	117.2	117.4	123.3	125.9	122.8	129.3	121.6	126.7	
新築住宅販売件数(年率、万戸、季調済)		44.0	50.2	56.0	58.3	56.4	59.8	55.1	58.5	58.7	62.1		
中古住宅販売件数(年率、万戸、季調済)		492	523	544	538	555	562	551.0	569.0	547.0	571.0		
S&Pケース住宅価格指数(前年比、%)		8.0	5.0	5.2	4.9	5.2		5.4	5.7	5.9			
政府部門	財政収支(10億ドル、季調済)	-487.7	-478.0	-580.1	-186.6	-208.2	-317.0	-27.3	51.3	-192.0	-176.2		
国際収支	貿易収支(10億ドル、季調済)	-490.2	-500.4	-500.6	-116.2	-132.3	-135.6	-44.3	-48.2	-43.8	-43.7		
	名目輸出(前年比、%)	3.6	-4.8	-2.1	0.1	2.0	7.1	4.3	7.7	6.6	7.0		
	名目輸入(前年比、%)	4.1	-3.7	-1.7	-1.2	2.9	7.2	4.8	8.3	4.5	8.8		
	経常収支(10億ドル、季調済)	-392.1	-463.0		-116.0	-112.4							
	対米証券投資(10億ドル)	275.3	317.5	238.8	103.5	25.0		-14.1	5.9	53.4			
雇用	失業率(%、季調済)	6.2	5.3	4.9	4.9	4.7	4.7	4.7	4.8	4.7	4.5	4.4	
	非農業部門雇用者数(前期差、万人)	299.8	271.3	224.0	71.6	44.3	52.7	15.5	21.6	23.2	7.9	21.1	
物価	消費者物価(前年比、%)	1.6	0.1	1.3	1.1	1.8	2.5	2.1	2.5	2.7	2.4		
	同コア(前年比、%)	1.8	1.8	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0		
	PCEデフレーター(前年比、%)	1.5	0.4	1.1	1.0	1.4	1.9	1.6	1.9	2.1	1.8		
	同コア(前年比、%)	1.6	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.6		
	ガソリン価格(前年比、%)	-3.9	-26.8	-9.7	-13.4	3.6	22.1	10.4	19.5	29.1	17.7	14.1	
	生産者物価(前年比、%)	1.9	-3.3	-1.0	-1.3	1.0	3.5	1.9	3.0	3.7	3.7	0.0	
金融	M2(前年比、%)	6.2	5.8	6.8	7.1	7.3	6.4	7.1	6.6	6.3	6.3		
	FFレート(年利、%、期末値)	0.25	0.50	0.75	0.50	0.75	1.00	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	
	LIBOR3ヶ月物(年利、%、期中値)	0.23	0.32	0.74	0.79	0.92	1.07	0.98	1.03	1.04	1.13	1.16	
	10年債(年利、%、期中値)	2.53	2.13	1.84	1.56	2.13	2.44	2.49	2.43	2.42	2.48	2.29	
	株価指数(NYダウ、期中値)	16,774	17,591	17,908	18,368	18,865	20,385	19,712	19,908	20,424	20,823	20,685	
	ドル/円(期中値)	105.9	121.0	108.8	102.4	109.5	113.6	116.1	114.9	113.0	112.9	110.0	
	ユーロ/ドル(期中値)	1.33	1.11	1.11	1.12	1.08	1.06	1.06	1.06	1.06	1.07	1.07	
	WTI先物(期近物、ドル、期中値)	93.0	48.8	43.3	44.9	49.3	51.9	52.2	52.6	53.5	49.7	51.1	

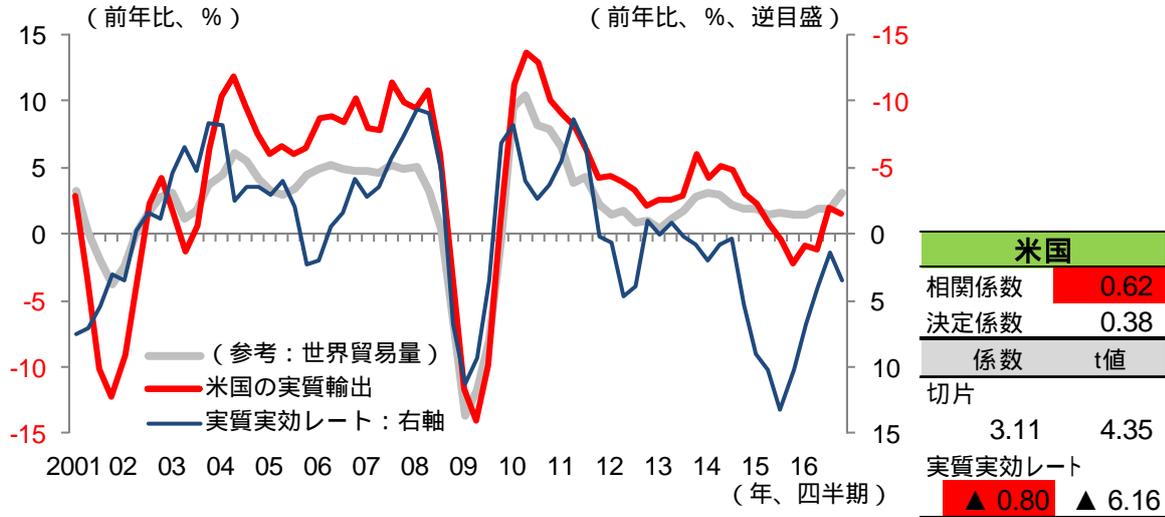
(注) *は、年次データが前年比、四半期データが前期比、月次データが前月比を採用している。

(出所) 商務省、FRB、ISM、S&Pなどの資料から作成。

トピック ~ トランプ大統領がドル高を嫌う背景

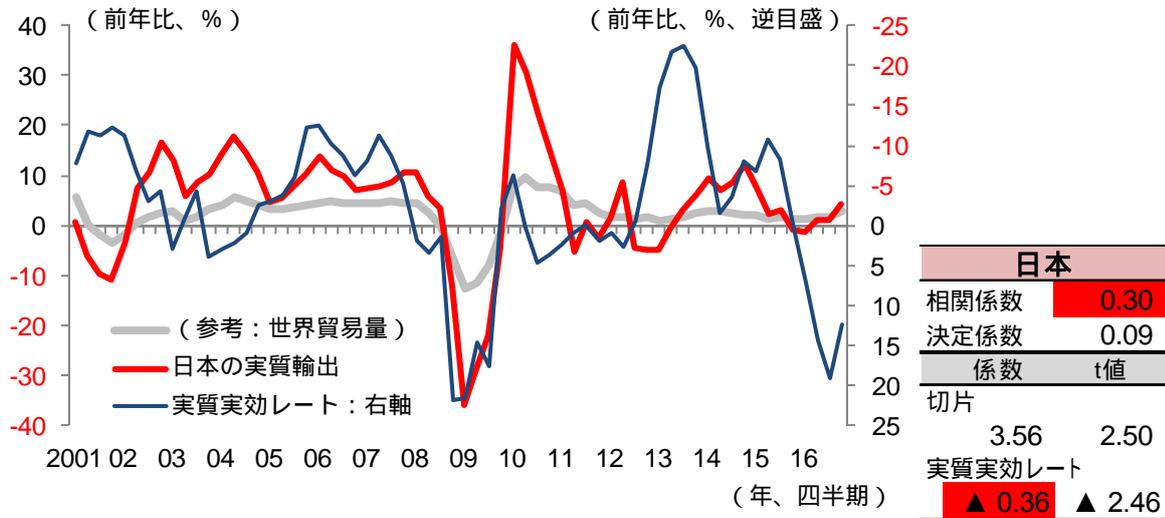
- かねてより貿易や為替の不均衡に対する批判を繰り返していたトランプ大統領は、3月31日、不正な貿易慣行や為替操作等、貿易赤字の原因の特定を目的とする大統領令に署名した。
- そして、4月6-7日に開かれた米中首脳会談では、トランプ大統領と習近平国家主席が、米国の対中貿易赤字の是正に向けた「100日計画」を策定することで合意した。
- もっとも、4月14日に発表された「為替報告書」では、中国、日本、韓国、台湾、ドイツ、スイスの6ヶ国が「為替監視リスト (the Monitoring List comprises)」に指定されたものの、トランプ米大統領が公約としていた中国の「為替操作国」への認定は見送られた。
- 日本に対しては、2月の日米首脳会談で日米経済対話の発足を決定するとともに、為替については両国の財務大臣の間で行うとして対話から切り離すこととされた。実際、4月18日の日米経済対話の初会合では、貿易・投資ルール等の3つの柱を中心に今後の協議を進める方針で合意し、懸念されていた為替に関する踏み込んだ議論は避けられた。
- このように、トランプ大統領が貿易不均衡について、とりわけ為替に敏感になる背景には、米国ではドル相場と輸出数量の相関が高いことがある。実際、米国の実質輸出（輸出数量）と実質実効レートの動きをみると、2000年代以降、両者が連動して動いているように見える（図表13）。つまり、ドル高になると米国の実質輸出は減少する傾向がある。
- さらに、日本の実質輸出と実質実効レートの関係と比べてみても、米国の方が両者の相関が高いことが分かる（図表14）。実質輸出を被説明変数、実質実効レートを説明変数として単回帰を行うと、日本（0.30）よりも米国（0.62）の方が相関係数は高い。さらに、実質実効レートの係数も、日本（0.36）よりも米国（0.80）の方が絶対値が大きく、米国の方が実質輸出は為替の変動の影響を受けやすいことが分かる。
- 一般的に、自国の通貨高になると価格競争力が失われるので、輸出にとって不利になる。その際、例えば日本の自動車メーカー等のように、企業は外貨建てでみた販売価格を変えないように値下げをして輸出数量を維持しようとすることもあるが、そのままであれば（値下げをしなければ）相手国にとってはコスト高になるため輸出数量の減少に繋がってしまう。
- 日本とは違い、米国では自国通貨であるドルが基軸通貨国であることから、輸出の殆どがドル建てで契約されており、また、ドル高になったからといってすぐさま値下げに踏み切ることはなかなかしない。そのため、自国通貨高による輸出数量への悪影響が表れやすくなっていると考えられる。

図表13. 米国の実質輸出（為替による単回帰）



（注）世界貿易量は米国を除く世界の輸入。世界貿易量、実質輸出は季節調整値。
（出所）オランダ統計局、FRB、BEA

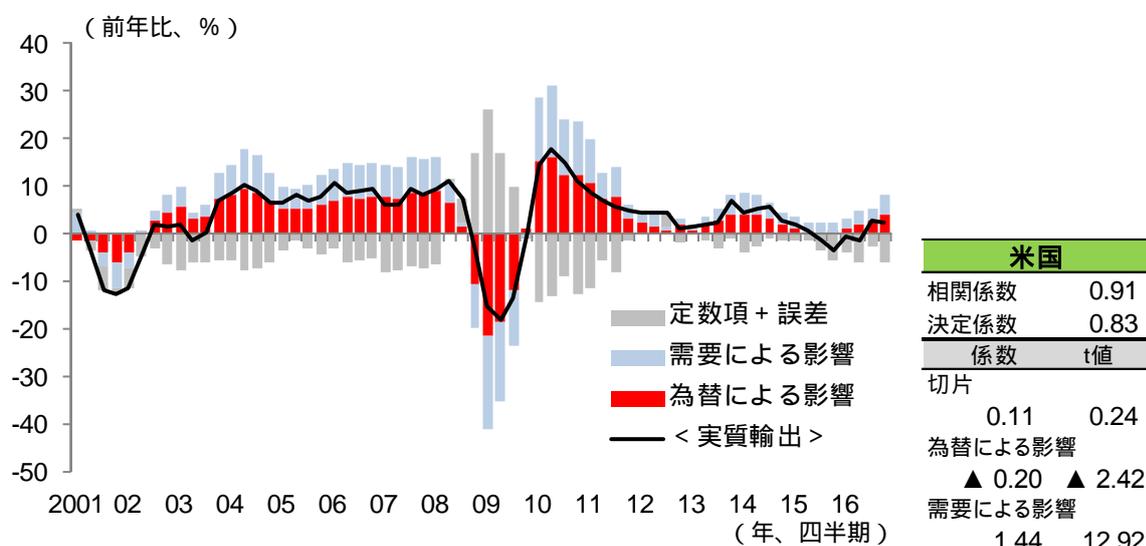
図表14. 日本の実質輸出（為替による単回帰）



（注）世界貿易量は日本を除く世界の輸入。世界貿易量、実質輸出は季節調整値。
（出所）オランダ統計局、日本銀行、内閣府

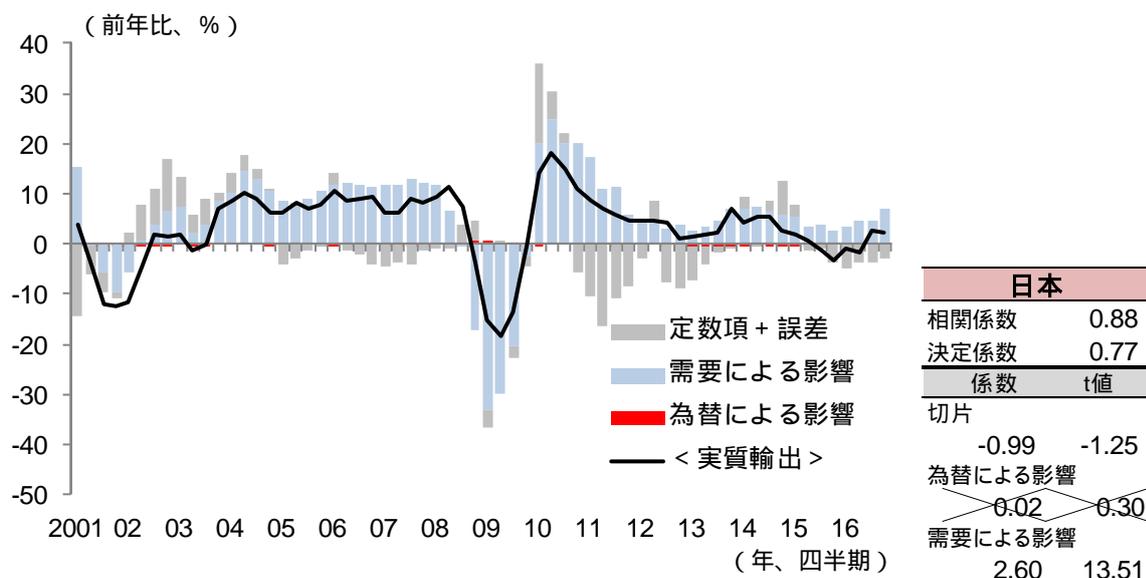
- ・ もっとも、実際には、実質輸出の動向は為替による影響だけでなく、輸出相手国の景気（輸入需要）の影響も受ける。そこで、米国と日本の実質輸出について、為替による影響と需要による影響に分けて単純な重回帰分析をすると、日本では価格の調整が行われていることもあって、実質輸出に対する為替の影響がほとんど無いことが分かる（図表15、16）。
- ・ 一方、米国では為替が実質輸出に与える影響が大きいですが、それには世界経済が低迷している時でも基軸通貨であるドルは買われやすくドル高が進みやすいため、そのマイナス効果が需要だけでなく為替にも増幅して表われていることもあるだろう。

図表15. 米国の実質輸出（輸出関数による要因分解）



(注) 為替による影響は実質実効レート、需要による影響は世界貿易量（米国を除く輸入）。共に季節調整値。
(出所) オランダ統計局、FRB、BEA

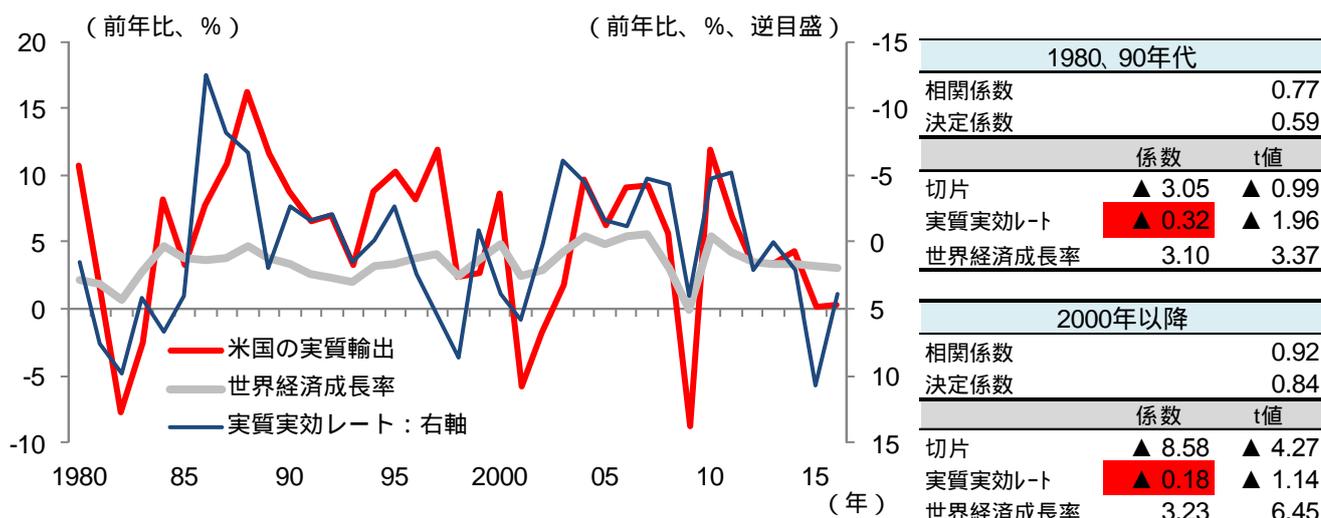
図表16. 日本の実質輸出（輸出関数による要因分解）



(注) 為替による影響は実質実効レート、需要による影響は世界貿易量（日本を除く輸入）。共に季節調整値。
(出所) オランダ統計局、日本銀行、内閣府

- ・ さらに、本来、米国のような貿易赤字国においては輸出金額より輸入金額の方が大きいいため、自国通貨高は輸入コストを押し下げるといったメリットが得られる。しかし、実際には、米国では輸出と同様に殆どの輸入がドル建てで行われているため、短期的なメリットが受けられないこともドル高による痛手となる。
- ・ ただし長い目で見ると、価格に左右されにくいサービス輸出の拡大を受けて、ドル相場と実質輸出の相関は弱まっている（図表17）。2016年時点で輸出に占めるサービスの割合は34%とここ30年間で約10%ポイント上昇しており、実質輸出に与える為替の影響の大きさは、1980～90年代の 0.32から2000年代は 0.18にまで縮小した。
- ・ トランプ大統領は貿易不均衡の原因として他国の為替操作を槍玉に挙げているが、輸出相手国の景気動向は米国にとっても重要であり、貿易・通商政策に絡めた拙速な為替政策は避けるべきだろう。

図表17. 米国の実質輸出（長期）



（出所）FRB、BEA

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡ください。