

Weekly
エコノミスト・
レター

米国経済の見通し

—1-3月期の落ち込みから15年の成長率は
14年を下回る見込み

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

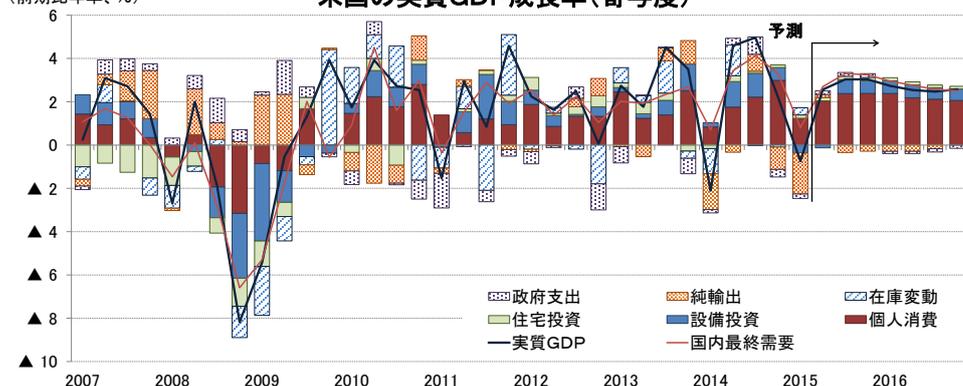
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 米国経済は、1-3月期が予想外のマイナス成長となった。景気低迷の主な要因は悪天候や西海岸の港湾スト等の一時的な要因とみられる。もっとも、それ以外にも原油安に伴いエネルギー関連企業の設備投資が減少したほか、ドル高による外需の減少も響いた。
2. 労働市場の回復を背景に個人消費の底堅い成長が見込まれるほか、4-6月期以降は、一時的な要因の剥落に伴い、成長の加速を見込む。しかしながら、4月の経済指標は1-3月期からの回復ペースが緩やかに留まることを示すものが多いほか、1-3月期に成長率が大きく落ち込んだために、15年通年の成長率は前年比で+2.2%と14年の同+2.4%を僅かに下回る。
3. 金融政策については、米経済に対する不透明感が拡大しているため、政策金利の引上げ時期が12月以降に先送りされる可能性は以前より高まっている。しかしながら、4月以降に成長が加速するほか、労働市場の回復が持続していることに加え、原油価格の底打ちにより物価も上昇に転じるとみられることから、現状では政策金利の引上げ時期を9月と予想している。
4. 長期金利は、物価が緩やかに上昇することに加え、年後半に政策金利が引上げられることから、緩やかに上昇することが見込まれる。ただし、上昇幅は限定的となろう。
5. リスク要因としては、海外経済動向が挙げられる。海外経済の回復のもたつきは、米輸出に対する需要を減退させるほか、相対的に景気が好調なドルの選好を通じてドル高が加速する可能性がある。

(図表1)

(前期比年率、%)

米国の実質GDP成長率(寄与度)



(注)季節調整済系列の前期比年率

(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(四半期)

1. 経済概況・見通し

(経済概況) 1-3 月期の成長率は予想外のマイナス

米国経済は、1-3 月期の実質 GDP 成長率（以下、成長率）が前期比年率▲0.7%となり、10-12 月期の+2.2%から低下したほか、14 年 1-3 月期以来 1 年ぶりのマイナス成長となった。需要項目別にみると、住宅投資が+5.0%（前期：+3.8%）と成長が加速したほか、在庫投資の成長率寄与度が+0.33%ポイント（前期：▲0.10%ポイント）とプラス寄与となったものの、個人消費が+1.8%（前期：+4.4%）と、前期から伸びが大幅に低下したほか、民間設備投資が▲2.8%（前期：+4.7%）と、主に原油価格の下落に伴うエネルギー関連企業の設備投資削減により 11 年 1-3 月期以来のマイナス成長となった。さらに、輸出の不振もあり純輸出（輸出-輸入）の成長率寄与度が 85 年 4-6 月期以来となる▲1.90%ポイント（前期：▲1.03%ポイント）となり、前期から大幅にマイナス幅が拡大した。純輸出の減少はドル高が影響しているとみられるものの、後述する西海岸の港湾労働者によるストライキの影響により輸出入ともに滞ったために評価は難しくなっている。政府支出は▲1.1%（前期：▲1.9%）と 2 四半期連続のマイナス成長となった。このようにみると、1-3 月期は住宅投資、在庫投資等の一部を除いて全般的に前期から景気が鈍化したことが分かる。

景気減速の要因としては、主に悪天候、西海岸港湾スト、原油価格の下落に伴うエネルギー関連企業の設備投資削減、ドル高、等が考えられる。さらに、ややテクニカルな要因として、GDP 統計を推計する際の季節調整が上手くいっていないことにより、近年の 1-3 月期成長率が他の四半期に比べて低くなる傾向があることが指摘されている。ここでは、これらの要因のうち、悪天候、西海岸港湾スト、季節調整の問題について、やや詳しくみてみよう。

① 悪天候

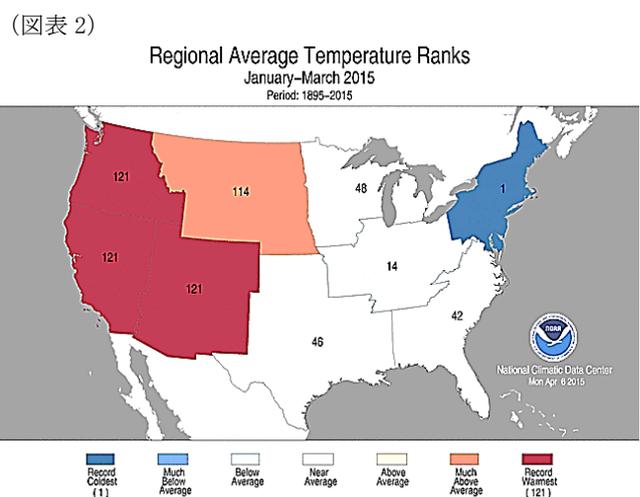
米国では、2 月の北東部を中心に記録的な低温、積雪があり、消費や住宅投資などに影響がでたとみられる。米国大洋大気庁（NOAA）は、1895 年以降の過去 121 年間の気温について、地域毎に過去何番目の低さだったかのランキングを発表している。

実際、15 年 1-3 月期の平均気温のランキングをみると（図表 2）、北東部では 1 位となっており、過去 121 年間で最も寒い気温だったことが分かる。さらに、積雪量についても同庁は、1-3 月期のボストンでの積雪量が 275.8 センチメートルに上り、観測史上最高となるなど、北東部の積雪量も例年に比べて非常に多かったとしている。

これらの結果、3 月や 4 月の地区連銀景況報告（ページブック）でも指摘されているとおり、

悪天候が消費や住宅活動に影響した可能性が高い。もっとも、悪天候は、4 月以降は既に解消しており、4-6 月期の米経済への影響は払拭されていると考えられる。

ちなみに、余談だが西海岸の気温に注目すると、こちらは北東部とは対照的に 121 年間で最も暑い気温となっており、15 年の冬は米国にとって低温、高温と極端な気候であったことが分かる。



(注) 1895 年から 2015 年までの 121 年間の気温ランキング。低い方からの順位
(資料) NOAA よりニッセイ基礎研究所作成

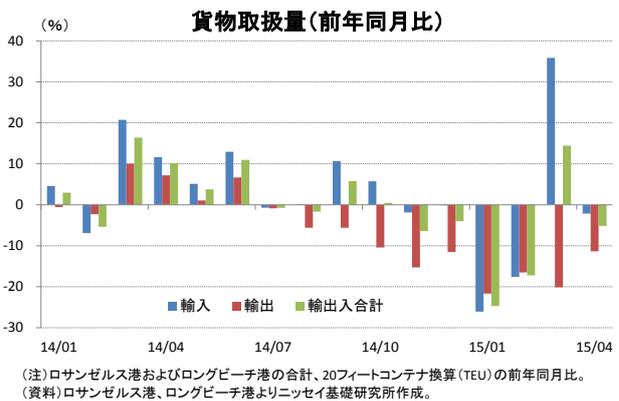
② 西海岸の港湾ストライキ

米国では、輸出、輸入を合わせた海外貿易のうち海運で扱う貨物量はおよそ75%を占める¹。また、西海岸では、海運全体のおよそ5割を扱っているため、貨物量で見れば海外貿易の4割弱を担っている計算になる。港湾ストライキは、西海岸29港の港湾労働者を代表する労働組合と、雇用主を代表する協会との間の労働協約改定を巡る交渉の過程で発生した。交渉自体は14年5月から行っていたものの、14年秋以降に交渉が拗れたことから、港湾労働者が意図的に作業効率を低下させる（スローダウン）ことで物流の停滞が深刻化した。

西海岸の主要な港（ロサンゼルス、ロングビーチ）の貨物取扱量（前年同月比）の推移をみてみよう（図表3）。貨物取扱量は14年10月以降に輸出、輸入ともに停滞しはじめた。とくに15年1月から2月にかけては輸出入ともに大きく落ち込んだ結果、輸出入合計で2桁の落ち込みとなっていることが分かる。このため、1-3月期には貿易統計では輸出、輸入ともに金額が押し下げられているほか、物流が滞ったことで経済減速の要因になった可能性が高い。

もともと、労使交渉は15年2月下旬に妥結したため、現状で物流は完全には正常化していないものの、3月以降は正常化に向けた動きがみられる。

（図表3）



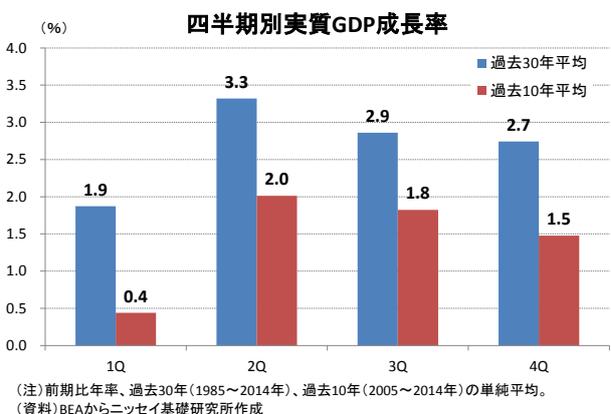
③ 季節調整の影響

最近、成長率の季節調整が上手くいっていない可能性が指摘されている。15年4月以降、複数の報道²で、第1四半期（1-3月期）の成長率が他の四半期に比べて低くなっていることが指摘されていたが、サンフランシスコ連銀が、その理由として季節調整が上手くいっていない可能性に言及したほか、1-3月期成長率の速報値（前期比年率）が+0.2%となったことに対して、季節調整が機能していた場合には、+1.8%に推計される、としたレポートを5月中旬に発表したことから注目を集めている。

実際、四半期毎に成長率の平均をとると（図表4）、第1四半期の成長率が他の四半期に比べて低くなっていることが分かる。とくに過去10年平均では、第1四半期の成長率の相対的な低さが顕著になっている。

このような指摘を受けて、成長率の推計を行っている経済分析局（BEA）は、5月下旬のブログで季節調整をした後でも季節的な変動が残ってしまう問題（“residual seasonality”）について説明を行っている。BEAは問題の存在を認

（図表4）



めた上で、季節調整後に季節変動が生じる可能性として、①GDPを推計する際に用いる各種の季節調整済データでは、個別では季節変動が認められないものの、合計した場合には季節変動性がみられるこ

¹ “FREIGHT FACTS AND FIGURES 2013” (Bureau of Transportation Statistics) p.11

² “Why is the Economy Always So Weak in the First Quarter? Nobody Really Knows” CNBC (2015/4/22), “Why You Can’t Put Faith in Reports of First-Quarter Economic Slumps” The New York-Times (2015/4/23)、等

と、②四半期ではなく月次で季節調整を行ったデータを用いていること、③センサス局が集計するサービス関連などの一部統計では、蓄積データの少なさから季節調整がされていないこと、等を挙げている。BEAは、引き続き原因調査を継続しているが、国防支出や一部サービス関連統計については15年7月末の成長率の年次改定と合わせて季節調整方法の変更を行うとしている。このため、1-3月期の成長率が上方修正される可能性については注意したい。

これまでみたように、1-3月期の成長率は季節調整方法の見直しにより上方修正される可能性があり、上記の評価もそれによって変化する可能性はあるものの、現在の1-3月期成長率を前提にしても、景気減速の要因と考えられるもののうち、悪天候、西海岸の港湾ストについては解消しているとみられることから、4月以降の成長率は再加速が見込まれる。

もっとも、4月以降の経済指標をみると、労働市場など好調な指標がみられる一方、消費や生産等で冴えない指標もあり、4-6月期の成長率が14年にみられたようなV字回復を示す可能性は低く、現状では4-6月期の成長率は緩やかな回復に留まるとみられる。

（経済見通し）15年の成長率は、1-3月期の減速が響き2.2%に低下

15年の成長率は、前年比+2.2%（前年：+2.4%）と14年からの小幅低下を予想している（図表1、5）。前回予測時点（15年3月）では、15年の成長率を+2.9%と14年からの加速を見込んでいた。今回の下方修正の要因は、主に1-3月期の景気減速を反映した結果であり、今後、個人消費主導で米経済が底堅く成長するとの基本的な見方に変更はない。

米国では力強い労働市場の回復が持続しており、今後も回復基調が持続するとみられる。このため、個人消費は労働市場の回復等を背景に加速を見込んでいる。さらに、住宅市場についても同様の理由により14年の低調な水準からは緩やかながら伸びが加速すると予想している。

一方、民間設備投資については、原油価格の下落等に伴い、エネルギー関連企業の設備投資の削減が見込まれるほか、ドル高が進行していることもあり、14年から伸びの鈍化が見込まれる。さらに、外需についてもドル高や相対的に米国経済が好調なこともあり、純輸出の成長率寄与度はマイナス幅が拡大すると考えている。

最後に政府支出については、14年に引き続き成長率には中立的とみられる。

次に物価は、今後のエネルギー価格の動向が鍵を握っているものの、足元では原油価格が底打ちしたとみられることから、CPI（前期比年率）は、4-6月期以降はプラスに転じると予想する。もっとも、原油価格の上昇幅は限定的とみられるほか、労働市場の改善にも係わらず賃金上昇圧力が抑制されていることもあり、15年のCPIは前年から大幅に伸びが鈍化すると考えている。

一方、金融政策は、1-3月期の景気減速により政策金利上げ時期について不確実性が高まっているものの、今後景気の再加速が見込まれるほか、労働市場の回復が持続することに加え、エネルギー価格の安定によって物価の反転も見込まれることから、FRBは9月に政策金利の引上げを開始すると予想している。

長期金利については、物価が緩やかに上昇するほか、年後半に政策金利が上げられることもあり、緩やかに上昇すると見込んでいる。もっとも、物価の大幅な上昇は見込めないため、上昇幅は限定的になると見込んでいる。

上記見通しに対するリスク要因としては、海外経済動向が挙げられる。海外経済の回復のもたつきは、米輸出品に対する需要を減退させるほか、相対的に景気が好調なドルへの選好を通じてドル高が加速する可能性が高まる。ドル高が加速する場合には純輸出の成長率に対するマイナス寄与が拡大するほか、輸入物価の低下を通じて政策目標を下回っている物価に対してさらに低下圧力となる可能性がある。

一方、前回予測時には、米国内政治をリスク要因としていた。今後本格化する16年度の予算審議などでは、議会と大統領の対立が深刻化する状況を想定しているものの、現段階では实体经济に深刻な影響を与える政府閉鎖や債務上限問題に絡む米国債のデフォルト等の事象が起こる可能性は高くないと判断している。筆者は5月にワシントンDCを中心に出張して政治問題に関してヒアリングを行ったが、共和党が政府閉鎖や債務上限問題を人質にオバマ大統領に対して政治的なプレッシャーをかける戦略については、ビジネス界を中心に批判が強いことが分かった。このため、16年の大統領選挙も見据えると共和党がこれらの批判を無視して強硬姿勢にでるとは考え難く、米国内政治の混乱が实体经济に与えるリスクは高くないと考えている。

(図表 5)

米国経済の見通し

		2013年	2014年	2015年	2016年	2014年				2015年				2016年			
		(実)	(実)	(予)	(予)	1-3 (実)	4-6 (実)	7-9 (実)	10-12 (実)	1-3 (実)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	1-3 (予)	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	2.4	2.2	2.7	▲ 2.1	4.6	5.0	2.2	▲ 0.7	2.6	3.0	3.0	2.7	2.5	2.5	2.6
個人消費	前期比年率、%	2.4	2.5	3.1	3.3	1.2	2.5	3.2	4.4	1.8	3.0	3.5	3.5	3.5	3.2	3.1	3.0
設備投資	前期比年率、%	3.0	6.3	2.5	4.1	1.6	9.7	8.9	4.7	▲ 2.8	▲ 1.0	5.0	4.5	4.5	4.0	4.0	
住宅投資	前期比年率、%	11.9	1.6	4.8	4.6	▲ 5.3	8.8	3.2	3.8	5.0	5.0	5.0	5.0	4.5	4.5	4.0	4.0
在庫投資	寄与度	0.1	0.1	0.2	0.0	▲ 1.2	1.4	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	寄与度	0.2	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	▲ 1.0	▲ 1.9	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.0
消費者物価(CPI-U)	前期比年率、%	1.5	1.6	0.5	2.3	2.1	2.4	1.2	▲ 0.9	▲ 3.1	3.0	3.2	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0
失業率	平均、%	7.4	6.2	5.4	5.2	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.3	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1
FFレート誘導目標	期末、上限、%	0.25	0.25	0.50	1.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50
10年国債金利	平均、%	2.3	2.5	2.3	3.2	2.8	2.5	2.5	2.3	1.9	2.2	2.4	2.6	2.9	3.1	3.3	3.4

(資料) BEA、BLS、ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

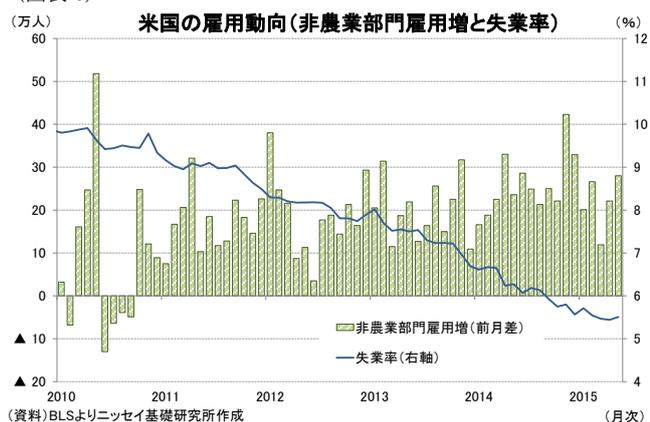
2. 实体经济の動向

(個人消費) 伸びの加速が見込まれる

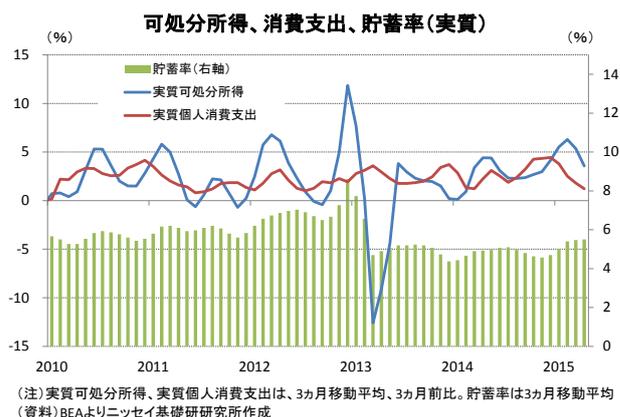
個人消費の1-3月期の伸びは10-12月期から鈍化したものの、個人消費を取り巻く環境は依然として今後の加速を示唆している。まず、労働市場の動向を確認しよう。

非農業部門雇用者数は、3月の前月比増加数が11.9万人に留まり、14年2月以来継続していた20万人増ペースを大きく下回った。このため、労働市場の回復に対して懸念が広がったが、4月(22.1万人増)、5月(28.0万人増)と再び20万人増のペースに復したほか、直近3ヵ月の平均でも20.7万人増と20万人台に回復したことから、3月の減速が悪天候などの一時的な要因である可能性が高まった(図表6)。このため、労働市場はこれまで通り、順調に回復していると考えられる。

(図表 6)



(図表 7)



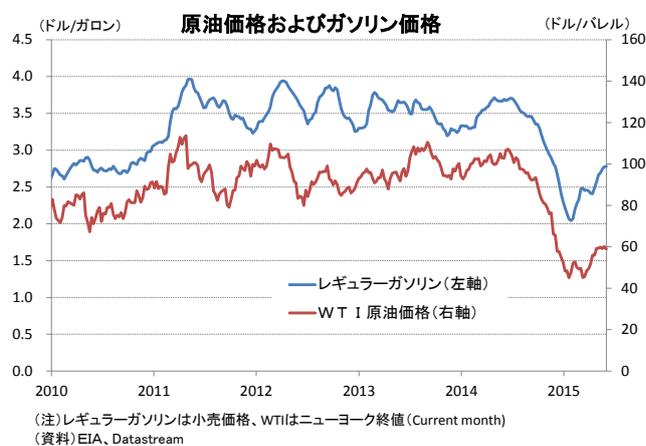
一方、労働市場の回復等を背景に実質可処分所得(3ヵ月移動平均3ヵ月前比)は、2月に+6.3%となるなど、1月以降は概ね5%超で推移しており、収入面では順調な増加が持続している。もっとも、消費に目を転じると、実質個人消費(3ヵ月移動平均3ヵ月前比)は、所得の動きとは対照的に4月が+1.2%となるなど、1月以降は伸び鈍化が持続している。

この結果、貯蓄率(3ヵ月移動平均)は5.5%まで増加した。貯蓄率は12年12月に8.6%をつけるなど、08年のリーマン・ショック後には雇用不安等を背景に高めで推移していた。しかしながら、リーマン・ショック以前は概ね3%程度で推移していたほか、足元では雇用不安が後退しており、貯蓄率の上昇基調を合理的に説明できない。やはり、個人消費は悪天候などの要因により伸びが抑制されたと考えるのが自然だろう。

さらに、所得以外の個人消費を取り巻く環境をみると、ガソリン価格は一頃に比べて上昇しているものの、1ガロン当たり2ドル台後半で推移しており、前年同期に比べて依然として25%程度低い水準となっている(図表8)。また、不動産や株価の上昇する中で家計のバランスシート改善も持続しており、個人消費を取り巻く環境は消費にとって非常に良好な状況となっている。

このため、労働市場の回復が持続する元で、今後は貯蓄率が低下するような個人消費の伸びの加速が見込まれる。

(図表 8)

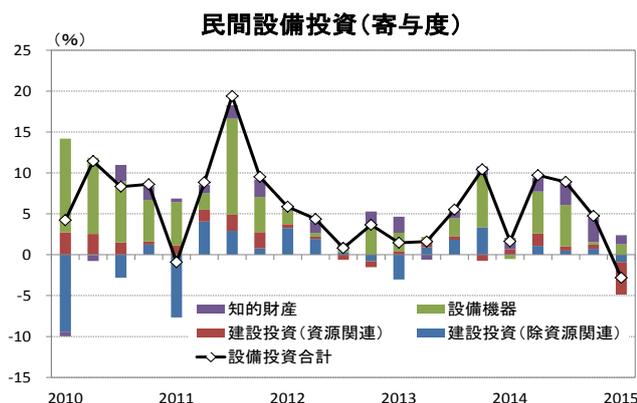


(設備投資) 15年前半はエネルギー関連企業が足を引っ張るものの、年後半は回復へ

民間企業設備投資(前期比年率)は、1-3月期におよそ4年ぶりとなるマイナス成長となった。民間設備投資の中身をみると(図表9)、資源関連の建設投資が前期比年率▲48.6%と大幅に減少しており、成長率寄与度でも▲4.0%と、民間設備投資の足を引っ張ったことが分かる。

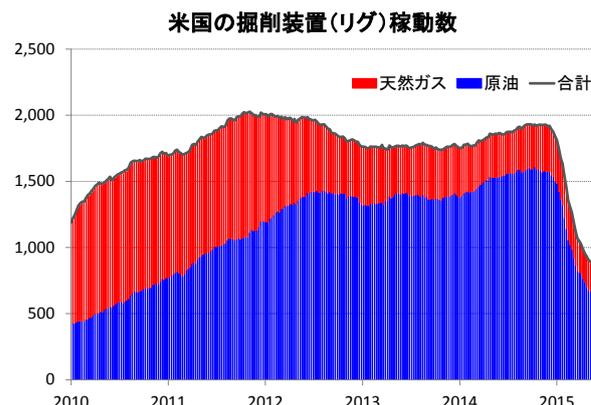
実際、米国の掘削装置(リグ)稼働数は原油と天然ガスの合計が年末の1,840から直近(6月5日)は868と5割弱減少しており、足元でも反発がみられない(図表10)。もっとも、原油価格は今年に入ってからは価格が底打ちする動きもみられる(図表8)。さらに、リグ稼働数は反発こそみられないものの、減少ペースは確実に鈍化しており、今後稼働数の減少には歯止めがかかるとみられる。

(図表 9)



(注) 実質、前期比年率
(資料) BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 10)

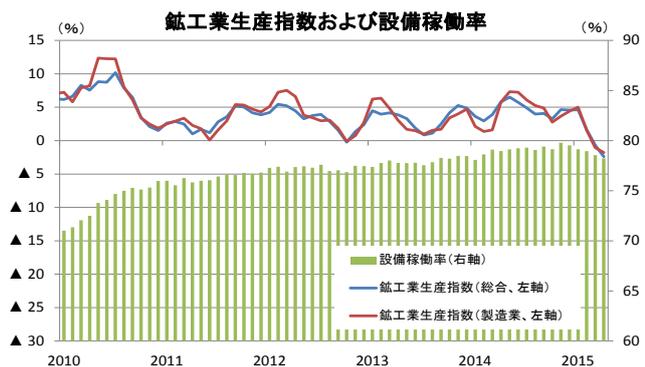


(注) 米国のみ、一部オフショアも含む。
(資料) Baker Hughes Rotary Rig Count Current Week Dataよりニッセイ基礎研究所作成

さて、今後の設備投資の見通しを占う上で、足元の生産関連の指標を確認すると、鉱工業生産指数(3ヵ月移動平均3ヵ月前比)は、4月が▲2.4%と2ヵ月連続でマイナスとなっているほか、設備稼働率も78.2%と14年11月の79.5%をピークに低下基調が持続しており、生産のモメンタムは悪化している(図表11)。モメンタム悪化の理由としては、上記のエネルギー産業の不振に加え、14年後半以降に急激なスピードで進行したドル高も影響しているとみられる。

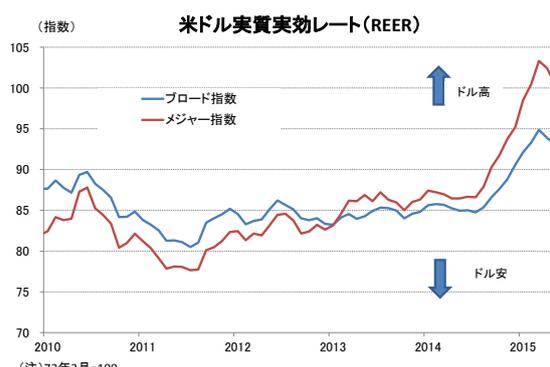
そこで、為替相場の動向をみると、米ドルの広範な通貨に対する動きを示す米ドル実質実効レートでは、ドルの上昇スピードが鈍化する兆候もみられる(図表12)。足元、ドルは対円ではドル高となっているものの、ユーロをはじめ他通貨ではそれほどドル高は進行していない。米国では今後政策金利の引上げが見込まれ、金利先高観測を背景にドル高基調は持続するとみられるが、上昇スピードが緩やかに留まれば、生産への影響も緩和されるとみられる。このため、原油価格の落ち着きと合わせて考えると設備投資は年後半には回復するとみられる。

(図表 11)



(注) 鉱工業生産指数は3ヵ月移動平均の3ヵ月前比(年率換算)
(資料) FRB

(図表 12)



(注) 73年3月=100
(資料) FRBよりニッセイ基礎研究所作成

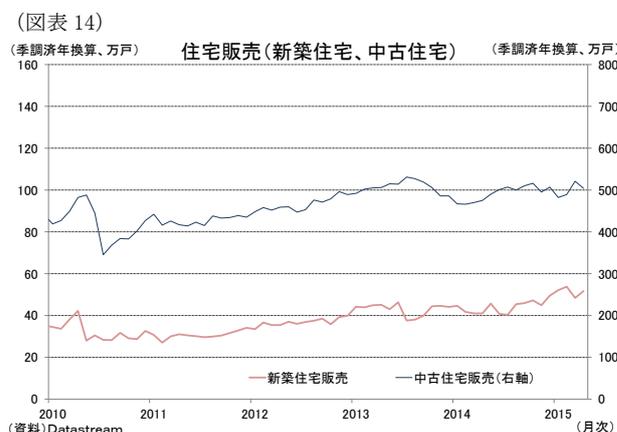
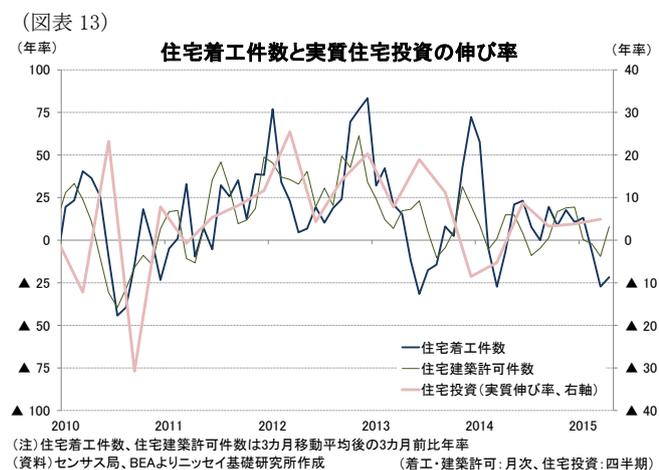
(住宅投資) 緩やかながら14年から成長は加速

住宅投資は、2 四半期連続で伸びが加速するなど、緩やかながら回復が持続している。足元の住宅市場の状況を確認すると、住宅着工件数(3ヵ月移動平均3ヵ月前比)は4月が▲21.7%(前月:▲27.2%)と、2ヵ月連続で▲20%を超える落ち込みとなっており悪化が続いている。しかしながら、これは悪天候により2月から3月にかけて北東部を中心に落ち込んだことによる影響が大きく、北東部では4月に

入って既にプラスに転じているほか、住宅着工の先行指標となる住宅許可件数（3ヵ月移動平均3ヵ月前比）も4月に+9.8（前月：▲5.5%）とプラスに転じていることから、今後住宅着工指数は回復が見込まれる。

一方、住宅販売は4月の年率換算販売戸数が、新築住宅が51.7万戸、中古住宅は504万戸となっている。新築住宅は14年半ば以降緩やかながらも増加基調が持続しているものの、中古住宅は500万戸を挟んだ一進一退の動きとなっている。中古住宅販売が伸び悩む一つの理由としては、住宅在庫が低位に留まっていることが挙げられる。住宅在庫（月数）は、14年8月の5.6ヵ月をピークに15年3月の4.6ヵ月まで低下基調が続いた。もっとも、4月は5.3ヵ月と3月から上昇に転じており、在庫の増加に伴い中古住宅販売も今後は増加が見込まれる。

このように住宅市場は着工、販売ともに回復の兆候がみられている。今後の住宅投資を予想すると、労働市場の回復が持続していることに加え、住宅ローン金利も依然として低水準に留まっていることから引き続き増加を見込んでいる。また、14年の住宅投資（前年比）が1%台半ばと極端に低成長に留まったこともあり、15年は14年から成長が加速しよう。



(政府支出、財政収支) 景気にはほぼ中立

10-12月期の政府支出（前期比年率）は2四半期連続のマイナスとなったものの、成長率寄与度で見れば▲0.20%ポイント（前期：▲0.35%ポイント）と景気に与える影響は小さくなっている（図表 15）。15年度予算（14年10月1日～15年9月30日）では、財政赤字（名目GDP比）が▲2.7%（前年度：▲2.8）と、前年度とほぼ変わらない水準が見込まれていることから、現会計年度の残り7-9月期についても、政府支出が成長率に与える影響は大きくないとみられる。もっとも、BEAは、政府支出のうち国防予算について1-3月期と10-12月期に成長率が低くでてしまう季節調整の問題について認識しており、15年7月末に季節調整方法の変更を行うとしているため、四半期成長率が変動する可能性については注意したい。

一方、16年度については、2月上旬に大統領から議会に対して予算教書が提出され、議会も大統領とは独立して予算の大枠を決める予算案（予算決議）を4月下旬に可決したことから、今後予算決議に基づいて各省庁に具体的な資金配分を決めるための歳出予算法案の審議が議会で本格化する。

16年度の予算案に関しては、大統領案と議会案で根本的な思想を含めて内容に大きな差がある。すなわち、大統領案では富裕層に対する増税などによって歳入を増やす一方、公共投資の拡大などによって歳出も増やすことを計画しているが、共和党を中心に策定された議会案では、増税による歳入増を目指

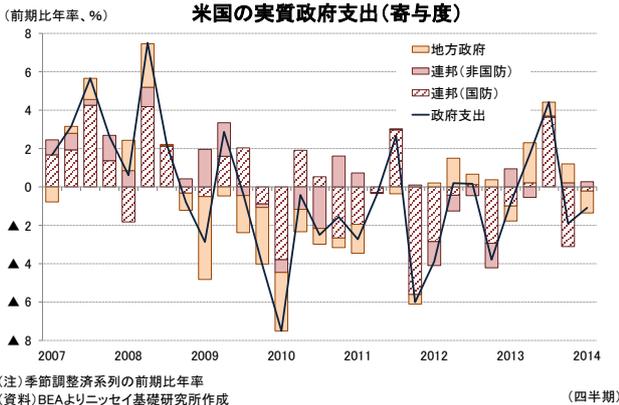
さない一方、歳出については社会保障費の削減などを通じてこれまで以上に削減することを計画している。議会予算局（CBO）はそれぞれの予算案に基づく歳出、歳入、財政収支の見通しを公表している（図表16）。これによれば、10年後の25年度に大統領案では歳入（名目GDP比）が15年度見込みの17.7%から19.2%に増加する一方、歳出も同20.4%から22.1%に増加する見込みとなっている。この結果、大統領案では財政赤字が同2.7から2.9%に小幅な増加が見込まれている。

議会予算案では、25年度に歳入が18.3%に留まる一方、歳出は18.2%への低下を見込んでおり、財政収支は同0.1%黒字転換する見込みで大統領案と大幅に異なっている。さらに、議会案では10年に成立したオバマケアについて無効化させるとしており、大統領が合意できない内容となっている。

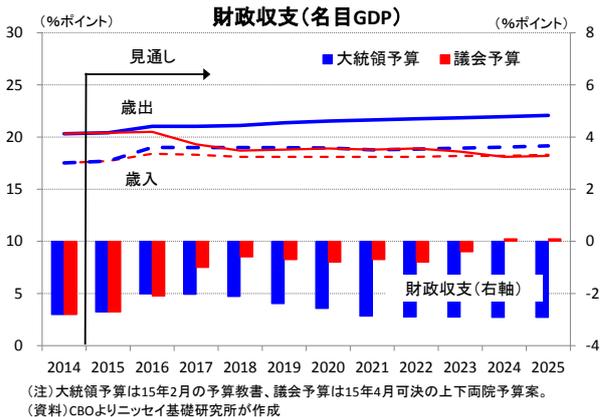
このように大統領と議会の予算案は大幅に異なっていることから、歳出予算案の審議は難航が予想される。これまでの議会予算案の策定では大統領の署名は必要なかったが、歳出予算案については、成立させるために大統領の署名が必要となる。このため、議会側も今後は一定の譲歩が必要とみられるが、どう大統領と合意するのかその動向が注目される。

もっとも、16年度予算案だけに注目すれば、財政赤字は大統領案が▲2.0%、議会予算案が▲2.1%と大差ないことから、どちらに転んでも16年成長率見通しにおいては引き続き政府支出は景気に対して中立と考えている。

（図表15）



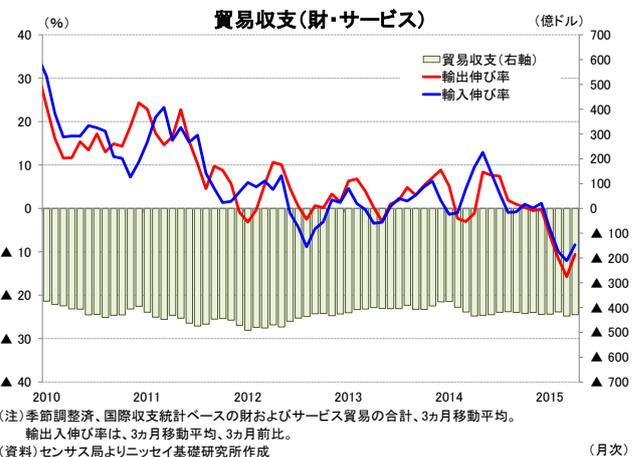
（図表16）



（貿易）15年は純輸出の成長率寄与度のマイナス幅は拡大

まず、貿易収支の状況を確認すると、4月は、貿易収支（国際収支統計ベース、3ヵ月移動平均）が429億ドルの赤字、うち財・サービスの輸出は1,882億ドル、同輸入は2,311億ドルとなっている（図表17）。輸出入の伸び（3ヵ月移動平均3ヵ月前比）をみると、輸出は▲10.6%（前月：▲15.7%）と、14年11月からマイナスが持続しているほか、ここ3ヵ月では2桁の減少となっている。一方、輸入についても▲8.4%（前月：▲12.1%）と、15年1月からマイナスが持続しており、西海岸港湾ストの影響により輸出入ともに押し下げられているとみられる。もっとも、4月の貿易収支は、輸出の落ち込みが輸入に比べて小さかったため、

（図表17）



赤字幅が前月の434億ドルからは小幅縮小した。ストの影響が緩和されるに従い今後は輸出入ともに増加に転じることが見込まれる。

今後の純輸出（成長率寄与度）を予想すると、4月に貿易赤字が縮小したことから、4-6月期は小幅ながらプラス寄与となりそうだ。もっとも、15年通年では、今後の為替相場の動向に左右されるものの、当面は相対的な米国経済の好調が予想されるほか、米国の金利先高観測を背景にしたドル高基調の持続が見込まれることから、成長率寄与度は、▲0.6%ポイント（前年：▲0.2%ポイント）と、14年からマイナス幅が拡大すると予想している。

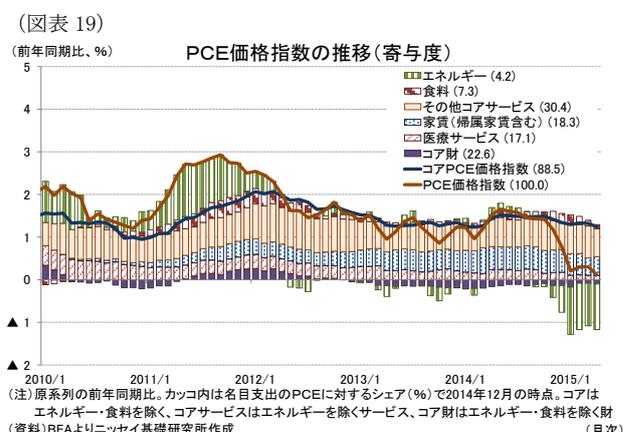
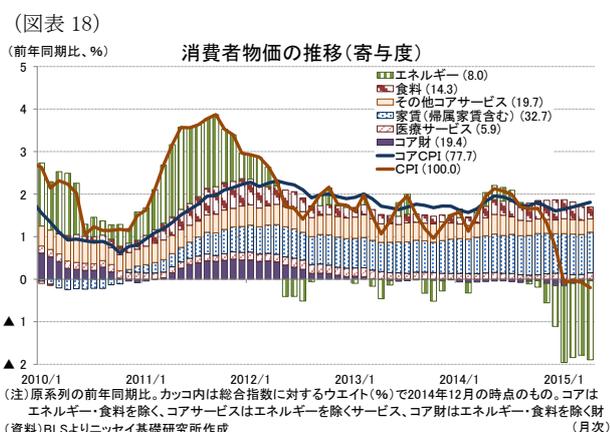
3. 物価・金融政策・長期金利の動向

（物価）エネルギー価格の底打ちにより、物価上昇圧力は高まるものの、上昇は緩やか

物価は、消費者物価指数（前年同月比）の総合指数が4月に▲0.2%と15年1月から4ヵ月連続でマイナスとなった。これは、物価指数の8%のウェイトを占めるエネルギー指数が、原油価格等の下落に伴い4月は▲19.4%となるなど、1月以降に2割近い下落が持続している影響が大きい（図表18）。一方、食料とエネルギーを除くコアは+1.8%と総合指数に比べて安定しているものの、14年5月以来2%を下回る状況が持続している。

次にFRBが政策目標としているPCE価格指数（前年同月比）は、総合指数が4月+0.1%とこちらもエネルギー価格の下落に伴い、15年1月以降は0%近辺での推移となっている。一方、コア指数は+1.2%と低下基調が持続している（図表19）。このようにPCE価格指数は総合指数、コア指数ともにFRBの政策目標とする2%の水準を大幅に下回っている。

物価の見通しについては、今後もエネルギー価格の動向が鍵を握っているとみられる。当研究所では、原油価格は1-3月期に底値をつけた後、16年にかけて緩やかに上昇すると予想している。このため、消費者物価指数（前期比年率）は1-3月期にマイナスとなった後は、プラス圏で推移すると見込んでいる。もっとも、15年10-12月期の時点でも原油価格は前年同期の水準を下回るとみられるほか、賃金上昇率の大幅な加速も見込めないことから、15年の消費者物価指数（前年比）は+0.5%に留まると予想している。PCE価格指数についても当面FRBが目標とする2%の達成は困難とみられる。



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。

（金融政策）政策金利の引上げ時期は15年9月を予想

F R Bは、15年3月のF O M C会合で声明文から「忍耐強く」(patient)との表現を削除した。このため、理論的には6月会合以降は何時でも政策金利の引上げが可能となった。もっとも、3月会合以降に発表された経済指標は1-3月期の成長率をはじめ米景気回復の鈍化を示しており、F R Bが6月会合で成長率見通しを下方修正する可能性が高まっている。このため、米景気回復に対する自信は以前より揺らいでいるだろう。さらに、政策金利の引上げによってドル高がさらに加速する可能性もあり、利上げ時期の決定に際しては非常に慎重になっていると考えられる。

実際、複数の地区連銀総裁が政策金利引上げ時期を16年に延期すべきとの考えを示しているほか、先日発表されたI M Fの米国年次経済審査報告書でも同様の政策勧奨があったことから、15年内の政策金利引上げを見送る可能性が以前より高まっている。

しかしながら、当研究所は現状では政策金利の引上げ時期を9月と予想している。米景気に対しては、1-3月期の成長率はマイナスとなったものの、一時的な要因が影響しているとみられ、緩やかながら4月以降の成長率加速が期待できるほか、季節調整方法の変更に伴い1-3月期の成長率が上方修正される可能性もあることから、4-6月期の成長率が発表される7月下旬には米景気回復に対するF R Bの自信が強まるとみている。

さらに、米労働市場は回復基調が持続しており、F R Bが政策金利引上げ開始の条件としている労働市場の「更なる改善」についての条件を満たしていると思われる。

最後に物価についても、原油価格の底打ちがみられるため、今後の物価指標は、緩やかながらプラス幅の拡大が見込まれる。このため、6、7月のF O M C会合で政策金利の引上げを決定することは難しいとみられるものの、9月には物価も含め、F R Bが政策金利の引上げを決定するための環境が整うと予想している。

（長期金利）緩やかな上昇を予想

長期金利は、物価が低下基調となっていることもあり、14年初の3%近辺から足元は2%台前半で推移している。15年年初から2%を下回る水準で推移する場面もあったが、今後、ギリシャ問題の深刻化などの金融市場の安定化を脅かす事象が顕在化しない限り、再び2%を割れる可能性は低いとみられる。

長期金利は、物価上昇圧力が抑制されていることから、当面は2%台前半での推移が見込まれるが、年後半以降は物価が緩やかに上昇するほか、

F R Bが政策金利を引き上げることを反映して緩やかに上昇すると見込んでいる。もっとも、長期金利の水準としては、15年末時点で2%台半ばと14年年初を下回る水準に留まろう。(図表20)

(図表20)

