■レポート―――■

米国経済：原油安でも力強さに欠ける理由

三菱UFJモルガン・スタンレー証券
エクイティリサーチ部 エクイティリサーチ課 シニアエコノミスト
森山　昌俊

序：急速に後退する米国経済楽観論

FRBの利上げ開始時期については、労働市場の改善継続を前提に、当局がいつ「インフレが目標の２％に中期的に向かうという合理的自信」（FOMC声明）を手にするのかにもっぱら注目が集まっていた。ところが、市場予想を大幅に下回った米国１～３月期実質GDPの発表以降、米国経済楽観論が急速に後退している。悪天候や西海岸港湾労使紛争といった一時的要因の影響も指摘されているが、今や労働市場の改善継続を支える経済の拡大ペースにも、不透明感が出てきている。

民間予測機関以上に米国経済に強気だったIMFも例外ではない。昨年10月の『世界経済見通し』（WEO）で米国の実質GDP成長率予想を＋3.1％としていたIMFは、１月20日時点で世界経済全体の見通しを下方修正する中、米国については＋3.6％に上方修正していた。ところが、４月のWEOでは米国の成長率予想を＋3.1％に戻していた。

〈目　次〉

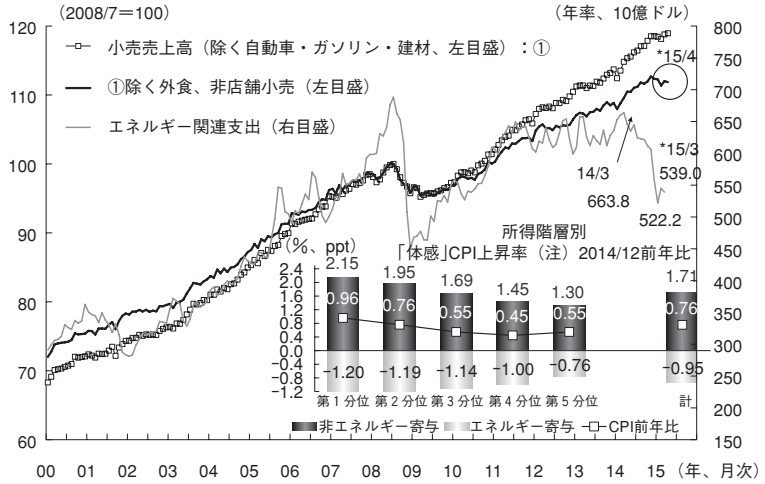
序：急速に後退する米国経済楽観論
１．限定的だった原油安の消費押し上げ効果
２．遅れて出てくる原油安の設備投資押し下げ効果
３．同時進行していたドル高の影響
結び：一時的要因剥落でも力強い成長はまだ困難

１．限定的だった原油安の消費押し上げ効果

(1)　富裕層よりも高い中低所得層の体感インフレ

こうしたことの背景にあるのは、何よりも

（図表１）米国の小売売上高

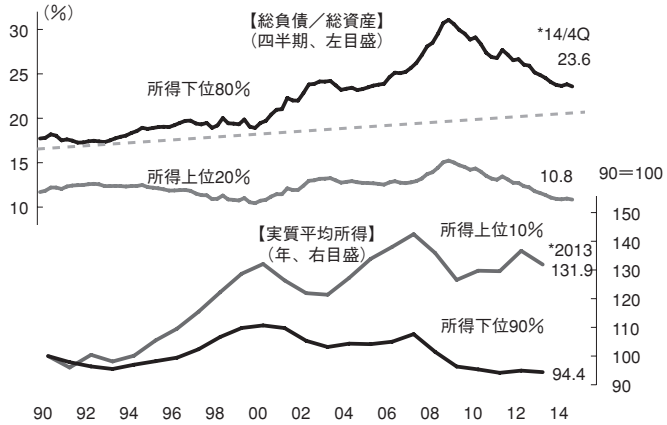


（注）所得階層別支出構成比より階層別CPIを試算。第１分位：所得下位20%、第５分位：所得上位20%。
（出所）米商務省BEA、センサス局、米労働省より、MUMSS作成

GDPの約７割を占める消費に対する原油安の押し上げ効果が、今のところ期待外れに終わっていることであろう。米国家計のエネルギー関連の名目支出は2014年３月の年率6,638億ドルから2015年１月には同5,222億ドルと同1,416億ドル（可処分所得比1.3%相当）も減少していた。ところがその割に、小売売上高（全体除く自動車・ガソリン・建材）の伸びは高まらなかったばかりか、外食と非店舗小売を除くと、2014年11月をピークに減少基調にある（図表１）。家計はエネルギー支出の負担が大幅に減少しても、外食の回数を増やすかネット販売・通信販売での購入にとどめているようである。

原油安の消費押し上げ効果が今のところ期待外れに終わっている理由の一つは、本来恩恵が大きいはずの中低所得層で、実質購買力改善が限定的とみられることである。通常、エネルギー価格下落は所得が低い層ほど恩恵が大きい。所得に制約がある中で必需項目であるエネルギー支出の割合が相対的に高いからである。所得階層別CPIを試算しインフレ率を比べてみると、エネルギー支出のウエイトが高い低所得層ほど、エネルギー安のインフレ押し下げ効果は大きくなっている。ところが、それ以外の項目のインフレ率に対する寄与をみると、低所得層ほど高くなっている。エネルギー以外の必需項目で、低所得層ほど支出ウエイトが高い家賃、食料品、医療費については、価格の伸びが高めで推移しているからである（2014年の上昇率は、各々＋3.2%、＋2.4%、＋2.4%）。結果として、消費者の体感インフレは所得の低い層ほど高くなっており、エネルギー安の恩恵が相殺されているの

（図表２）二極化する米国家計



（出所）Atkinson, Piketty, and Saez, The World Top Incomes Database, FRBより、MUMSS作成

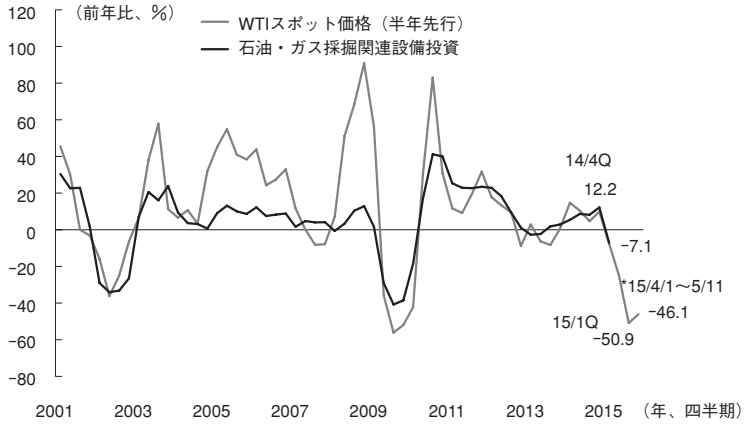
である（同）。

⑵　なお残る中低所得層のバランスシート調整圧力

これと関連するより重要な理由は、中低所得層でなお残っているとみられるバランスシート調整圧力である。われわれの推計によれば、米国の家計が保有する株式資産（ミューチュアルファンドなどを経由する間接保有を含む）の78.1%が所得の上位20%に集中しており、この層が消費の49.2%を支えている（2012年）。残りの50.8%を支える中低所得層は、株をほとんど保有せず、実質所得が1990年代前半の水準を割り込んでいる上に、資産に対する負債の比率が富裕層の倍以上となっている（図表２）。

したがって、中低所得層はエネルギー支出の負担が大幅に減少すると、他の支出に回すより返済や貯蓄に回す可能性が高いと考えられる。米商務省経済分析局（BEA）の国民所得統計（NIPA）では、可処分所得から消費支出や利払いなどを差し引いた残差が貯蓄と定義される。その可処分所得比である貯蓄率が2013年10～12月期の4.4%から2015年１～３月期に5.5%にまで上昇しているのは、中低所得層がエネルギー安による「事実上の減税分」の多くを返済や貯蓄など支出以外に回していることを示唆している。こうしたことが、IMFに「上ぶれリスク」とまで言わせていた原油安の消費押し上げ効果を期待外れなものに終わらせていると考えられる。期待外れに終わっていると感じているのはFOMCも同様である（４月議事録）。

（図表３）原油価格と関連設備投資



（出所）米商務省BEA、Bloombergより、MUMSS作成

２．遅れて出てくる原油安の設備投資押し下げ効果

⑴　原油価格と関連設備投資の関係

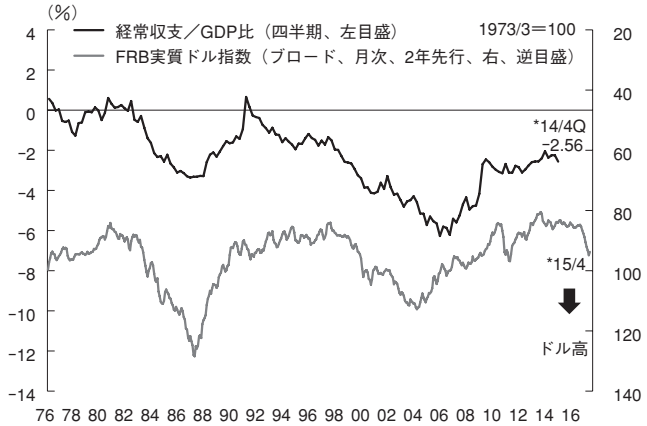
民間予測機関はIMF以上に慎重だが、それは楽観論後退の理由が原油安の消費押し上げ効果不発だけではないからである。原油安は石油・ガス採掘関連の設備投資には明らかにマイナスである。ただ、原油価格の変動の影響が関連設備投資に顕在化するまでに半年程度のタイムラグがある。そのため、2014年７月から本格的に下落し始めた原油価格の設備投資への影響は、2014年中はまだ認識されていなかった。

それが半年後の１～３月期にようやく出始めたのである。石油・ガス採掘関連の実質設備投資は、昨年10～12月期までは前年比12.2%増と伸びが加速していたが、この１～３月期には一気に同7.1%減と前年割れになった。もっとも、原油価格変動とのタイムラグを考えれば十分に予想されたことであり、驚くべきことではない（図表３）。前期比年率では実に47.5%の減少となったが、石油・ガス関連設備投資は実質設備投資全体の7.0%、実質GDPの0.9%を占める（2014年）。１～３月期の実質設備投資全体の落ち込み（前期比年率3.4%減）はほぼ石油・ガス関連投資の減少で説明でき、実質GDP成長率に対する押し下げ寄与度も0.44%ポイントに達していた（速報時点）。

⑵　少なくとも７～９月期までは残るマイナスの影響

石油･ガス関連設備投資の前年比伸び率は、原油価格が投機などもあって大幅に上昇する場合を除けば、半年遅れで原油価格の前年比伸び率とほぼ同じ水準で推移している。４～

（図表４）ドル高の影響



（出所）FRB、米商務省BEAより、MUMSS作成

６月期と７～９月期の関連設備投資の前年比が、昨年10～12月期と今年１～３月期の原油価格の前年比と各々同じとした場合、関連設備投資は前期比年率で４～６月期が45.9%減、７～９月期は80.3%減となる。前期比で増加に転じるのはようやく10～12月期からである。

比較的タイムラグを置かずに顕在化する傾向のある原油安の消費押し上げ効果は、今回は限定的だった。こうした中、設備投資への遅れたマイナスの影響は７～９月期までは残ることになる。多くのFOMC参加者もこの点を認めつつある（４月議事録）。

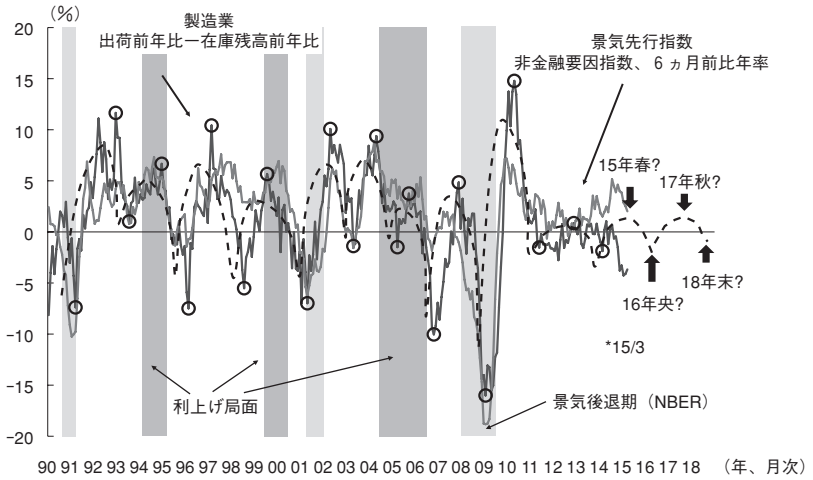
３．同時進行していたドル高の影響

(1) 原油安のプラス効果を遥かに上回るドル高のマイナス効果

原油安にもかかわらず米国経済が力強さに欠ける理由を考えるに当たっては、原油安と並行してドル高が進行していた（或いはドル高が原油安の一因だった）点を無視するわけにはいなかい。米国のGDPに占める輸出のウエイトは13.0%であるのに対し、個人消費のウエイトは68.2%（2014年）。そのため、当初は、原油安のプラス効果がドル高のマイナス効果を吸収して余りあると考えられていたようである。

しかし、FRBのマクロ計量モデルである「FRB／USモデル」のシミュレーションによれば、原油価格１バレル50ドル下落のGDP

（図表５）米国の2.5年周期の短期循環



（注）非金融要因指数は、①製造業週労働時間、②失業保険新規申請件数、③消費財・素材新規受注、④ISM新規受注指数、⑤非国防資本財除く航空機新規受注、⑥住宅着工許可件数、⑦S&P500、⑧クレジット先行指数、⑨10年債利回り－FF金利、⑩消費者期待（ミシガン大１年先経済状況とCB半年先ビジネス状況）から、⑦～⑨を除いたベース。
（出所）米商務省センサス局、コンファレンスボードより、MUMSS作成

押し上げ効果（ベースラインからの乖離）は３四半期後が最大で0.15%。その後はプラス効果が薄れていく。これに対してドル10%上昇のGDP押し下げ効果は10四半期後が最大で0.81%に達する（いずれも経済主体が不完全な情報しか持っていない適合的期待仮説ケース）。つまり、ドル高のマイナス効果のほうが大きくかつ息が長いのである。

⑵　既に起こったドル高が約２年先の純輸出を悪化させる

実際、経常収支のGDP比と実質実効ドル指数（FRB、ブロードベース）の推移を比較すると、ドル高は約２年先の経常収支の動きに影響を及ぼしていることがわかる（図表４）。そうなると、2014年夏から2015年３月まで続いたドル高は、2017年にかけて成長率を押し下げることになる。NY連銀ダドリー総裁はこれまでのドル高の影響で2015年の成長率は0.6%ポイント押し下げられるとしているが、３月18日の最新のFOMC経済見通しでは、実質GDP成長率の数字が2015年だけでなく、2016、2017年も0.2～0.3%ポイント引き下げられていた。これはドル高の純輸出悪化を通じた成長率押し下げ効果が考慮されていることを、イエレンFRB議長も会見で認めていた。

IMFが４月のWEOで米国の成長率見通しを大幅に引き下げたのも、期待していた原油安のプラス効果が不発だっただけでなく、ドル高のマイナス効果を認めざるを得なくなったからである。FOMC参加者の多くも、こ

れまでのドル高の純輸出への影響が想定よりも大きく長引く可能性があることを示唆している（４月議事録）。

結び：一時的要因剥落でも力強い成長はまだ困難

⑴　４～６月期の成長加速、７～９月期以降の成長ペースに楽観は禁物

１～３月期の住宅や消費の弱さの一部は、確かに悪天候で建設活動や外出が困難だったことによる。ただ、３月以降も伸び悩む小売売上高からは、中低所得層でのバランスシート調整圧力の存在を疑わざるを得ない。所得下位80%は賃貸世帯の約94%を占める（2012年、筆者推計）。そのため、４月に住宅着工はようやく反発したものの、持家需要も本格回復までには至らないと思われる。一方、西海岸港湾労使紛争は、部品供給停滞で自動車メーカーに減産を余儀なくさせた反面、貿易赤字を抑制していた。２月20日の労使暫定合意後の３月、自動車は増産に転じたが、貿易赤字は輸入急増で514億ドル（国際収支ベース、季調値）と６年ぶりの高水準を記録。製造業生産は純輸出悪化もあり、４月に入っても自動車を除くと前月比減産である。

したがって、製造業や消費における一時的要因の影響はあくまで「一部」（FOMC声明）。一時的要因が剥落しても、４～６月期の成長リバウンドや７～９月期以降の成長への楽観は禁物である。既にみた３つの要因（中低所得層のバランスシート調整圧力、ドル高の純輸出押し下げ、原油安の関連設備投資押し下げ）に加え、約2.5年周期の短期循環によれば、米国経済は2015年後半から2016年半ばにかけ減速局面とみられるからである（図表５）。2015年は２%台前半の成長に止まろう。

⑵　利上げは始まっても2017年秋までか

イエレンFRB議長が日本やスウェーデンの例を挙げてゼロ金利解除は急がないことを示唆する中、このような景気見通しに立てば、利上げ後ずれは必至であろう。もっとも、ゼロ金利長期化による投資家のリスクテイクを通じた金融不安定化も警戒する議長は、2015年中には利上げを始めたいとの意向も滲ませている（５月22日講演）。

したがって、イエレン率いるFRBは、開始後のペースが相当緩やかなものになることを市場に周知徹底させることを条件に、利上げを年末には開始する可能性が高いと予想する。ただ、その場合でも利上げは2017年秋までが限度か。それ以上続けると、在庫循環が４回目の減速局面に入り、景気後退のリスクが高まるからである。