

2015年3月20日 全9頁

米国経済見通し なおも金融政策が下支え

悪天候にさらされ、企業は熟練労働者不足

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]

- 3月のFOMC（連邦公開市場委員会）で実質上のゼロ金利政策が維持される一方、「忍耐強く」なれるとする文言は削除された。FOMC参加者の政策金利の見通しが下方修正されたことで、想定される利上げ開始時期は先送りされ、利上げは経済情勢次第ということになった。
- その経済情勢は、一部の地域における悪天候などを背景に、企業活動や個人消費などに軟調な結果が出ている。雇用者数の増勢が回復し、不足が深刻化しつつある熟練労働者を中心に賃金が上昇していることから、経済の回復トレンドは続くだろう。
- 2月末までしか手当てされていなかった国土安全保障省関連の予算は、9月までの暫定予算成立に紆余曲折を経た。再び上限額に達した連邦政府の債務上限額の引き上げや、10月から始まる新年度の予算作成がスムーズに進むとは限らないだろう。
- 経済情勢次第となった利上げ時期は、内需が個人消費を中心に総じて底堅さを保つ一方で、不透明な海外経済の減速やドル高に伴う外需の減速や、議会動向などが左右することになるだろう。

利上げは悪天候要因剥落後の経済情勢と議会動向

FRB（連邦準備制度理事会）は、3月のFOMC（連邦公開市場委員会）で実質ゼロ金利政策の維持を決定したものの、声明文からゼロ金利政策の維持に「忍耐強く」（patient）なれるとした文言を削除した。FOMC参加者の政策金利の見通しが下方修正されたことで、想定される利上げ開始時期は先送りされ、ゼロ金利政策が経済を下支えする時期は延びそうだが、利上げは経済情勢次第ということになった。

その経済情勢は、雇用者数の増勢が回復し、賃金も緩やかながら増加していることが示された。FRBのベージュブック（地区連銀景況報告）では、高い技術を持った労働者について賃上げが進んでいることが報告され、また、中小企業にとって熟練労働者の不足が最も深刻な課題になっている。まず熟練労働者の賃金が上昇し、さらに労働市場の改善が進めば、非熟練労働者でも賃金が増え、消費回復が進む好循環が期待できよう。ただし足下は、NOAA（海洋大気庁）によると、2月は東部では歴史的な降雪と西部で記録的な暖かさとなり、いくつかの北東部の州では、2月として観測史上2番目の寒さを記録した¹。悪天候要因で、自動車を中心とした耐久消費財の生産や販売、住宅の建設や販売などは軟調な結果が出ている。悪天候要因剥落後を期待したいが、同時にFOMCでも指摘された海外経済の減速は政策対応の余地が限られ、外需の減速は懸念材料となろう。

一方、2月末までしか手当てされていなかった国土安全保障省関連予算は、暫定予算案が共和党の反対で下院で否決され、同省の一部閉鎖を避けるために1週間の暫定予算が成立した後に、ようやく9月までの暫定予算が成立するという紆余曲折を経た。オバマ大統領による移民制度改革に保守派が反発した結果とされ、下院共和党内部で穏健派と保守派がまとまっていないことが印象付けられた。3月15日には連邦政府の債務上限を一時撤廃していた期限を迎え、CBO（議会予算局）は、財務省によるやり繰りは10月か11月まで可能とするが、10月からは2016年度（2015年10月～2016年9月）が始まり、新年度の予算措置が必要となる。予算作成に合わせて期限切れとなる強制歳出削減の一部緩和措置への対応も議論の対象となろう。

慎重に声明文を変更²

3月17日-18日に開催されたFOMCでは、実質上のゼロ金利政策の維持を決定した。ゼロ金利政策を維持する期間について、声明文のうち、金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」（patient）なれる、という表現を削除し、労働市場のさらなる改善と、インフレ率が中長期的に目標の2%に回帰する自信が得られた時に政策金利を引き上げるとした。また、次回、4月のFOMCでの利上げの可能性が極めて低いことも記載した。市場の混乱につながらないように慎重に文言を修正したと言えるだろう。今回の会合の結果は、前回に続き全会一致となった。利上げ

¹ <https://www.ncdc.noaa.gov/news/february-2015-us-climate-report>

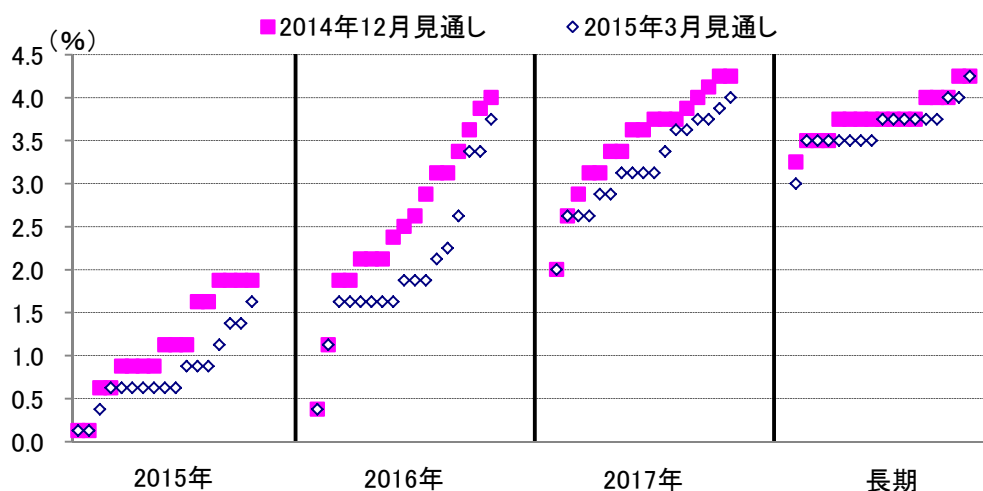
² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「FOMC 利上げに向けた環境作りが進む」（2015年3月19日）参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150319_009567.html

に積極的なタカ派のメンバーだけではなく、ハト派のメンバーも政策変更の柔軟性を確保するため、利上げの可能性を開くことに同意したとみられる。

米国経済の現状認識は、米国経済はしっかりとしたペースで加速している点の認識は変わらないが、輸出の減速などを理由として小幅下方修正された。先行きの経済見通しもやや下方修正された。イエレン議長の記者会見では、海外経済の減速やドル高などを背景に輸出が減速していることが GDP 見通しの下方修正の要因だとした。海外経済動向により注目する姿勢が明らかになったと言えよう。

FOMC 参加者の政策金利の見通しは下方修正された。2015 年中の利上げ開始は 17 人中 15 人が見込んでいて変わらないが、2015 年末時点の政策金利見通しは、中央値で 0.625% と前回 (2014 年 12 月) 時点の 1.125% から 0.500% ポイント低下した。利上げ開始時期が先送りされ、0.25% ずつの金利引き上げであれば、2015 年中に 2 回の利上げが想定されていることになる。

図表 1 FOMC 参加者の政策金利見通し



(出所) FRB より大和総研作成

今回の FOMC の結果は、2 月にイエレン議長が行った議会証言と整合的であった。議長は議会証言において、雇用情勢の回復は進んでいるが「さらに改善の余地がある」とし、利上げに踏み切るには物価の 2% 上昇目標の達成に向けた「合理的な自信が必要だ」としていた。また、海外経済動向が米国の経済見通しにとってリスクになり得ることを示していた。こうした地ならし的な説明を踏まえた声明文の変更であり、これは、文言が変更された場合に市場が極端な解釈をし、2013 年に QE3 縮小開始をバーナンキ前議長が示唆して、市場の混乱につながった事態の再来を避けたいという姿勢の表れと考えられる。こうした慎重姿勢は、利上げ開始した後、利上げペースなどはどうなるのかも経済指標次第であるということ、FRB は利上げ開始時期以上に、市場の理解を得なければならないためであろう。市場との対話がスムーズに進めば、利上げを進められると言えよう。

雇用者数の増勢回復も時給と労働時間に市場変動の影響³

2月の雇用者数の増勢は回復し、一部の地域が寒波に見舞われたことや、エネルギー関連業種での雇用の喪失を踏まえると力強い結果だと言えよう。1月の雇用者数増加ペースの鈍化は一時的であったとみられる。

2月の非農業部門雇用者数は前月から29.5万人増加し、市場予想（Bloomberg 調査：23.5万人増）を上回った。民間部門で増加した28.8万人の雇用のうち、サービス業が25.9万人を占め、生産部門の雇用者数は2.9万人増にとどまった。生産部門では、建設業が2.9万人増え、鉱業・林業が0.8万人減少し、製造業は石油・石炭製品などで雇用が減って0.8万人の増加にとどまった。エネルギー関連の業種における人員削減が明確になってきている。サービス業では、娯楽・レジャー、教育・医療、企業向けサービスなどで雇用が増えた。娯楽・レジャーのうち、飲食サービスが大部分を占めるなど、サービス消費の回復傾向が反映されているとみられる。

失業率は5.5%と前月から0.2%ポイント低下し、事前の市場予想（Bloomberg 調査：5.6%）を下回った。失業率の低下は主に職探しを諦めた人が増えたことに因る。失業期間が27週以上の長期失業者数は9.1万人減少し、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、17.5万人減少した。職探しを諦めた人や、フルタイムの職を得られない経済的理由の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11.3%から11.0%に低下した。

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24.78ドルとなった。時給の前年比伸び率は2.0%増と市場予想（Bloomberg 調査：2.2%増）を下回った。週平均労働時間は34.6時間と変わらず、5ヵ月連続で同じだった。FRBが3月4日に公表したベージュブックでは、雇用の堅調な増加を指摘しつつ、賃金上昇は緩やかで、高い技術を持った労働者に限って賃上げが進んでいることが報告された。実際、2月の雇用統計では、管理者を除く時給の伸びは同1.6%まで減速しており、管理者の時給の伸びが高いことを示している。

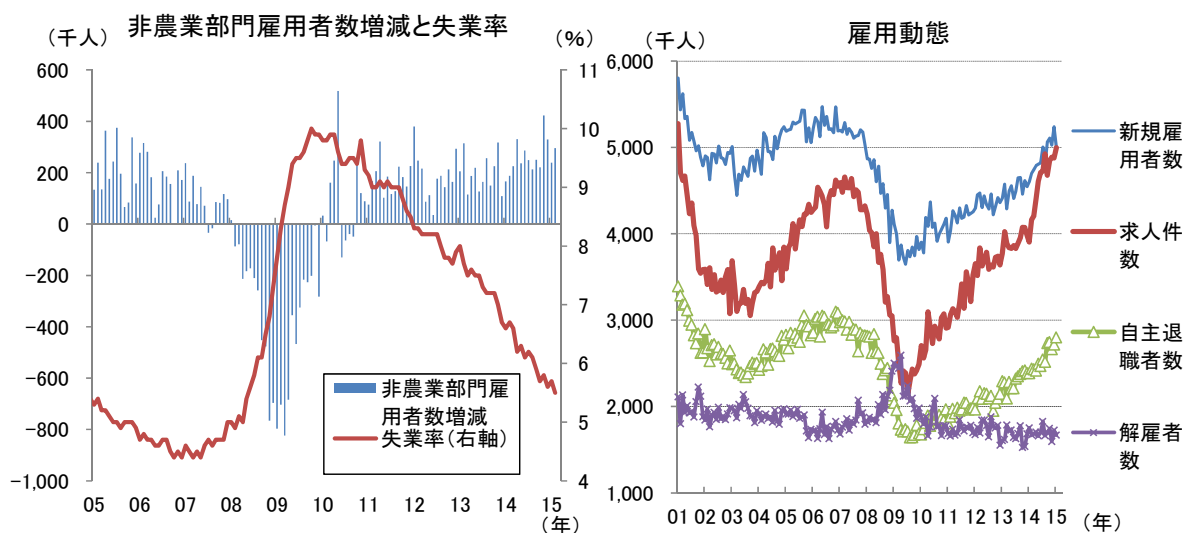
業種別の時給の伸び率は、娯楽・レジャーや情報通信などで高く、週平均労働時間は建設や娯楽・レジャーなどで伸びた。一方、雇用者数が2ヵ月連続で減少した鉱業・林業の週平均労働時間は前年比でマイナスに転じ、平均時給は前年水準と同じになった。エネルギー価格低下の影響が表れていると言えよう。また、海外経済の軟調さやドル高に伴う輸出の減速を受けて、雇用者数の伸びが鈍化した製造業の時給も前年比伸び率が鈍化している。業種によってドル高や原油価格の低下の影響が異なることがわかる。ベージュブックでは、一部で企業が非熟練労働者についても賃金を引き上げようとする動きが報告されており、労働需給の改善が進めば、賃金の上昇ペースも加速する可能性が示唆される。こうした定性情報が、実際に経済データとして反映されてくるか、確認される必要がある。

1月の求人件数は499.8万件で前月から増加した。新規雇用者数は499.6万人で前月より減少

³ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「市場変動の影響を受けた時給と労働時間」（2015年3月9日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150309_009530.html

したが高水準で、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2008年4月以来の水準に増加した。特に増加が目立つ求人動向だが、業種別では企業向けサービスや娯楽・レジャーの求人率が高い。求人の増加ほど新規雇用が増えていないが、自主退職者が増えていることで、労働移動は活発化しつつあると考えられよう。

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

消費の減速は一時的か

2015年2月の飲食サービスを含む小売売上高は、前月から0.6%減少し、3ヵ月連続で前の月を下回った。前月からガソリン価格が上昇したことで、ガソリンスタンドの販売が同1.5%増加し、小売売上高全体を押し上げた。一方、自動車・同部品は同2.5%減と大きく減少し、全体を押し下げた。2月の自動車販売は、年換算で1,623万台と前年同月の水準を上回ったものの、前月比では減少した。悪天候などで売上が伸び悩んだことが指摘されている。

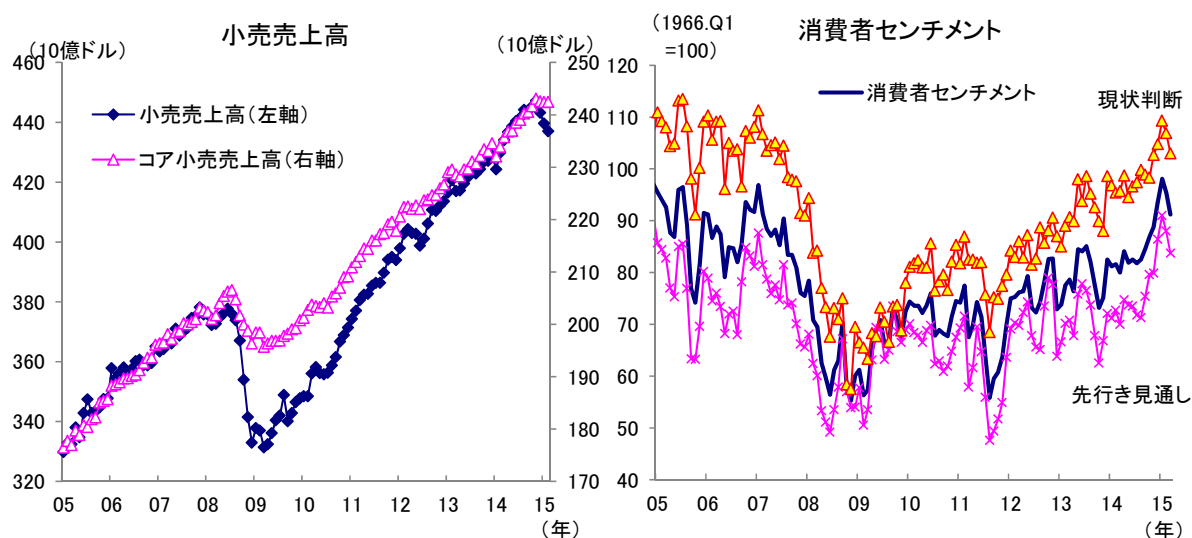
自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除くコア小売売上高は、前月から横ばいとなった。この他、総合小売、電子・家電、家具、飲食サービスなどで前月よりも売上が落ち込み、スポーツ・娯楽、無店舗販売は大きく増加した。

ロイター／ミシガン大調査の3月の消費者センチメント（速報値）は、2月の確報値から4.2ポイント低下の91.2と大幅に低下した。水準は高いものの2ヵ月連続の低下となる。ミシガン大によると、上位3分の1の所得者層では改善したものの、中低所得者層で所得の減少や光熱費がかさんでいること、厳しい冬の天候が買い物やビジネスに及ぼす懸念が再燃したとされる。それでも全般に好調さを保ち、2015年の個人消費支出が3.3%拡大することは依然として支持されるとした。ベージュブックでは、多くの地区で消費支出が増えたと報告されているが、ニューヨーク連銀とボストン連銀の管内では、厳しい天候が小売業に悪影響を及ぼしたとされて

いる。寒波などによる消費の減速が一時的かどうかを確認する必要がある。

また、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3.0%と前月確報値の2.8%から上昇し、ガソリン価格が1月の終わりころから上昇していることが反映されているとみられ、マインドの改善に水を差している可能性もあろう。5-10年先の期待インフレ率は2.8%で前月から0.1%ポイント上昇した。

図表3 小売売上高と消費者センチメント



(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, ロイター／ミシガン大, Haver Analytics より大和総研作成

天候要因で住宅市場は大幅に落ち込む

2015年1月の中古住宅販売（一戸建て）は、前月比5.1%減の427万戸（年換算）と2ヵ月ぶりに減少した。販売価格の中央値は20.0万ドルで、前年比6.3%上昇した。集合住宅を含む在庫戸数が前月に引き続き低水準で、販売に対する在庫の比率は4.7ヵ月と前月の4.4ヵ月から上昇したものの、前年比の販売価格は底打ちして再び上昇し始めた感があり、住宅の供給が不足していると考えられる。1月の中古住宅販売仮契約指数は、前月から1.7%上昇し、2013年8月以来の水準となった。一方、2015年1月の新築住宅販売は、48.1万戸と前月から0.2%減少し、2ヵ月ぶりの減少となった。販売に対する在庫の比率は5.4ヵ月と前月から横ばいとなった。販売価格の中央値は29.4万ドルに低下したが、前年比では9.1%上昇した。

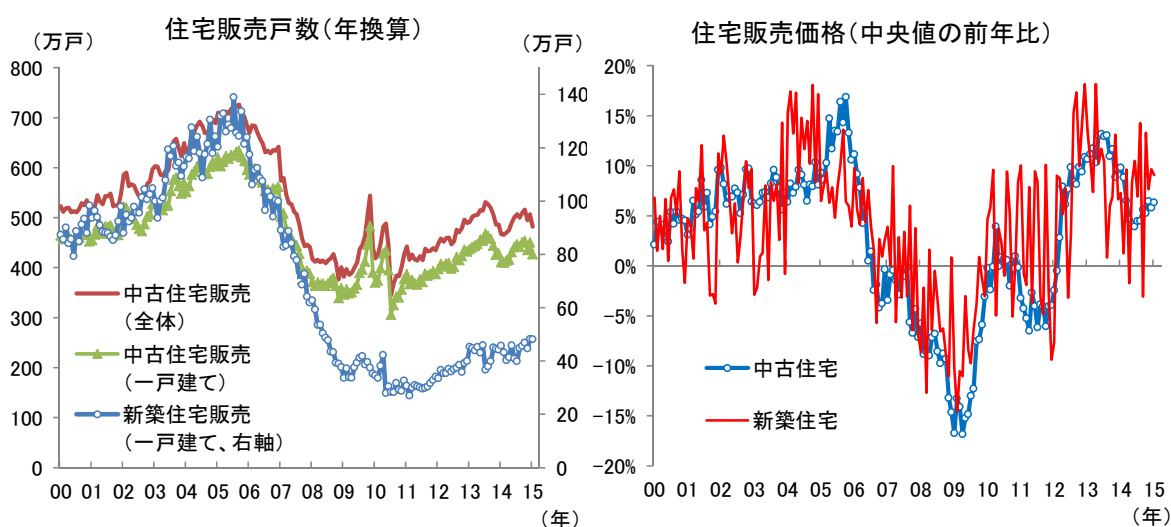
2015年2月の住宅着工件数は、前月比17.0%減の89.7万戸と大幅に減速した。一戸建て、集合住宅がともに大きく落ち込んだ。着工件数の先行指標となる許可件数は大きく上昇し、金融危機以降としては2番目に高い水準となった。

住宅販売の落ち込みは、悪天候で客足が遠のいた可能性があり、大雪が降った北東部では、中古住宅販売件数は前月比6.0%減、新築住宅販売件数は同51.6%減になった。また2月の住

宅着工において、北東部では前月比 56.5%減と極端に落ち込んだ。住宅建設においても、熟練労働者の不足に加えて、寒波などが影響したとみられる。

NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の 2015 年 3 月の景況感指数は 53 で、前月の 55 から低下した。先行き見通しは横ばいだったが、現況判断と購買見込み客の客足が減少した。中古住宅販売の仮契約指数や住宅着工の許可件数といった先行指標は上昇しており、住宅市場の先行きをそれほど悲観する必要はないだろう。天候要因が一服した後、住宅ローンが借りやすくなることや、特に手頃な価格の住宅供給が増えるかが課題となる。

図表 4 住宅販売動向と販売価格



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

企業活動は緩やかな回復傾向を維持か

2015 年 2 月の鉱工業生産指数は前月比 0.1%上昇した。製造業は同 0.2%低下し、業種別では、先月の反動で同 1.9%上昇した石油・石炭や、航空機その他輸送用機器、繊維製品などが上昇したが、自動車・同部品が同 3.0%低下し、製造業生産の回復の足を引っ張った。FRB は「耐久財の需要低迷」が製造業の生産活動の背景としている。寒冷な気候だったことから暖房需要が高まり、電力・ガスは同 7.3%上昇し、鉱業は原油・ガスの掘削が落ち込み同 2.5%低下した。設備稼働率は、78.9%で前月から小幅低下し、金融危機後としては高水準ながら 3 ヶ月連続での低下となった。業種別では、自動車・同部品の稼働率が大幅に低下し、暖房需要が高まった電力・ガスは大幅に上昇した。エネルギー価格やドル高、天候要因などの影響でまちまちの結果となった。生産活動は緩やかな回復傾向が続いているとみられるが、天候要因で減少した自動車を中心とする耐久消費財の生産が回復するかを確認したい。

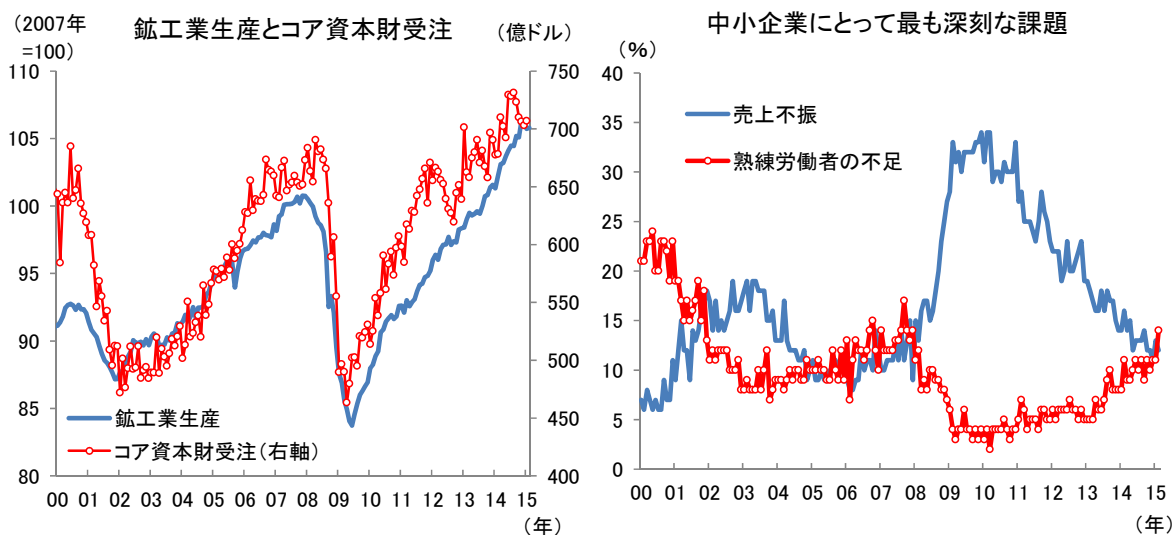
2015 年 1 月の耐久財受注は前月比 2.8%増加した。民間航空機の受注が大幅に増加し、全体を押し上げた。コンピューター・電子部品や一般機械などの受注が前月比で増加に転じ、3 ヶ月

連続で前月比減少となっていた輸送用機器を除く耐久財受注は前月から横ばいになった。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 0.5%増と 5 ヶ月ぶりに増加に転じた。

マインド面では、2015 年 2 月の ISM 製造業景況感指数が 52.9%と前月から 0.6%ポイント低下した。4 ヶ月連続での低下となり、構成指数の多くが低下した。ISM によると、西海岸の港湾での労使交渉が難航し、コンテナが滞留していることによる輸出入への影響や、それに対応するための追加コストへの懸念が指摘されている。ISM の非製造業景況感指数は前月から 0.2%ポイント上昇して 56.9%となった。3 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低下した。このうち、サブ指数は軒並み低下したが、雇用指数が上昇したほか、6 ヶ月先の見通しは改善しており、企業の控えめな楽観姿勢は変わっていないと考えられる。

中小企業において、2 月の企業マインドは小幅改善した。29%の企業が労働者の不足を指摘し、14%の企業は最も深刻な課題として熟練労働者の不足を挙げた。熟練労働者の不足は売上不振を上回った。寒冷な気候のほか、エネルギー価格の低下や西海岸の港湾での荷動きの停滞、世界経済の減速などが企業活動の及ぼす影響は今後も随所に表れるだろう。だが、中小企業の課題として、熟練労働者の不足が売上不振を上回ったことは、企業活動の緩やかな回復トレンドが維持されていることを示唆しよう。

図表 5 企業活動と中小企業の課題



(注 1) コア資本財受注は国防・民間航空機を除く資本財受注。

(注 2) 中小企業にとって最も深刻な課題は 10 項目からの選択で、熟練労働者の不足よりも高い回答項目には、規制や税金がある。

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

経済見通し

2014 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率の 2 次推計値（改定値）は前期比年率 2.2%増となり、1

次推計値(速報値)の同 2.6%増から下方修正された。在庫投資の下方修正がその主要因である。この他、輸入の増加で純輸出が下方修正され、設備投資は上方修正された。個人消費はわずかに下方修正されたが、GDP の主な押し上げ要因だったことに変わりはない。在庫投資の下方修正は、今後の在庫調整圧力を弱めたことになり、設備投資の上方修正で、先行きに向けてむしろ内容は良くなったと言える。

今後の見通しについて、2015 年 1-3 月期の成長率は悪天候等でやや減速する可能性がある。4-6 月期にはその反動増が生じることを見込み、暦年の見通しに変化はない。内需は底堅さを保つ一方、海外経済の減速やドル高によって外需の減速が想定されるだろう。海外経済の減速や地政学的リスクは引き続き対外的な不透明要因であり、予算論議などの議会動向や FRB の利上げを巡って金利が急騰することなどが、米国内の懸念材料として挙げられる。

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	2.2	3.3	2.7	2.6	2.6	2.6	2.8	2.7	2.2	2.4	3.0	2.7
<前年同期比>	1.9	2.6	2.7	2.4	3.5	3.2	2.6	2.7	2.8	2.6	2.7	2.7				
個人消費	1.2	2.5	3.2	4.2	2.9	3.6	2.9	2.8	2.6	2.7	2.8	2.6	2.4	2.5	3.3	2.8
設備投資	1.6	9.7	8.9	4.8	3.7	5.5	5.6	6.6	6.1	5.3	5.2	5.4	3.0	6.3	5.7	5.8
住宅投資	-5.3	8.8	3.2	3.4	0.3	8.3	6.5	6.0	5.7	6.4	5.5	6.0	11.9	1.6	4.4	6.2
政府支出	-0.8	1.7	4.4	-1.8	0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	-2.0	-0.2	0.4	0.0
輸出	-9.2	11.1	4.5	3.2	1.3	3.8	4.2	4.7	4.6	5.0	4.7	4.3	3.0	3.1	3.7	4.6
輸入	2.2	11.3	-0.9	10.1	3.7	4.2	4.4	5.1	4.5	4.6	4.2	3.8	1.1	4.0	5.0	4.5
鉱工業生産	3.9	5.7	4.1	4.4	1.0	3.5	3.4	3.1	2.8	2.4	3.0	3.0	2.9	4.2	3.2	2.9
消費者物価指数	2.1	2.4	1.2	-0.9	-2.8	2.6	2.1	2.0	2.2	2.2	1.4	1.4	1.5	1.6	0.3	2.0
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.5	5.5	5.4	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1	7.4	6.2	5.4	5.2
貿易収支(10億ドル)	-124	-130	-124	-127	-114	-120	-126	-134	-137	-137	-136	-131	-476	-505	-494	-541
経常収支(10億ドル)	-101	-97	-99	-113	-100	-105	-110	-116	-119	-117	-114	-106	-400	-411	-431	-456
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	0.61	0.86	1.04	1.30	1.50	1.63	1.75	1.88	0.31	0.46	0.95	1.69
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.21	2.39	2.59	2.81	2.97	3.14	3.31	2.35	2.54	2.29	3.06
国内最終需要	0.7	3.4	4.1	3.2	2.6	3.4	2.9	2.8	2.8	2.7	2.8	2.7	1.9	2.4	3.1	2.8
民間需要	0.9	4.0	4.1	4.2	3.1	4.1	3.5	3.5	3.3	3.2	3.3	3.2	2.8	3.1	3.7	3.4

(注) 網掛けは予想値。2015 年 3 月 19 日時点。

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