

2015年4月21日 全9頁

米国経済見通し 一時的要因剥落後

悪天候などからの下振れの反動増と海外経済動向を見極めへ

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]

- 利上げ開始時期は経済情勢次第となっているが、3月のFOMC（連邦公開市場委員会）の議事録では、FOMC参加者間において、GDP見通し、インフレ見通しと利上げペースに関する意見が収斂していないことが明らかにされた。
- 経済情勢は、一時的な悪天候などを背景として、雇用者数の増勢が鈍化し、個人消費や住宅市場で軟調な指標が散見された。個人消費や住宅市場は、すでに回復の兆しがうかがわれ、どの程度反動増が生じるか確認する必要がある。
- 3月のFOMC議事録では、ギリシャ問題や中国の成長鈍化、ECBなどの金融緩和がドル高を加速させかねない可能性も指摘された。一時的要因とは言いがたいドル高や海外経済の減速は、製造業を中心に企業活動を軟化させているとみられる。
- 労働者のスキルの問題などの課題への対応は、政府・議会に求められるべきである。2016年の大統領選に向けた立候補の表明が相次いだ。8月の議会休会前までが政策対応が期待できる一つの目安となろう。

一時的的要因剥落後の経済に対する政策対応は

FRB（連邦準備制度理事会）は、3月のFOMC（連邦公開市場委員会）の議事録を公表した。同会合では、実質ゼロ金利政策の維持を決定した一方で、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。

具体的な利上げ開始時期は意見が分かれ、6月のFOMCでの利上げ開始を主張する参加者が数人いた一方で、2016年まで利上げ開始の必要性がないとの意見も2人いた。GDP見通しは安定的とする意見が多いものの、下振れリスクも指摘された。また、インフレ率の見通しも、安定的とする意見と、エネルギー価格の下落とドル高によって下振れリスクがあるとの意見に分かれた。利上げペースもインフレ率の先行き見通し次第とされ、意見は収斂しているとはいえない。他方、労働市場の現状については、「緩み」が残りつつも幅広く改善が進んでいると、比較的評価が共有されていることがうかがわれる。意見が収斂していなくとも、FOMC参加者の政策金利の見通しが下方修正されたことで、利上げ開始時期は年央から先送りされそうだが、あくまで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、1-3月期はやや下振れした指標が目立った。FRBのページブック（地区連銀景況報告）では、大半の地区で経済は拡大を続けたと報告されているが、緩慢な拡大であって横ばいとする地区もあった。実際、一時的な悪天候などを背景として、雇用者数の増勢が鈍化し、個人消費や住宅市場で軟調な指標が散見された。個人消費や住宅市場は、すでに回復の兆しがうかがわれ、どの程度反動増が生じるか確認する必要がある。また、FOMC議事録では、ギリシャ問題や中国の成長鈍化、ECBなどの金融緩和がドル高を加速させかねない可能性も指摘された。一時的とはいえないドル高や海外経済の減速は、製造業を中心に企業活動を軟化させているとみられる。海外経済動向次第でFRBの政策対応が変化する可能性がある。

FOMC参加者で意見が分かれたインフレ率が、FRBの目標である2%に向けて上昇するかどうかは、中期的には賃金の上昇いかんによる。高い技能を持った労働者について賃上げが進み、賃金が上昇するとの予想は、主に高学歴または高所得の労働者であって、ばらつきがある。労働者のスキルの問題などの政策課題には金融政策では対応しがたく、政策対応のボールはFRBから政府・議会に移りつつある。政治の世界では、2016年の大統領選に向けた立候補の表明が相次いだ。2016年初から予備選が始まることから、政策論議はおおむね年内までとなり、8月の議会休会前までが政策対応が期待できる一つの目安となろう。9月以降は、予算論議を経て徐々に政策の議論から選挙の行方に話題がシフトしていくことになろう。

雇用者数の増勢に一服感¹

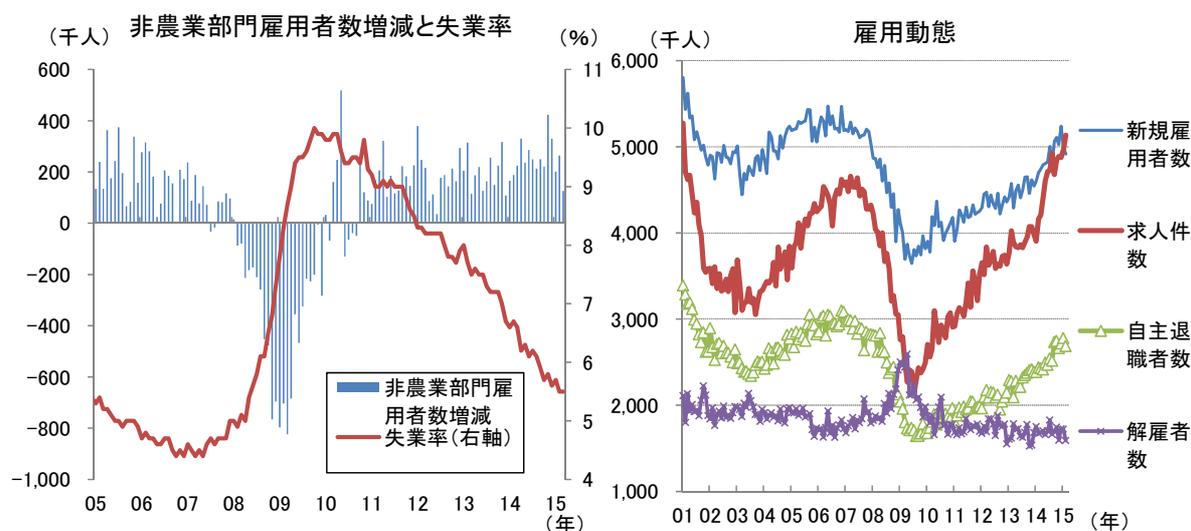
3月の非農業部門雇用者数は前月から12.6万人増加し、市場予想（Bloomberg調査：24.5万

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕 「米雇用者数の増勢に一服感」（2015年4月6日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150406_009624.html

人増)を大幅に下回った。過去分は合わせて6.9万人分、下方修正され、雇用者数の増加ペースは一服した。部門別では、民間部門で増加し政府部門で減少した。12.9万人の雇用が増加した民間部門では、サービス業が14.2万人増加したのに対し、生産部門の雇用者数は1.3万人減少した。生産部門のうち、鉱業・林業が1.1万人減少し、建設業と製造業でも雇用が減少した。製造業の内訳では、機械、石油・石炭製品や電子機器などで雇用が減って、エネルギー関連以外の業種を含めて幅広く雇用の削減が明確になってきている。サービス業では、主に企業向けサービス、教育・医療、小売などで雇用が増えた。

失業率は5.5%と前月から変わらず、事前の市場予想(Bloomberg調査:5.5%)と一致した。職探しを始める人が増えなかったことから、失業者数は13.0万人減少した。会社都合による失業者が増加した一方で、自己都合による失業者は減少し、労働市場の環境悪化が反映された失業者の減少と言えよう。失業期間が27週以上の長期失業者数は14.6万人減少し、失業期間が5週未満の失業者は増えた。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、7.0万人増加して670.5万人と、2ヵ月ぶりに増加した。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11.0%から10.9%に低下した。

図表1 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

民間部門で雇用されている人々の平均時給は、前月から7セント増えて24.86ドルとなった。時給の前年比伸び率は2.1%増と前月から伸びが高まり、市場予想(Bloomberg調査:2.0%増)を上回った。業種別の時給の伸び率は、公益、娯楽・レジャーなどで高く、前年比3%を超える。週平均労働時間は公益、金融などで伸びた。公益には暖房需要の高まりが反映されているとみられる。一方、鉱業・林業の週平均労働時間は前年比2.6%減少し、平均時給は同0.9%上昇にとどまった。また、耐久財製造業では、週平均労働時間は同0.48%減少し、平均時給は同1.0%上昇にとどまった。一部の地域での寒波の影響に加え、海外経済の軟調やドル高に伴う輸出の鈍化、エネルギー価格低下の影響が表れ、労働市場の軟調さがうかがわれる。

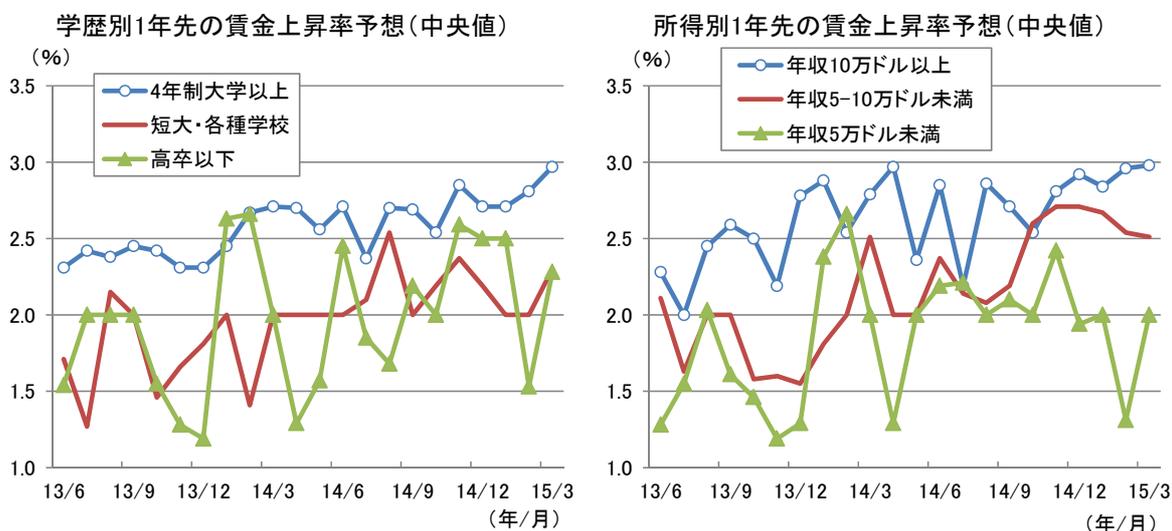
労働市場の環境は良好とはいえない。ただし、一部の地域が寒波に見舞われたことは一時的であって、悪影響は剥落していくと考えられる。今後はドル高の影響やエネルギー関連業種での雇用の喪失が継続して表れる可能性があり、内需の回復との綱引きとなる。

偏りのある企業の求人と賃金の上昇

2月の求人件数は513.3万件で前月から増加し、2001年1月以来の水準となった（前掲図表1右）。新規雇用者数は491.6万人で高水準ながら前月より減少し、求人件数が新規雇用者数を上回ったのは、2000年12月の統計開始以来となる。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前月から減少した。特に増加が目立つ求人動向だが、業種別では娯楽・レジャーや企業向けサービスの求人率が高い。

ニューヨーク連銀による3月の消費者期待調査で、2014年11月以来の水準に賃金上昇予想が加速した。属性別に見ると、2月に落ち込んだ低学歴または低所得の労働者の賃金上昇予想が上昇しているが、傾向として高学歴または高所得な労働者ほど高い賃金上昇を予想している。寒波などの一時的要因は、高学歴や高所得の労働者の賃金予想に影響していない。FRBのページブックによれば、多くの地区で技能を有する、特に専門サービスやIT部門で人材確保が困難になっていることや、技能を有する労働者の賃上げ圧力が強まっていることが報告されている。

図表2 1年先の賃金上昇率予想の内訳



(出所) NY 連銀, Haver Analytics より大和総研作成

足下で、例えば娯楽・レジャーでは、求人と新規雇用が増えて労働需給が引き締まり、賃金が上昇しているが、そもそもこれらの賃金水準は低い。民間部門全般で求人の増加ほど新規雇用が増えていない、あるいは自主退職者数の増加がここ数ヶ月で頭打ちになっているのは、企業が求めるスキルと、求職側のスキルが見合っていない可能性が示唆される。ページブックでは技能を持たない労働者の賃金も引き上げられる傾向が報告されているが、米国経済全体の

中長期的な観点で労働市場の質がさらに改善していくためには、労働者が持つスキルの改善が求められることになる。

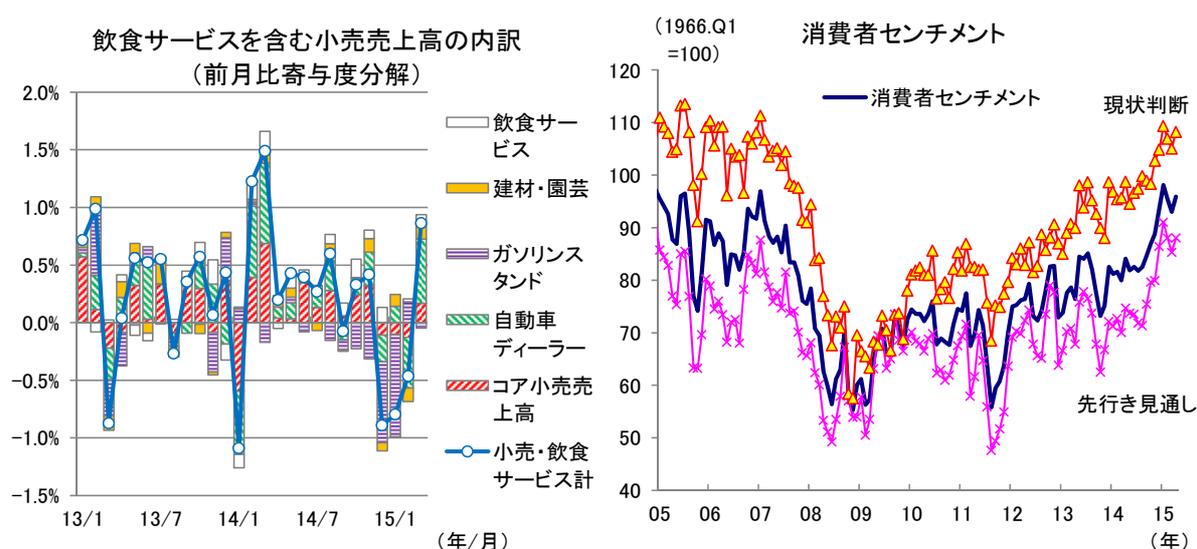
FRB のイエレン議長やブレイナード理事は、金融危機後にスキルを必要としない仕事に就いた主に若年層を中心に、金融危機が住宅購入などの資産形成にどのような影響を及ぼしたか、さらなる研究が必要だとした²。格差の解釈にとどまらず、住宅ローンなどに対する個人の意識や行動が変化しているのであれば、政策の波及メカニズムが変化していることになる。

消費減速は一時的だった可能性

2015 年 3 月の飲食サービスを含む小売売上高は、前月から 0.9%増加し、4 ヶ月ぶりの増加となり、前月比の伸び率は 2014 年 3 月以来の大きな伸び率となった。一部の地域における寒波などの影響で弱含んでいた消費がようやく上向いたことになる。

自動車・同部品の販売が前月比 2.7%増と急反発して、小売売上高全体を押し上げた。前月に同 2.1%減少していたことの反動もあるが、水準が低下する前の 1 月の水準を上回っている。3 月の自動車販売は、年換算で 1,715 万台と 2 月の 1,623 万台から大幅に増加した。また、建材・園芸は、2.1%増加して 2013 年 7 月以来の増加幅となった。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は、前月から 0.3%増加し、4 ヶ月ぶりに増加した。この他では、医療・装身具、飲食サービス、総合小売で前月よりも売上が増加し、ガソリンスタンド、食料品、電子・家電などは減少した。

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

² <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20150402a.htm>

ベージュブックで小売売上高がやや減少した地区では、気温が例年以下であったことが背景の一つだと指摘された。多くの地区で天候の改善が小売売上高の増加につながったとし、またエネルギー価格の低下が消費を促したとされた。

ロイター／ミシガン大調査の4月の消費者センチメント（速報値）は、3月の確報値から2.9ポイント上昇の95.9と3ヵ月ぶりに上昇に転じた。2007年以降では、2015年1月の98.1に次いで2番目に高い水準である。消費の減速が、寒波などによる一時的なものであった可能性が高まっていると言えよう。今後はどの程度の反動増が生じるかが注目される。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2.5%と前月確報値の3.0%から低下し、5～10年先の期待インフレ率は2.6%で同じく前月の2.8%から低下した。

住宅市場の落ち込み一服

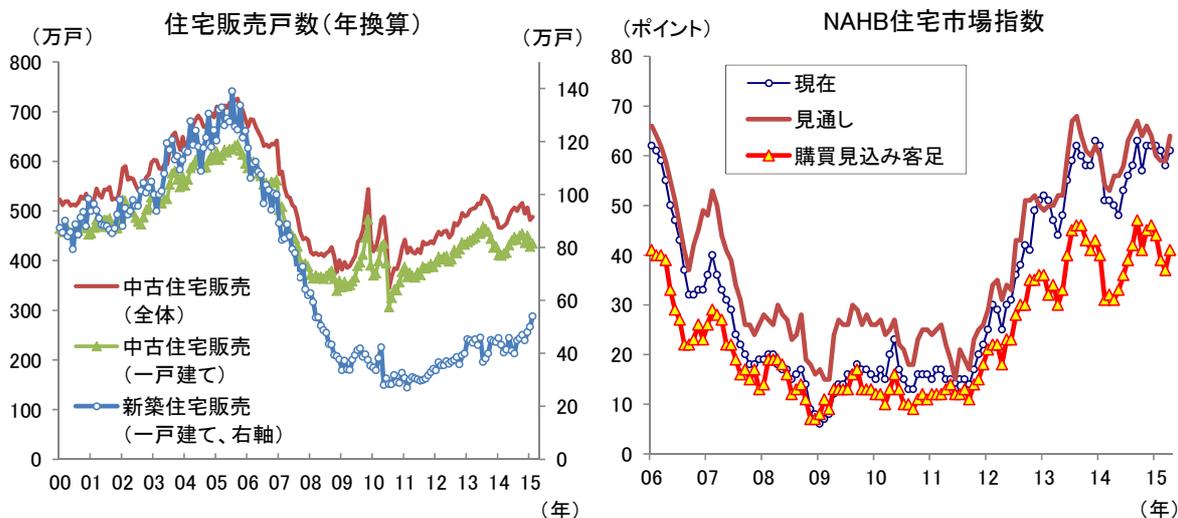
2015年2月の中古住宅販売（一戸建て）は、前月比1.4%増の434万戸（年換算）と2ヵ月ぶりに増加した。販売価格の中央値は20.4万ドルで、前年比8.2%上昇した。集合住宅を含む在庫戸数が前月に引き続き低水準で、販売に対する在庫の比率は4.6ヵ月と前月と変わらず、販売価格の前年比は再び上昇し始めており、住宅の供給が不足していると考えられる。2月の中古住宅販売仮契約指数は前月から3.1%上昇し、2013年6月以来の水準に上昇した。

一方、2015年2月の新築住宅販売は、53.9万戸と前月から7.8%増加し、3ヵ月連続で増加して、2008年2月以来の高水準となった。販売に対する在庫の比率は4.7ヵ月と低下し、販売価格の押し上げにつながったとみられる。販売価格の中央値は前年比で2.6%上昇したが、平均値では4.6%上昇し、高額物件の販売が堅調であることを示唆している。前月、大幅に落ち込んでいた北東部の新築住宅販売件数は2.5倍になった。

2015年3月の住宅着工件数は、前月比2.0%増の92.6万戸と3ヵ月ぶりに増加した。うち、一戸建ての着工が同4.4%増え、集合住宅は減少している。前月に着工件数が半分以下に落ち込んでいた北東部では、前月の2.1倍に増加した。NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の2015年4月の景況感指数は56で、前月の52から上昇した。このうち、サブ指数は全て上昇したが、購買見込み客の客足の回復が遅れており、天候要因での落ち込みからは回復したものの、まだ十分とは言えない。着工件数の先行指標となる許可件数は前月比5.7%減少した。

住宅販売が落ち込んでいたことは、悪天候で客足が遠のいていた可能性が高く、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。労働市場の改善トレンドや歴史的な低金利などを背景に、家賃上昇が続く賃貸住宅居住者の住宅需要は増加しているとみられる。天候要因が一服した後は、反動増が期待できるだろう。購入時に必要な頭金の基準が引き下げられている他、住宅ローンの保証料率も引き下げられ、住宅ローンは相対的に借りやすくなっている。当面の課題は手頃な価格の住宅供給が増えるかどうかであり、FRBの利上げ開始後は、住宅ローンの返済負担の増加に見合って所得が増加するかが課題となる。住宅の供給不足で価格上昇が続くのであれば、住宅市場の回復も緩慢なペースとなるだろう。

図表4 住宅販売動向と住宅市場指数



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

一時的要因を除いても企業活動は軟調

2015年3月の鉱工業生産指数は前月比0.6%低下した。暖房需要で前月まで大幅に伸びていた電力・ガスが同5.9%低下し、鉱業は同0.7%低下と3ヵ月連続で減少して全体を押し下げた。製造業は同0.1%上昇し、業種別では、先月の反動で同3.2%上昇した自動車・同部品が製造業生産全体を押し上げ、電子機器や繊維製品などが増加した。一方、一次金属や木製品などの生産が減少した。天候要因で、冬場の電力・ガスの変動が大きく、エネルギー価格の低下で鉱業の低下傾向が続いている。設備稼働率は、78.4%で前月から0.6%ポイント低下し、金融危機後としては高水準ながら4ヵ月連続で低下した。業種別では、自動車・同部品の稼働率が大幅に上昇し、電力・ガスや一次金属などで低下した。

1-3月期の鉱工業生産指数は前期比で低下し、前期比での低下は2009年4-6月期以来となる。自動車を中心とする耐久消費財の減少は一服した感があるが、自動車関連を除くと横ばいに近く、天候要因を除いて考えても生産活動は軟調だったと言えよう。

2015年2月の耐久財受注は前月比1.4%減少した。航空機の受注が大幅に減少し、自動車・同部品も減少して輸送用機器が全体を押し下げた。輸送用機器を除く前月比は0.6%減少した。金属製品や一般機械などの受注が減少し、電機・家電などの増加でカバーできなかった。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1.1%減と6ヵ月連続で前の月を下回った。

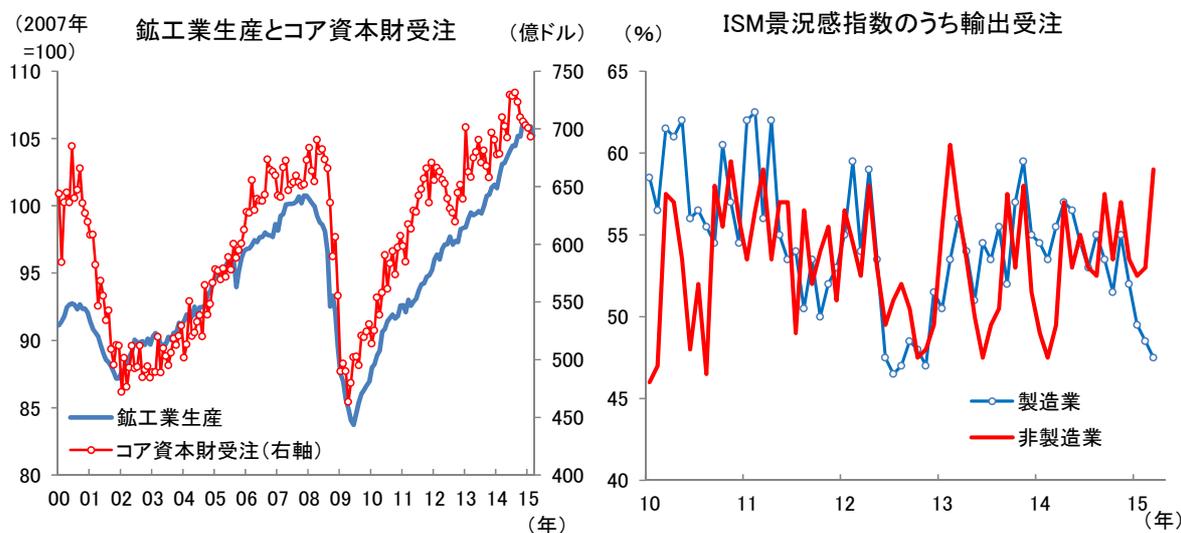
マインド面では、2015年3月のISM製造業景況感指数が51.5%と前月から1.4%ポイント低下した。5ヵ月連続での低下となり、構成指数の多くも低下している。ISMによると、指数低下の背景として、引き続き西海岸の港湾でコンテナが滞留していたことや、原油価格の下落、悪

天候やドル高などが指摘されている。一方、ISMの非製造業景況感指数は、3月に前月から0.4%ポイント低下して56.5%となった。非製造業の指数は小幅な低下にとどまって高水準であることは、エネルギー価格の低下がプラスになっていることと内需の減速は一時的である可能性を示唆する。

また、輸出受注指数に限れば、製造業が節目の50を切って低下しているのに対し、非製造業上昇している。製造業の輸出受注の低下傾向は、コア資本財受注や鉱工業生産の減速と整合的で、荷動きの停滞や海外経済の減速が製造業により強く反映されている可能性を示唆する。ドル高の影響はこれから出てくる可能性もあるが、相対的に競争力があるとされる米国の非製造業にとって、海外経済の減速などの影響は製造業よりも限定的である可能性を示しているのだろう。

4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が、6ヵ月先の見通しは改善しており、製造業の控えめな楽観姿勢は内需の堅調さに根差し、ドル高や海外経済動向に左右される面が慎重さにつながっていると考えられよう。海外経済動向次第でFRBの政策対応が変化する可能性がある。

図表5 企業活動とISM指数の輸出受注



(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

経済見通し

2014年10-12月期の実質GDP成長率の3次推計値(確報値)は前期比年率2.2%増となり、2次推計値(改訂値)と変わらなかった。個人消費と純輸出が上方修正され、在庫投資、設備投資、政府支出は下方修正された。個人消費は2006年1-3月期以来の高い伸びだったことになる。輸出はサービスの輸出が上方修正された。また、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などで減速する可能性が高い。4-6月期にはその反動増が生じることを見込むが、年の最初の四半期が減速することで、暦年の見通しを下方修正した。悪天候要因や西海岸港湾の荷動きの滞留などの一時的要因は解消されていくが、緩やかなドル高やエネルギー価格の低下の影響は今後も表れるだろう。内需は底堅さを保つ一方、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	1.4	3.1	2.8	2.7	2.6	2.7	2.8	2.7	2.2	2.4	2.8	2.7
＜前年同期比＞	1.9	2.6	2.7	2.4	3.3	2.9	2.4	2.5	2.8	2.7	2.7	2.7				
個人消費	1.2	2.5	3.2	4.4	1.8	3.4	2.9	2.8	2.6	2.7	2.8	2.6	2.4	2.5	3.0	2.8
設備投資	1.6	9.7	8.9	4.7	3.1	5.4	5.5	6.5	6.0	5.2	5.1	5.3	3.0	6.3	5.4	5.7
住宅投資	-5.3	8.8	3.2	3.8	0.4	8.1	6.4	5.9	5.6	6.3	5.4	5.9	11.9	1.6	4.4	6.0
政府支出	-0.8	1.7	4.4	-1.9	-0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.0	-2.0	-0.2	0.3	0.0
輸出	-9.2	11.1	4.5	4.5	-3.8	3.7	4.2	4.8	4.6	5.0	4.7	4.3	3.0	3.2	2.6	4.6
輸入	2.2	11.3	-0.9	10.4	-1.0	4.3	4.4	5.2	4.5	4.6	4.2	3.8	1.1	4.0	3.8	4.5
鉱工業生産	3.9	5.7	4.1	4.6	-1.0	3.5	3.4	3.1	2.8	2.4	3.0	3.0	2.9	4.2	2.7	2.9
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	5.3	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	-125	-131	-138	-145	-149	-149	-148	-143	-476	-505	-538	-588
経常収支(10億ドル)	-101	-97	-99	-113	-112	-117	-122	-129	-132	-130	-128	-120	-400	-411	-480	-509
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	0.66	0.84	1.10	1.30	1.43	1.55	1.68	0.31	0.46	0.80	1.49
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.01	2.19	2.39	2.61	2.77	2.94	3.11	2.35	2.54	2.14	2.86
国内最終需要	0.7	3.4	4.1	3.3	1.7	3.2	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	1.9	2.5	2.9	2.8
民間需要	0.9	4.0	4.1	4.3	2.1	3.8	3.5	3.5	3.3	3.2	3.3	3.2	2.8	3.1	3.5	3.4

(注) 網掛けは予想値。2015年4月20日時点。

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