

2015年6月19日 全9頁

米国経済 労働市場の改善で年内利上げへ

製造業の停滞と期待される家計関連需要の増加

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
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 6月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、事実上のゼロ金利政策が維持された。今回のFOMCからいつでも政策変更を判断するとされていたが、1-3月期の実質GDP成長率が下方修正されてマイナス成長に転じ、想定通りの結果となった。
- 年内に利上げ開始の可能性が高いことが強調されたが、イエレン議長の記者会見では、最初の利上げ時期を必要以上に重要視すべきではなく、利上げペースが緩やかになることを重視すべきとした。
- 4月以降の回復が危ぶまれていたが、一時的な経済の下押し要因が剥落し、雇用・所得環境は着実な改善が続いている。これまで減速傾向にあった個人消費、住宅投資では再加速に向けた動きが見られており、先行きも家計関連需要の増加が期待される。
- 一方、企業部門では、ドル高や海外経済の減速もあり製造業の活動が停滞している。足下で下げ止まった製造業のマインドも成長の加速を示唆するほどの力強さはなく、輸出や設備投資の急激な増加は見込み難い。

ハト派的な印象を与えたイエレン議長

6月17日-18日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、事実上のゼロ金利政策を維持し、保有する資産規模を維持することを決定した¹。今回のFOMCからいつでも政策変更を判断するとされていたが、1-3月期の実質GDP成長率が下方修正され、マイナス成長に転じたことから、ゼロ金利政策維持は想定通りである。

4月以降の回復が危ぶまれていたが、一時的な経済の下押し要因が剥落し、雇用・所得環境は着実な改善が続いている。これまで減速傾向にあった個人消費、住宅投資では再加速に向けた動きが見られており、先行きも家計関連需要の増加が期待される。一方、企業部門では、ドル高や海外経済の減速もあり製造業の活動が停滞している。足下で下げ止まった製造業のマインドも成長の加速を示唆するほどの力強さはなく、輸出や設備投資の急激な増加は見込み難い。

今後も緩やかな景気拡大が続くとみられ、FOMCにおける経済の現状認識と見通しも上方修正された。一方で、FOMC参加者の金利見通しはわずかな低下に留まり、両者の相対関係からは、緩やかな利上げペースが想定されていることになる。同会合後のイエレン議長の記者会見では、最初の利上げ時期を必要以上に重要視すべきではなく、金融政策は利上げ開始後もかなり長く緩和的であり続けるとして、利上げペースが緩やかになることを重視すべきとした。

年内に利上げ開始の可能性が高いことが強調されたが、利上げ開始決定には、労働市場のもう一段の改善と、輸入物価下落によるインフレ率の押し下げ圧力が後退する必要性が示唆された。加えて、最初の利上げ決定時に市場に不要な悪影響をもたらさないよう地均しを進めたいと考えられる。市場との対話を進めるイエレン議長の記者会見は、声明文や公表資料よりもハト派的な印象をもたらしたと言えよう。なお、大和総研では、従前より12月の利上げ開始をメインシナリオとしているが、その見方に変更はない。

2016年の選挙に向けた動きが本格化し始める

2016年の大統領選に向けて、有力候補者の立候補表明が相次いでいる。6月18日までの主な立候補者は民主党が4人、共和党が12人となっている。共和党からはさらに立候補の可能性がある人物として、ウィスコンシン州のスコット・ウォーカー知事、ルイジアナ州のボビー・ジンダル知事、ニュージャージー州のクリス・クリスティー知事、オハイオ州のジョン・ケーシック知事などの名前が取りざたされている。

党の候補者を決める予備選（または党員集会）が、2016年に入るとアイオワ州、ニューハンプシャー州などから始まる。2016年夏にかけて予備選などが実施されたのち、2016年7月には各党の全国大会が開かれて、党の候補者が決まり、2016年11月8日が一般有権者による投票日となる。まだ新たな立候補表明が出てくるとみられ、政策などの違いを検討するには時期尚早

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕、橋本 政彦 「FOMC ハト派の印象を与えたイエレン議長」（2015年6月18日）参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150618_009834.html

だ。だが、オバマ大統領も 8 年前のこの段階では有力視されていなかったことを踏まえると、討論会などにおける各候補者の考えに一定の注意を払うべきだろう。

また、同じタイミングで議会選、首長選も行われる。2014 年の中間選挙では、連邦議会の上下両院で共和党が多数派となったが、下院は全議席が改選され、上院では 3 分の 1 が改選される。上院は共和党の改選議席数が多く、民主党では重鎮の引退が予定されている。2015 年の後半からは、自らの支持層を意識した偏った発言が増える可能性がある。政策論議がますます停滞する懸念があろう。なお、8 月第 2 週から 9 月第 1 週にかけて連邦議会は休会となり、9 月は下院で休会の日が多い。10 月から始まる 2016 年度予算などを審議する時間は限られている。

図表 1 主な大統領選立候補者（2015 年 6 月 18 日時点）

民主党

ヒラリー・クリントン	前国務長官	69才	夫は元大統領
バーニー・サンダース	上院議員	75才	無所属
マーチン・オマリー	前メリーランド州知事	53才	
リンカーン・チェフィー	前ロードアイランド州知事	63才	元共和党上院議員

共和党

テッド・クルーズ	上院議員	45才	父はキューバ系、保守強硬派
ランド・ポール	上院議員	53才	眼科医、父はロン・ポール元下院議員
マルコ・ルビオ	上院議員	45才	キューバ系、外交・安保分野の積極派
マイク・ハッカビー	元アーカンソー州知事	61才	バプテスト派の牧師。テレビ司会者
カーリー・フィオリナ	元ヒューレット・パッカード社CEO	62才	女性、公職経歴なし
ベン・カーソン	元神経外科医	65才	アフリカ系
ジョージ・パタキ	元ニューヨーク州知事	71才	
リック・サントラム	元上院議員	58才	カトリック
リンゼー・グラム	上院議員	61才	外交・安保分野の強硬派
リック・ペリー	前テキサス州知事	66才	
ジェブ・ブッシュ	元フロリダ州知事	63才	妻がメキシコ人で自分もヒスパニックとしている
ドナルド・トランプ	実業家	70才	不動産王

(注) 年齢は投票日である 2016 年 11 月 8 日時点。

(出所) 連邦選挙委員会、各種報道より大和総研作成

雇用者数の増加ペースは加速

5 月の非農業部門雇用者数は前月から 28.0 万人の増加となり、市場予想（Bloomberg 調査：22.6 万人増）を上回った²。過去分については、4 月は小幅に下方修正される一方、3 月が 8.5 万人増から 11.9 万人増に上方修正されたことから、3 月、4 月の合計では 3.2 万人の上方修正となった。非農業部門雇用者数変化の 3 ヶ月平均は 20.7 万人増となり、このところ減速していた雇用者数の増加ペースが再加速する結果となった。

部門別では、民間部門と政府部門で揃って増加した。民間部門では 26.2 万人の雇用が増加し、サービス業が 25.6 万人増と増加幅を大きく拡大させたことが全体を押し上げた。一方、生産部門では雇用者数が増加したものの、0.6 万人の増加に留まり、増加幅は前月の 2.1 万人増から縮小した。生産部門では足下で雇用者数の増加が頭打ちとなる業種も散見されており、雇用の増加ペースは緩やかなものに留まっている。

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕、橋本 政彦 「年内利上げ開始の可能性が高まる」(2015 年 6 月 8 日) 参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150608_009802.html

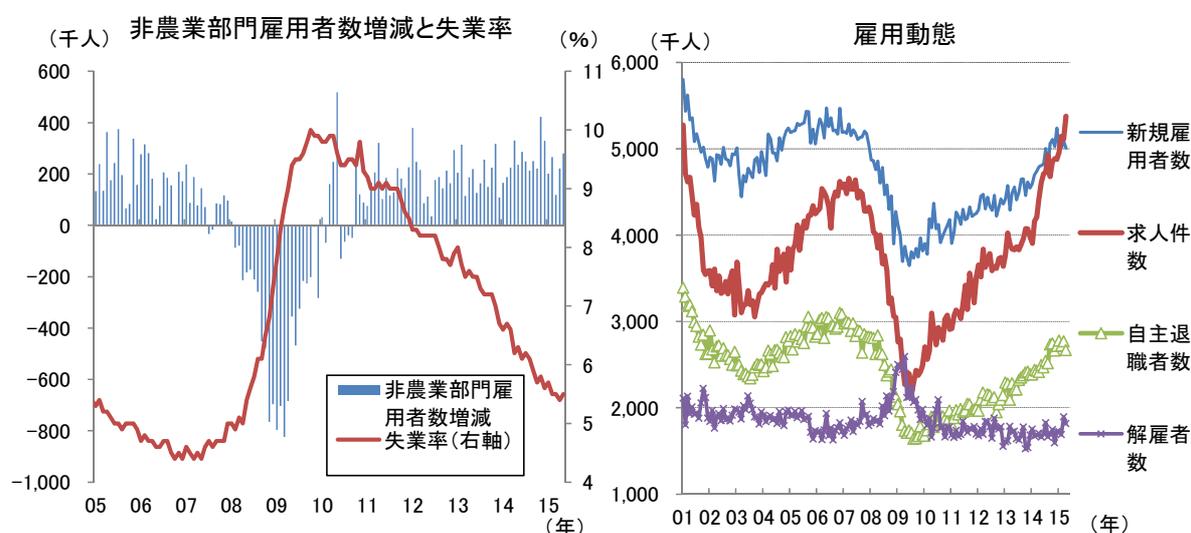
5月の失業率は5.5%で前月から0.1%ポイント上昇し、事前の市場予想（Bloomberg 調査：5.4%）を上回る結果となった。ただし、失業者数が前月から増加する一方で、就業者数も増加、労働参加率も前月から上昇しており、失業率の上昇は、主に新たに職探しを始める人が増えて非労働力人口が減少したことによる。ヘッドラインの失業率は前月から悪化したものの、内容としては悪くない。労働参加率は62.9%と、前月から0.1%ポイント上昇した。

失業者数は前月から12.5万人増加したが、失業理由別ではレイオフなどの会社都合での失業者の増加が主な増加要因となった。ただし、前月に引き続き、新たに職探しを始める人が増えたことに加えて、自己都合による失業者もわずかながら増加に転じており、労働参加率の上昇と併せてみれば、失業者数の増加は過度に悲観視すべき内容ではないだろう。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、2ヵ月ぶりに前月から増加し、665.2万人となった。前年水準を依然下回っており、一進一退ながら減少傾向が続いているものの、このところやや減少ペースに鈍化が見られている。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、前月から横ばい（10.8%）となった。

民間部門で雇用されている人々の平均時給は、前月から8セント増えて24.96ドルとなり、前月比変化率は0.3%増と市場予想（Bloomberg 調査：0.2%増）を上回った。前年比で見た変化率も2.3%増と前月から増加率が拡大、2013年8月以来の高い伸びとなっており、雇用環境の改善を背景に賃金上昇ペースが加速する兆しが見られた。

4月の求人件数は537.6万件と、2ヵ月ぶりの増加となった。求人の増加傾向が続いている商業・運輸・公益、専門サービス、教育・医療などのサービス業の増加が全体を押し上げた。一方、新規雇用者数は商業・運輸・公益や専門サービスの減少を主因に前月から8.1万人の減少となった。サービス業を中心に求人件数は順調に増加しており企業の採用意欲は強いものの、新規雇用者数についてはこのところ頭打ちとなっている。

図表2 雇用環境の概要と雇用動態

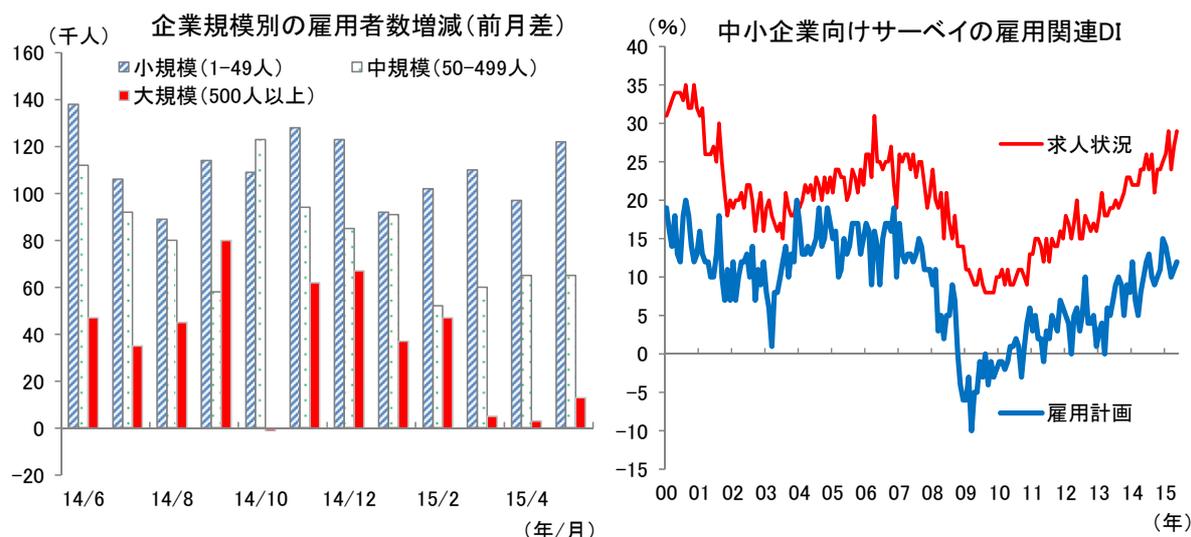


（出所）BLS, Haver Analytics より大和総研作成

企業の規模別では、中堅中小企業の雇用者数の増加が顕著になっている。大企業よりも海外経済の減速やドル高の影響を受けにくく、内需の堅調さが反映されていると言えよう。NFIB（中小企業の業界団体）によるアンケート調査によれば、雇用動向に関して、差し引き 12%の中小企業が雇用を増やす計画があり、差し引き 29%は採用が足りていない。採用が足りず、求人がなかなか埋まらないことは、中小企業の採用意欲の高さを表すと同時に、必要なスキルを持つ人材を確保できていない可能性を示しており、そのまま雇用者数の増加につながるとは限らない。

6月3日に公表されたFRB（連邦準備制度理事会）のベージュブック（地区連銀景況報告）でも、一部の職種・産業での労働力不足が指摘されており、雇用のミスマッチによって求人の増加ほどには雇用者数は増加しない状況が続くとみられる。業種別では、企業が十分に雇用を確保できていないとみられる建設、IT 関連の高度人材や、小売、娯楽サービスなどの低賃金業種では賃金上昇が見込まれる。

図表3 中小企業の雇用回復



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

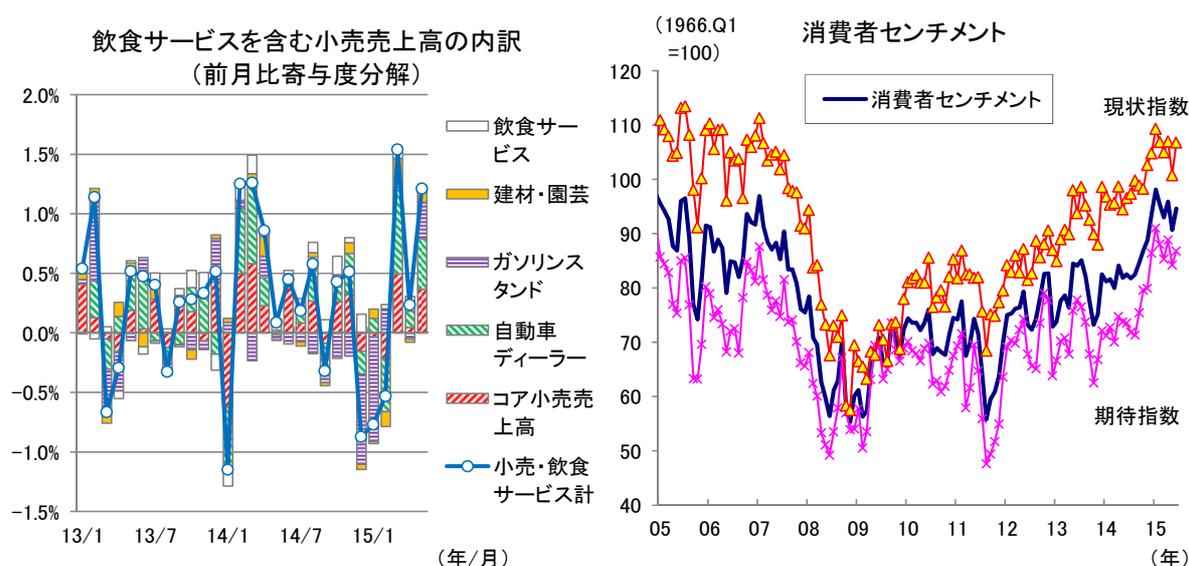
消費は減速から持ち直し

2015年5月の飲食サービスを含む小売売上高は、前月比 1.2%増となった。業態別の内訳を見ると、ガソリン価格の底打ちを背景にガソリンスタンドの売上増加が全体を大きく押し上げた。また、前月に伸びが鈍化していた自動車ディーラーで増加幅が拡大したほか、建材・園芸、飲食料品、衣服・宝飾品、GMS など4月に売上が減少していた業態の多くで販売が増加に転じるなど、総じて良好な内容であった。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比 0.7%増と、伸びが急激に鈍化した前月から再加速する形となり、腰折れが懸念されていた個人消費の底堅さを確認する結果となった。

ロイター／ミシガン大調査の6月の消費者センチメント（速報値）は、5月の確報値から 3.9

ポイント上昇の94.6となった。現状指数、期待指数ともに前月から上昇したが、とりわけ前月に大きく落ち込んだ現状指数のリバウンドが大きく押し上げに寄与した。消費者マインドは一進一退ながら高水準を維持している。一時減速していた雇用の拡大ペースが勢いを取り戻しつつあることに加えて、足下では賃金上昇率の加速に向けた兆しも見られており、家計の所得環境は改善傾向が続く見通しである。天候要因などもあり1-3月期に減速することになった個人消費は、4-6月期には復調するとみられ、先行きについても堅調に推移すると見込んでいる。

図表4 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

回復に向かう住宅市場

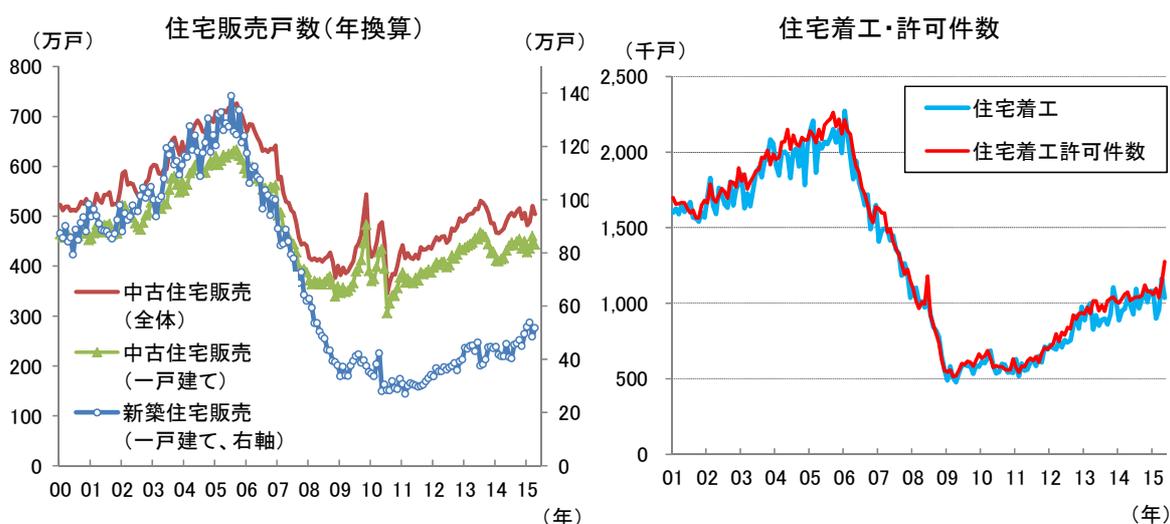
2015年4月の新築住宅販売は、前月比6.8%増の51.7万戸(年換算)と2ヵ月ぶりに増加した。販売価格の中央値は29.7万ドルで前年比8.3%上昇し、平均値の同5.0%上昇を上回ったことから、相対的に低額な物件の販売が堅調だった可能性を示している。在庫戸数は小幅な増加であったため、販売に対する在庫の比率は4.8ヵ月に低下した。一方、中古住宅の販売動向は、仮契約指数が4月に前月比3.4%上昇して、4ヵ月連続でプラスになった。4月の中古住宅販売は前月比マイナスだったが、今後の持ち直しが期待される。

5月の住宅着工件数は、前月比11.1%減の103.6万戸と減少した。うち変動が激しい集合住宅の着工が同20.2%減少し、一戸建ても同5.4%減少した。もっとも、着工件数の先行指標となる許可件数は、前月比11.8%増加して127.5万戸と2007年8月以来の水準になった。NAHB(全米住宅建設業協会)による建設業者の6月の景況感指数は59に上昇し、2014年9月の水準に並んだ。うちサブ指数の先行き見通しは、2005年10月以来の高水準となる69に上昇した。

世帯数の増加ペースが加速しており、雇用・所得環境の改善と家賃の高騰によって、住宅購入が促されていると考えられる。供給面では、在庫の不足と住宅販売価格の上昇によって、建

設業者の景況感も好転し、住宅供給の増加が期待されよう。物件供給が増えるのであれば、住宅市場の回復傾向はより鮮明になると想定される。ただし、住宅価格上昇は、初めて家を買う人にとっては必要な頭金がより多く必要になるなど、買いにくさが増すことになる。また、住宅ローン金利が上昇し始めており、ある程度の駆け込みが期待される一方で、住宅購入を断念することにもつながるだろう。緩やかなペースの金利上昇と価格上昇が、住宅市場の回復をサポートすると考えられる。

図表5 住宅販売動向と住宅着工



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

製造業の企業活動は停滞

雇用、個人消費、住宅市場といった家計部門では底堅い拡大が続く一方で、企業部門、とりわけ製造業に関してはこのところ足取りの鈍い状況が続いている。

2015年5月の鉱工業生産指数は前月から0.2%低下と2ヵ月連続の低下となった。前月時点では低下していた2月、3月分が上方修正され、いずれも前月比横ばいとなったものの、4月分については前月から下方修正となり、2014年末をピークに生産は減少傾向にあるという基調に変化はない。原油価格下落の影響を受けているとみられる鉱業が前月比0.3%低下と、5ヵ月連続で低下となったことに加えて、製造業が3ヵ月ぶりの低下となったことが生産指数低下の要因となった。公益については同0.2%上昇と、わずかながら前月を上回ったものの、3、4月の落ち込みに照らすと上昇幅は限定的なものに留まっている。

製造業の内訳を見ると、飲食料品・たばこ、石油・石炭製品、化学など非耐久財の低下が全体を押し下げた。一方、自動車・同部品、一次金属、機械などでは生産指数が上昇した。自動車・同部品については3ヵ月連続の上昇となっており、生産全体が減速傾向にある中でも、底堅い個人消費を背景に自動車を中心とした耐久消費財の生産は相対的に堅調さを維持している。

生産が前月から減少したことを受けて、設備稼働率は、78.1%と前月から0.2%ポイント低下

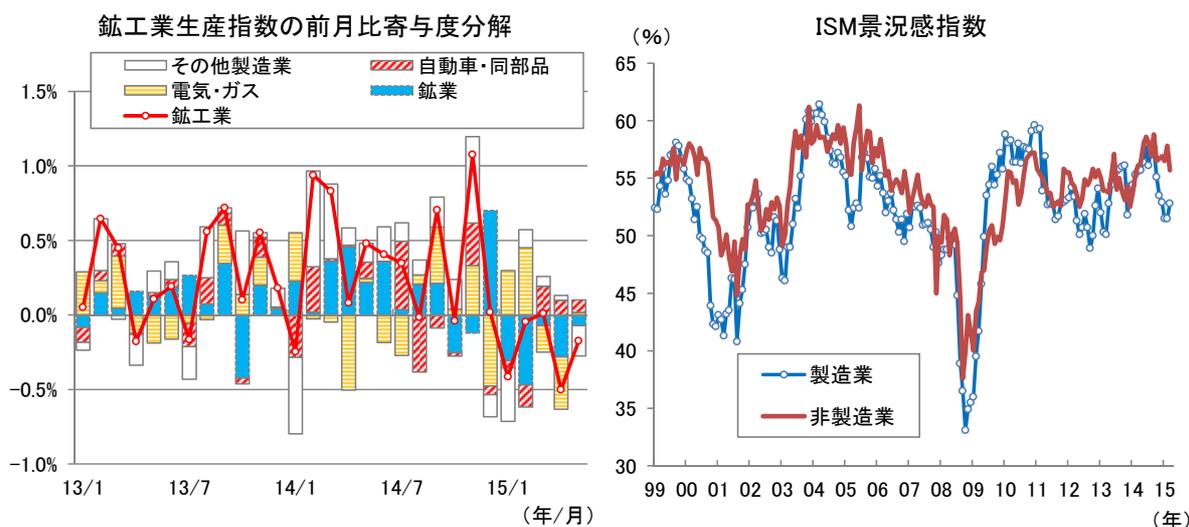
した。稼働率の低下は6ヵ月連続となり、このところ低下傾向が続いている。水準を見ても過去の長期平均（1972年～2014年平均：80.1%）を下回っており、新規の設備投資需要を喚起するにはやや物足りない水準で推移している。

4月の耐久財受注は前月比1.0%減と、2ヵ月ぶりに減少した。前月に大幅に増加した航空機の反動減が全体を押し下げた。また、一次金属、金属製品、機械などの受注は増加したものの、コンピューター関連の受注が減少したことで、輸送用機器を除く受注も同0.2%減と2ヵ月ぶりに減少した。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）に関しても、同0.3%減と鈍い動きが続いており、短期的には機械設備投資は弱含みが続くと思われる。

マインド面では、5月のISM製造業景況感指数が52.8%と、7ヵ月ぶりに上昇した。構成指数のうち生産DIは3ヵ月ぶりの低下となったものの、新規受注DIが2ヵ月連続の改善となったほか、雇用DIについては5ヵ月ぶりの上昇、入荷遅延DI、在庫DIについては3ヵ月ぶりの上昇となっており、これまで悪化傾向が続いてきた製造業の景況感が下げ止まる格好となった。ただし、単月では改善したものの、2014年末までと比較すると指数の水準は依然低位に留まっており、成長の加速を示唆するほどの力強さはない。6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も前月から悪化する結果となっており、製造業の景況感についても明確に底を打ったとは言えない状況にある。ISMによると、ドル高による輸出売上の減少が指摘されており、ドル高の進行が製造業のマインドに悪影響を与えていることがうかがえる。

一方、ISM非製造業景況感指数は前月から2.1%ポイント低下して55.7%となった。4つの構成指数の全てが前月から低下しており、単月の結果としてはネガティブな内容ではある。ただし、このところの悪化傾向が続いてきた製造業の景況感に比べると、非製造業の景況感は依然高い水準を維持しており、相対的に底堅く推移していると判断できる。

図表6 鋳工業生産の内訳とISM景況感指数



（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, ISM, Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

2015年1-3月期の実質GDP成長率の2次推計値(改定値)は、1次推計値から0.9%ポイント下方修正され、前期比年率0.7%減とマイナス成長に転じた。下方修正の主な要因は輸出減と輸入増による純輸出寄与の低下と、在庫投資の下方修正である。また、個人消費もわずかに下方修正された。設備投資については上方修正となったが、前期からは減少しており、GDP成長率を押し下げる要因になったという点に変わりはない。

年の最初の四半期がマイナス成長となったことから、2015年の成長率見通しは従来の前年比2.3%成長から同2.2%成長へと小幅に下方修正したが、4-6月期にはプラス成長に転じ、その後も緩やかな景気拡大が続くとみられる。1-3月期のマイナス成長の要因となった輸出、設備投資についてはドル高や海外経済の減速によって、急激な増加は見込みづらい。一方で、雇用・所得環境は着実な改善が続く見通しであり、これに沿う形での個人消費、住宅投資などの家計関連需要の増加が成長の牽引役となるだろう。

図表7 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	-0.7	2.7	3.0	2.9	2.8	2.6	2.6	2.5	2.2	2.4	2.2	2.7
<前年同期比>	1.9	2.6	2.7	2.4	2.7	2.3	1.8	2.0	2.8	2.8	2.7	2.6				
個人消費	1.2	2.5	3.2	4.4	1.8	3.2	3.1	3.0	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.5	3.0	2.9
設備投資	1.6	9.7	8.9	4.7	-2.8	3.4	5.4	6.4	5.9	5.3	5.1	5.3	3.0	6.3	3.5	5.5
住宅投資	-5.3	8.8	3.2	3.8	5.0	8.9	7.5	6.6	6.0	6.2	5.3	5.8	11.9	1.6	5.9	6.4
政府支出	-0.8	1.7	4.4	-1.9	-1.1	0.3	0.0	-0.1	0.2	-0.1	0.1	0.0	-2.0	-0.2	0.1	0.1
輸出	-9.2	11.1	4.5	4.5	-7.6	4.4	4.6	5.0	4.6	5.0	4.7	4.3	3.0	3.2	1.7	4.8
輸入	2.2	11.3	-0.9	10.4	5.6	4.5	4.2	4.9	4.7	4.6	4.4	4.1	1.1	4.0	5.5	4.6
鉱工業生産	3.9	5.7	4.1	4.7	-0.3	-2.1	2.5	3.2	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	4.2	1.7	2.7
消費者物価指数	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1	2.7	2.0	1.5	2.0	2.4	2.3	1.5	1.5	1.6	0.2	2.0
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.3	5.2	5.2	5.1	5.0	5.0	7.4	6.2	5.4	5.1
貿易収支(10億ドル)	-125	-129	-126	-128	-130	-138	-145	-153	-157	-157	-156	-151	-478	-508	-566	-620
経常収支(10億ドル)	-96	-92	-98	-103	-113	-120	-126	-132	-135	-133	-130	-123	-377	-390	-491	-520
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	0.62	0.78	1.04	1.34	1.51	1.65	1.85	0.31	0.46	0.76	1.59
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.16	2.23	2.42	2.68	2.86	3.02	3.23	2.35	2.54	2.19	2.95
国内最終需要	0.7	3.4	4.1	3.3	0.8	2.9	3.0	3.1	2.9	2.7	2.6	2.6	1.9	2.5	2.7	2.8
民間需要	0.9	4.0	4.1	4.3	1.1	3.4	3.7	3.7	3.4	3.2	3.1	3.1	2.8	3.1	3.2	3.4

(注) 網掛けは予想値。2015年6月19日時点。

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