

2015年7月21日 全9頁

米国経済 9月利上げにはハードルがある

年内利上げを肯定できる堅調な経済情勢

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]

- イエレン FRB（連邦準備制度理事会）議長は、定例の議会証言で、年後半にかけて景気回復の勢いが増し、インフレ率は中期的に上昇すると見通した。年内に利上げの可能性が高いことが示された。海外経済への懸念は後退し、注目点は米国の国内経済に戻った。
- 現在の米国経済情勢は、年初の寒波などでの落ち込みから緩やかな回復が続いている。住宅需要は順調に増加し、製造業の活動は徐々に下げ止まりの兆しがあるが、雇用統計では賃金の伸びが減速するなど弱さも見られ、個人消費の増加基調は緩やかなままである。
- 9月利上げ開始は十分に想定されるが、10月から始まる新年度予算の作成など、財政に関する議論がハードルとなる。連邦議会のスケジュールはタイトであり、これまでの経緯から議会が円滑に予算を成立させられるかどうかは不透明感がある。
- 2015年1-3月期の実質 GDP 成長率はマイナス成長となったが、4-6月期はプラス成長に転じる可能性が高い。先行きについても、雇用・所得環境の着実な改善が続き、家計関連需要を牽引役に、緩やかな景気拡大が続くという見方に変更はない。成長率見通しは2015年が前年比+2.4%、2016年が同+2.8%と、従来予想よりわずかに上方修正した。

イエレン議長の議会証言と議会のスケジュール

イエレン FRB（連邦準備制度理事会）議長は、7月15日に連邦議会下院で定例の証言を行った。議長は、米国経済は、輸出の足を引っ張るドル高や、企業の投資活動を手控えさせている原油安などの一時的な要因がなくなり、年後半にかけて景気回復の勢いが増すと予想を示した。また、雇用環境の改善が徐々に進むことで、インフレ率は中期的に目標の2%に向かって上昇すると見通している。利上げは、経済指標次第とする従来の姿勢を変えていないが、こうした見通しを前提として、年内に利上げ開始の可能性が高いことが示された。加えて、市場の混乱を避けるため、最初の利上げに過剰反応するべきではないと強調し、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市場との対話も怠らなかった。

議会証言の内容は、イエレン議長が7月10日に行った講演と同じ趣旨であった。議会証言が7月10日の講演や6月のFOMC（連邦公開市場委員会）議事録とややニュアンスが異なっていた点は、欧州や中国など海外経済への懸念であろう。ギリシャの債務問題を巡る協議が進展していたことから、海外経済の動向への懸念は後退していることが示され、注目点は米国の国内経済に戻った感がある。

現在の米国経済情勢は、年初の寒波などでの落ち込みから緩やかな回復が続いている。住宅需要は順調に増加し、製造業の活動は徐々に下げ止まりの兆しがあるが、雇用統計では賃金の伸びが減速するなど弱さも見られ、個人消費の増加基調は緩やかなままである。次回のFOMCは、7月28日-29日に開催される予定だが、FOMC直後に4-6月期のGDP統計が公表されることを踏まえると、経済情勢を見極めるため、利上げに踏み切る可能性は低い。その次のFOMCは9月16日-17日で、イエレン議長の記者会見等が予定されている。海外経済への懸念が限られるのであれば、国内経済の回復を確認し、9月のFOMCでの利上げ開始は十分に想定される場所である。

ところが、9月は財政の年度末にあたり、10月から始まる2016年度予算が成立していなければならない。連邦議会のスケジュールを確認すると、8月から9月第1週にかけて、議員はワシントンDCを不在にしており、限られた時間内に、暫定的であっても予算が成立しなければ、2013年のような政府閉鎖に至る可能性がある。FOMCが予定される9月16日までの予算審議の時間は限られることになる。政府閉鎖の評判が悪かったことから、その可能性は低いとしても、2月の国土安全保障省関連予算の延長手続きがスムーズに成立せず、輸出入銀行の授權法も6月末に失効したままで、議会が円滑に予算を成立させられるかどうかは不透明感がある。

また、3月以来、財務省のやり繰りが続いている債務上限問題は、10月か11月までやり繰りが可能とされる。税収が増えていることからもう少し先までやり繰り可能かもしれないが、財政の話題が続く。財政問題が話題となった2013年に、QE3の資産買い入れ規模縮小（テーパリング）を決定した時は、当初は9月のFOMCでの決定が本命視されていたが、実際には12月のFOMCで決まった。その間の10月に政府閉鎖という事態に陥っていたことから、財政にまつわる問題は、9月の利上げ開始決定のハードルとなる可能性がある。

7月のイエレン議長の議会証言で、FRBが説明責任を果たし、透明性を持った政策運営を行っ

ていることに多くの時間が割かれていた。FRB に対する議会からの圧力の存在を示すものだろう。多数の共和党の大統領候補のうち、比較的早期に立候補表明したマルコ・ルビオ上院議員は対外政策で強硬派としての主張をして支持を得、不動産王として知られるドナルド・トランプ氏が過激な発言をして支持率を高めるなど、特定の支持層に評判の良い発言が功を奏している。大統領候補がバッシング対象を探しているとするれば、そうした発言などをきっかけに FRB への政治圧力が急速に高まる可能性を示唆している。FRB は政治家を刺激してしまうことを警戒し、政治日程に配慮するのではないだろうか。

図表 1 連邦議会のスケジュール

8月	日	月	火	水	木	金	土
							8/1
上院							
下院							
	8/2	8/3	8/4	8/5	8/6	8/7	8/8
上院							
下院		State	State	State	State	State	
	8/9	8/10	8/11	8/12	8/13	8/14	8/15
上院		State	State	State	State	State	
下院		State	State	State	State	State	
	8/16	8/17	8/18	8/19	8/20	8/21	8/22
上院		State	State	State	State	State	
下院		State	State	State	State	State	
	8/23	8/24	8/25	8/26	8/27	8/28	8/29
上院		State	State	State	State	State	
下院		State	State	State	State	State	

9月	日	月	火	水	木	金	土
	8/30	8/31	9/1	9/2	9/3	9/4	9/5
上院		State	State	State	State	State	
下院		State	State	State	State	State	
	9/6	9/7	9/8	9/9	9/10	9/11	9/12
上院		Off					
下院		Off	V	DC	DC	V	
	9/13	9/14	9/15	9/16	9/17	9/18	9/19
上院		State					
下院		NV	NV	V	DC	V	
	9/20	9/21	9/22	9/23	9/24	9/25	9/26
上院				State			
下院		State	State	State	DC	DC	
	9/27	9/28	9/29	9/30			
上院							
下院		V	DC	DC			

(注) Off : 休み、V : 採決、NV : 採決なし、DC : ワシントン DC 滞在、State : 地元滞在。多数党による予定。
7月15日時点のウェブサイト掲載情報。

(出所) 連邦議会より大和総研作成

雇用者数は堅調に増加、質の改善は足踏み

6月の非農業部門雇用者数は前月から+22.3万人の増加となり、5月(同+25.4万人)から増加ペースが鈍化した¹。過去分については、4月、5月ともに下方修正され、合計で▲6.0万人の下方修正になったことも踏まえると、やや物足りない結果であったと言える。ただし、春先に停滞していた雇用者数の増加ペースは均してみれば持ち直す形となっており、雇用者数は底堅い増加傾向が続いている。雇用者数の増減を部門別に見ると、政府部門は前月から横ばいとなり、民間部門の増加(前月差+22.3万人)が全体を押し上げた。増加の大半はサービス業(同+22.2万人)によるものであり、生産部門については同+0.1万人の増加と相対的に冴えない状況が続いている。

6月の失業率は5.3%で前月から▲0.2%pt低下した。ただし、失業者数は前月から減少した

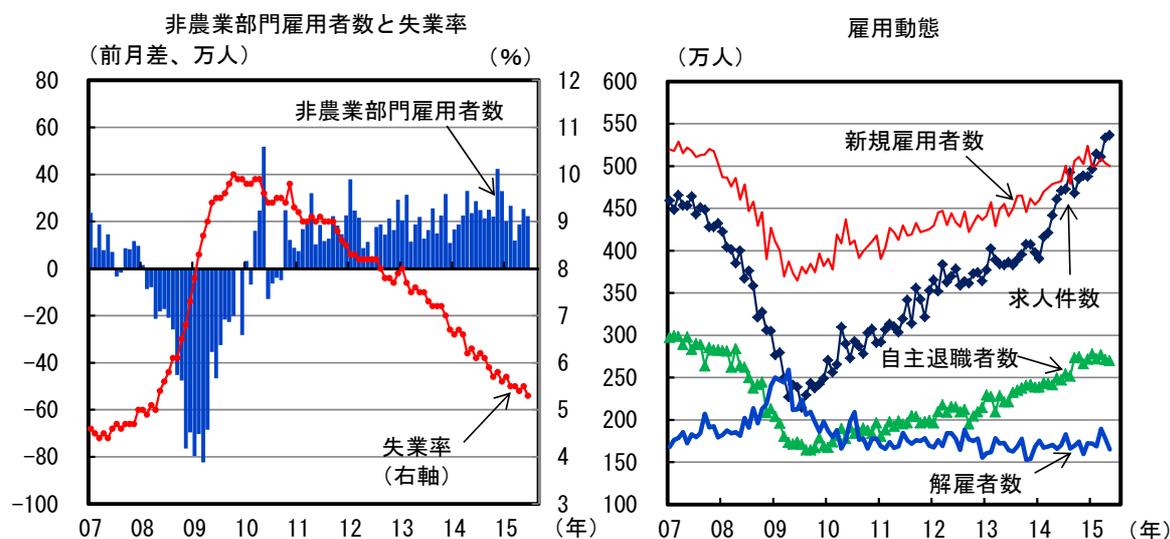
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター橋本 政彦、土屋 貴裕「労働市場は改善基調だが、一部に弱さも」(2015年7月3日)参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150703_009885.html

ものの、就業者数も前月から減少しており、失業率の低下には非労働力人口の増加（前月差＋64.0万人）が大きく寄与した。失業者数の変化を失業理由別に見ると、会社都合による非自発的失業者が減少（同▲17.9万人）するのと同時に、自発的失業（同▲5.6万人）、労働市場への再参入（同▲9.9万人）、新たに求職（同▲3.8万人）についても前月から減少している。労働参加率は62.6%と、前月から▲0.3%pt低下しており、積極的に職探しをする人が減少したことを示唆する結果となった。

賃金動向については、増勢加速の兆しが見られた前月から一転して、6月は再度減速することとなった。民間部門の平均時給は、前月から横ばいの24.95ドルとなった。サービス業が前月比＋0.04%と、ごくわずかな上昇に留まったことに加えて、製造業、鉱業・林業での賃金下落によって生産部門の時給は同▲0.1%と6ヵ月ぶりの低下に転じた。前年比で見た時給変化率は＋2.0%と前月（同＋2.3%）から増加幅が縮小しており、雇用の量的拡大は進んだものの、労働市場の質という点に関しては、やや足踏みする格好になったと言える。

企業の求人動向に目を向けると、5月の求人件数は2ヵ月連続で増加し、536.3万件となった。4月に大幅に増加した教育・医療サービスの求人が減少したものの、商業・運輸・公益、専門サービス、レジャー・娯楽、製造業、建設業など、幅広い部門で求人の増加が見られた。一方、新規雇用者数については、専門サービスの減少を主因に前月差▲3.4万人と2ヵ月連続で増加幅が縮小した。新規雇用者数が頭打ちとなっていることに加えて、自主退職者数も横ばい圏での推移となっており、労働移動はこのところ停滞気味である。企業が求める人材と求職者間でのミスマッチが新規雇用の増加を阻害する要因になっているとみられ、求人の増加ほどには雇用は増加しづらい状況が続くとみられる。一方で、必要な人材が確保しづらい業種、職種では賃金上昇圧力が高まりやすく、特に求人率の高い専門サービスや、娯楽・レジャーなどのサービス部門を中心に賃金上昇率は徐々に加速していく可能性が高いだろう。

図表2 雇用環境の概要と雇用動態



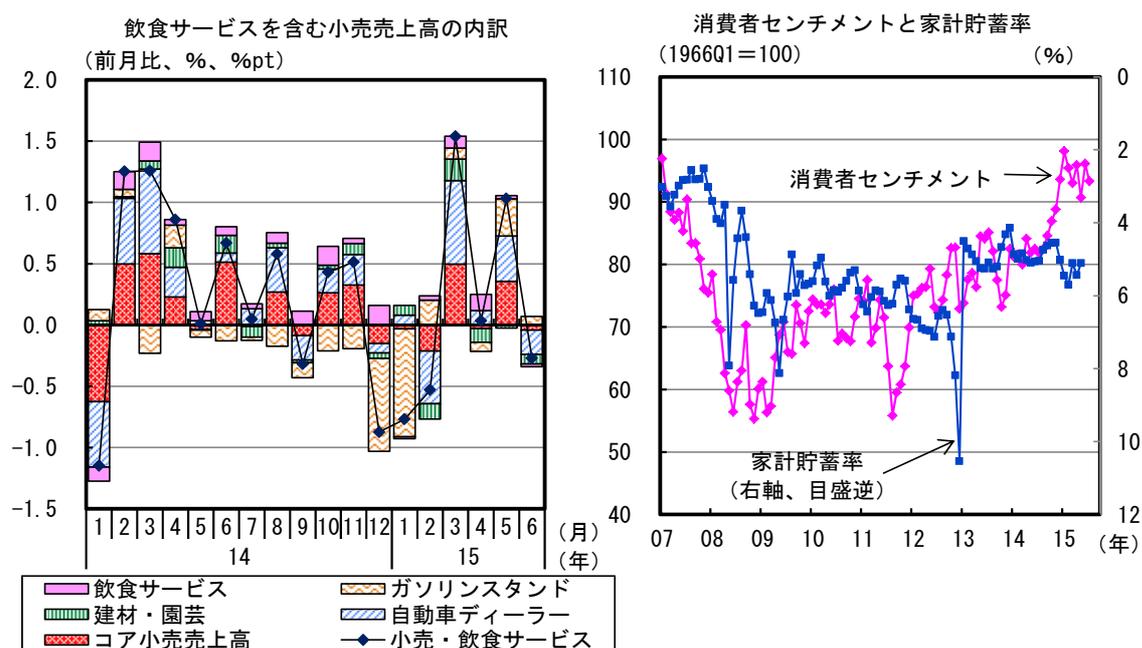
(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費は一時的要因による落ち込みの後、緩やかな増加基調

個人消費は天候要因などの一時的要因により落ち込んだ 1-3 月期からは持ち直しているものの、揺り戻しによる高い伸びは一服し、緩やかなペースでの拡大基調となっている。6月の飲食サービスを含む小売売上高は、前月比▲0.3%と4ヵ月ぶりの減少に転じた。業態別の内訳を見ると、振れが大きい自動車、建材・園芸の減少が下押し要因となった。また、これまで堅調を維持していた衣服・宝飾品が5ヵ月ぶりの減少に転じた。スポーツ・娯楽は増加基調を維持しているものの増勢は鈍化し、飲食サービスも5ヵ月ぶりの減少となるなど、サービス関連の消費についても振るわない結果であった。一方、ガソリン価格の上昇によりガソリンスタンドの売上が増加した他、家電、GSMの売上は増加しており、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▲0.1%と前月から微減となった。

ロイター／ミシガン大調査の7月の消費者センチメント(速報値)は、6月の確報値から▲2.8pt低下の93.3となった。依然高い水準を維持しているが、期待指数を中心にモメンタムは徐々に悪化しつつある。2014年半ばからの消費者センチメントの急速な改善の背景には原油価格急落に伴うガソリン価格の急速な低下があった。ガソリン価格は低水準ながらも足下で上昇に転じており、消費者センチメントを押し下げる要因になっているとみられる。ただし、高水準で推移するセンチメントとは対照的に、家計は個人消費に対して慎重な姿勢を続けているため、センチメントの悪化が即座に個人消費を下押しする要因とはなりづらいだろう。消費性向が安定的に推移する中、個人消費が増勢を強めるためには、消費の源泉となる所得の増加がカギであり、足下で伸び悩む賃金の伸びが今後加速するか否かが個人消費の先行きを占う上での最大の焦点となろう。

図表3 小売売上高の内訳、消費者センチメントと家計貯蓄率



(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。

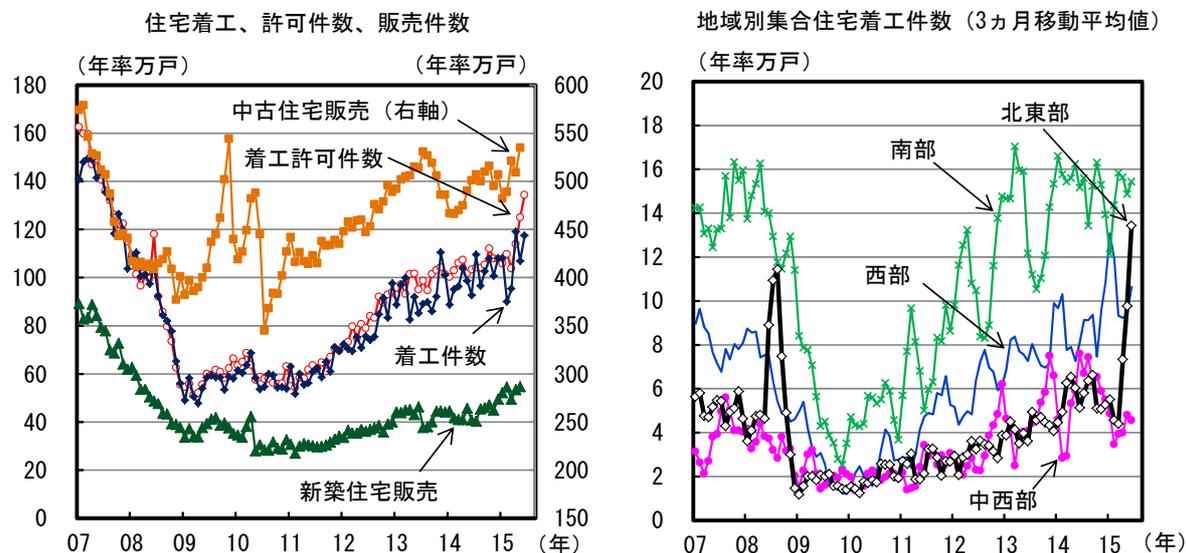
(出所) Census, ロイター／ミシガン大, BEA, Haver Analytics より大和総研作成

住宅需要は順調に増加

2015年5月の新築住宅販売は、前月比+2.2%の年率54.6万戸と2ヵ月連続で増加した。販売価格の中央値は28.3万ドルで前年比▲1.0%と8ヵ月ぶりの低下、一方、平均値は同+4.2%と上昇しており、相対的に高額な物件の販売が堅調だった模様である。在庫戸数は前月から横ばいとなったため、販売に対する在庫の比率は4.5ヵ月に低下した。中古住宅販売は前月比+5.1%と2ヵ月ぶりの増加、先行指数である仮契約指数も同+0.9%と5ヵ月連続で上昇した。住宅ローンの融資基準が緩和されたことや、緩やかながら家計の雇用・所得環境の改善が続いていることが需要を喚起しているとみられ、住宅販売は順調な拡大が続いている。

6月の住宅着工件数は、前月比+9.8%と2ヵ月ぶりに増加し、年率117.4万戸となった。一戸建てについては同▲0.9%と、2ヵ月連続で減少したものの、集合住宅の着工が同+29.4%と大幅に増加したことが押し上げ要因となった。着工件数の先行指標となる許可件数は同+7.4%と3ヵ月連続で増加した。水準を見ても年率134.3万戸と2007年7月以来の高さとなっており、今月大幅に増加した着工件数は、もう一段の増加が見込まれる。また、NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の7月の景況感指数は前月から横ばいの60となり、2005年11月以来の高水準を維持した。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71に上昇しており、建設業者の景況感も高水準で推移している。

図表4 住宅着工、許可件数、販売件数と地域別集合住宅着工件数



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

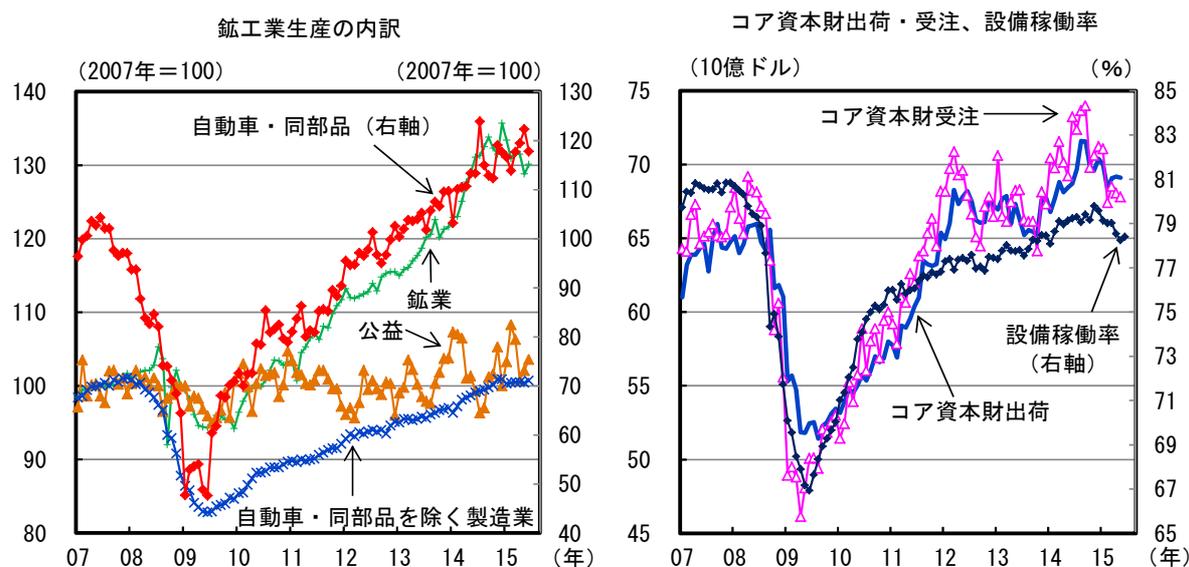
ただし、足下の住宅着工の増加においては、北東部における集合住宅の着工の急増が押し上げ要因となっている。これは税制変更に伴う駆け込み需要などの特殊要因が影響しているとみられ、今後反動減が発生する可能性がある点には留意が必要である。住宅の空室率は賃貸を中心に低下傾向が続いており、堅調な実需を背景に住宅投資は改善基調が続くとみられるが、短期的に下振れするリスクがある。

製造業の活動は徐々に下げ止まりの兆し

2015年6月の鉱工業生産指数は前月比+0.3%となり3ヵ月ぶりの上昇となった²。これまでの減少傾向が底を打ったと判断するほどの力強さはないが、先行きの持ち直しを期待させる内容となった。原油価格下落の影響を受けている鉱業が同+1.0%と、3ヵ月ぶりの上昇に転じたことと、公益が同+1.5%と上昇したことが主な押し上げ要因となった。製造業については2ヵ月連続で前月から横ばいとなった。ただし、製造業の内訳を見ると、自動車・同部品の落ち込み(同▲3.7%)が大きく、自動車を除く鉱工業全体では同+0.5%と4ヵ月ぶりの増加に転じている。自動車・同部品については、これまで生産全体が減速する中で相対的に好調を維持してきた業種であり、過去数ヵ月間の高い伸びと併せて考えれば依然好調を維持していると言える。6月は新車販売台数も同▲3.5%と、大幅に増加した5月からやや落ち込む形となったが、6月FOMCや7月のページブックでも自動車メーカーの生産計画や、需要の強さなどが言及されており、6月の自動車販売・生産の減少は、上昇トレンドの中での振れの一部であるとみられる。これまで弱含みが続いていた自動車以外の部門で下げ止まりの兆しが見られていることと併せて考えれば、製造業の活動は徐々に持ち直しつつあると言えよう。

生産が前月から増加したことを受けて、設備稼働率は、前月差+0.2%ptと7ヵ月ぶりの上昇に転じた。ただし稼働率水準は78.4%と、過去の長期平均(1972年～2014年平均:80.1%)を下回っており、新規の能力増強投資を喚起するにはやや物足りない水準で推移している。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)も、5月は前月比▲0.4%と2ヵ月連続で減少し鈍い動きが続いており、設備投資関連指標は依然冴えない状況である。

図表5 鉱工業生産の内訳とコア資本財出荷・受注、設備稼働率



(注) コア資本財出荷・受注は国防・民間航空機を除く資本財出荷・受注。

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

² 値は7月20日時点のものであり、7月21日の基準改訂は反映していない。

企業マインド面では、6月のISM製造業景況感指数が53.5%となり、前月から+0.7%pt改善した。指数の水準は依然としてそれほど高くはないものの、2ヵ月連続の改善となり、2014年末からの下落傾向に歯止めがかかった形である。構成指数のうち、雇用DI、新規受注DI、在庫DIの上昇が全体の押し上げに寄与した。一方、生産DIは2ヵ月連続の悪化と停滞が続いている。7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前月からわずかに改善、一方でフィラデルフィア連銀による製造業の景況感は前月から悪化となった。いずれも拡大の基準となる0を上回る水準で推移しているものの、増勢の加速は見られず、製造業活動の緩やかな拡大を示唆している。一方、非製造業については、ISM非製造業景況感指数は前月から+0.3%pt上昇して56.0%となった。雇用DIが前月から下落したものの、他の構成指数は前月から上昇した。非製造業の景況感は依然高い水準を維持しており、相対的に底堅い状況が続いている。

経済見通し

2015年1-3月期の実質GDP成長率はマイナス成長となったが、4-6月期は再度プラス成長に転じる可能性が高い。原油価格下落による鉱業関連の投資の下押しは解消しつつあり、1-3月のGDPを押し下げた設備投資は増加に転じる見通しである。また、西海岸における港湾ストといった一時的影響はなくなることで輸出も増加に転じる公算が大きい。個人消費や住宅投資についても1-3月期から増勢が加速するとみられる。

7-9月期以降の先行きについても、雇用・所得環境の着実な改善が続き、個人消費、住宅投資などの家計関連需要の増加を牽引役に、緩やかな景気拡大が続くという従来の見方に大きな変更はない。ドル高の継続は懸念材料であるものの、欧州経済が持ち直しに向かう中、輸出についても増加基調を維持しよう。2015年1-3月期GDPが3次推計によって上方修正されたこともあり、暦年の成長率見通しは2015年が前年比+2.4%、2016年が同+2.8%と、従来予想よりわずかに上方修正した。

なお、7月30日に公表される4-6月期GDP速報公表時においては、過去分が遡及改訂されることに加えて、サービス消費などで推計方法が変更される他、季節調整方法の再検討が行われるなど、大幅な改訂が行われる予定となっている。マイナス成長となった2015年1-3月期の実質GDP成長率についても、上方修正されるという見方が多く、過去分も含めて景気の見え方が大きく変わる可能性には留意が必要である。

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	-0.2	2.8	2.9	3.1	2.7	2.6	2.6	2.7	2.2	2.4	2.4	2.8
<前年同期比>	1.9	2.6	2.7	2.4	2.9	2.4	1.9	2.2	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4	2.5	3.1	2.9
個人消費	1.2	2.5	3.2	4.4	2.1	2.9	3.1	3.2	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.5	3.1	2.9
設備投資	1.6	9.7	8.9	4.7	-2.0	5.2	6.4	6.9	6.2	5.3	5.1	5.3	3.0	6.3	4.2	5.9
住宅投資	-5.3	8.8	3.2	3.8	6.5	8.9	9.2	8.3	7.1	6.0	5.3	5.7	11.9	1.6	6.6	7.2
政府支出	-0.8	1.7	4.4	-1.9	-0.6	0.3	0.0	-0.1	0.2	-0.1	0.1	0.0	-2.0	-0.2	0.2	0.1
輸出	-9.2	11.1	4.5	4.5	-5.9	4.3	4.8	5.3	4.5	4.6	4.7	5.4	3.0	3.2	2.2	4.8
輸入	2.2	11.3	-0.9	10.4	7.1	4.8	5.2	5.3	4.7	4.6	4.4	4.1	1.1	4.0	6.1	4.8
鉱工業生産	3.9	5.7	4.1	4.7	0.1	-1.4	1.2	3.2	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	4.2	1.8	2.6
消費者物価指数	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1	3.0	2.8	1.5	2.0	2.4	2.3	1.8	1.5	1.6	0.3	2.2
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	-142	-151	-160	-164	-165	-165	-162	-478	-508	-583	-657
経常収支(10億ドル)	-96	-92	-98	-103	-113	-127	-135	-143	-147	-146	-145	-140	-377	-390	-519	-578
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	0.61	0.79	1.06	1.34	1.51	1.65	1.85	0.31	0.46	0.77	1.59
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.17	2.40	2.46	2.68	2.86	3.02	3.23	2.35	2.54	2.25	2.95
国内最終需要	0.7	3.4	4.1	3.3	1.2	3.0	3.2	3.3	2.9	2.7	2.6	2.6	1.9	2.5	2.8	2.9
民間需要	0.9	4.0	4.1	4.3	1.6	3.5	3.9	4.0	3.5	3.2	3.1	3.1	2.8	3.1	3.4	3.5

(注) 網掛けは予想値。2015年7月20日時点。

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