

2015年8月20日 全9頁

米国経済 堅調な経済と年度末のFOMC

インフレ率を上振れさせるほどではないが内需は堅調

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]

- 9月は連邦政府の会計年度末で、10月から始まる2016年度予算を成立させなければならない。暫定的であっても予算が成立しなければ、政府機関が閉鎖される可能性がある。FOMC(連邦公開市場委員会)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。
- 連邦政府の債務上限にかかるやり繰りは11月の初めころまで可能とされている。その時期にかけて債券市場の流動性が低下し、金利が急変動する可能性が高まるリスクがある。市場参加者が警戒を強め、利上げのタイミングにも影響する可能性がある。
- 2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.3%と、持ち直しを示す結果であった。緩やかな雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費、住宅投資の家計部門を中心とした底堅い拡大が続いている。企業部門については、非製造業が堅調を維持する一方、製造業は依然冴えない。
- 家計の所得増加を背景に、個人消費や住宅投資の増加基調が続く見込みである。ドル高の継続や海外経済など、外部要因に対する懸念は残るが、先行きについても米国経済は内需を中心とした底堅い拡大基調が続くとの見方に変更はない。

会計年度末の FOMC へ

9月には連邦政府の会計年度末にあたり、9月7日のレーバーデーの祝日が明けると、10月から始まる2016年度予算を成立させなければならない。暫定的であっても予算が成立しなければ、2013年のような政府機関の一部閉鎖という事態に陥る可能性がある。FOMC（連邦公開市場委員会）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。悪評が高かった政府閉鎖の可能性は低いとしても、議会が円滑に予算を成立させられるかどうかは不透明である。

さらに財政の話題は続き、ルー財務長官は、上限に達している連邦政府の債務について、やり繰りが11月の初めころまで可能という見通しを表明している。やり繰りができなくなれば、米国政府は国債の借り換えができずに、形式上破綻してしまうことになる。さすがに政府の破綻につながるような事態には陥らないだろうとみられているが、問題はリスクがある以上、その時期に満期を迎える債券の保有は敬遠されたり、債券市場での売買が手控えられたりすると、市場の流動性が低下し、金利が急変動する可能性が高まることである。2010年5月の株式市場や2014年10月の債券市場、2015年3月の外為市場でも数分程度の短時間で相場が大きく変動する「フラッシュ・クラッシュ」、あるいは「フラッシュ・イベント」と呼ばれる事態が起きた。7月のイエレン議長による議会証言においても、債券市場の流動性について言及があり、一定の関心が寄せられていることがわかる。短時間での相場急変動の理由は明確になっていないが、ニューヨーク連銀は、市場の流動性を低下させ、その影響はしばらく続いたとしている¹。9月に利上げを始めているとすれば、新たな市場の均衡点を探る過程において市場参加者が警戒を強め、他の市場への影響も含めて市場の急変動リスクがあると言え、利上げのタイミングにも影響する可能性があるだろう。

2015年7月28日-29日に開催されたFOMC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²。声明文では労働市場など、経済の現状認識が部分的に引き上げられており、9月のFOMCで利上げできる可能性は十分に残されている。一方で、利上げ開始には労働市場の「さらに一段の改善」が必要であると述べることで、9月に利上げしなければならない状況を回避している。原油安、ドル高によって物価の先行きに対する不透明感が増しており、政策判断の自由度を確保しつつ市場との対話を進め、米国経済を取り巻くその他の情勢も合わせて確認を進める必要性が示された。

現在の米国経済情勢は、1-3月期のGDP成長率が上方修正され、4-6月期は回復ペースが再加速するなど、総じて見れば堅調と言える。雇用者数の増加などに支えられ、個人消費は緩やかな回復基調にあり、住宅市場は堅調さを増している。企業活動は、非製造業の景況感は引き続き堅調な一方、製造業は軟調なままだが、予算措置や債務上限問題が解決すれば、産業政策も再び企業活動の背中を後押しすることになる。内需の回復に支えられて製造業の活動の悪化を

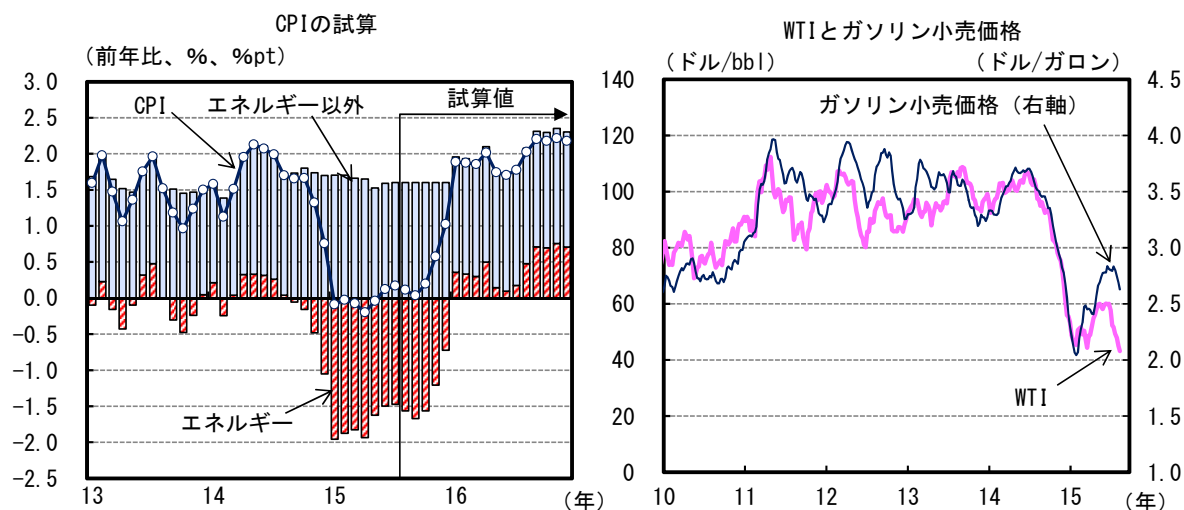
¹http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2015/08/liquidity-during-flash-events.html#.VdS-1_1_NHx

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「FOMC 9月利上げ開始も視野」（2015年7月30日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150730_009974.html

想定する必要はないだろう。もっとも、7月のFOMC会合の議事録では、ギリシャの債務問題が一服したが、中国経済の減速に懸念が示され、海外経済への不安は解消されていない。

インフレ動向については、原油価格が再び下落し、ドル高も加わりエネルギー以外の輸入物価が低下していることから、複数のFOMC参加者はインフレ率が目標に回帰していく確信を得られていないことがわかった。賃金上昇ペースが加速してこない上に、7月のFOMC以降も原油価格が低迷した。原油価格がEIA（エネルギー情報局）の短期見通しに沿って上昇しても、2016年のインフレ率は高進するとは限らない。FOMC参加者は利上げ開始には追加情報が必要としたが、少なくともインフレ率を押し上げるのに十分な賃金上昇などが確認される必要があるだろう。

図表1 エネルギー価格の低迷とインフレ率



(注) CPIの試算における原油価格の前提は、EIA “Short-Term Energy Outlook August 2015” による。
 エネルギーの見通しについては、原油価格との回帰分析により算出。
 エネルギー以外の物価については、2015年7月以降、前年比変化率が一定とした。
 (出所) BLS, EIA, CME, Haver Analytics より大和総研作成

雇用者数の増加は続くが、内容はまちまち

9月利上げ開始の有無を見極める上で注目されていた7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月差+21.5万人と、概ね市場予想に沿う結果であった³。また、失業者数は前月から同▲3.3万人と2ヵ月連続で減少し、失業率は前月から横ばいの5.3%となった。雇用者数の緩やかな増加および失業者数の減少傾向が続いていることを確認させる結果であったと言える。しかし、雇用者数の増加幅は2ヵ月連続で縮小しており、雇用の増加ペースに加速感は見られていない。

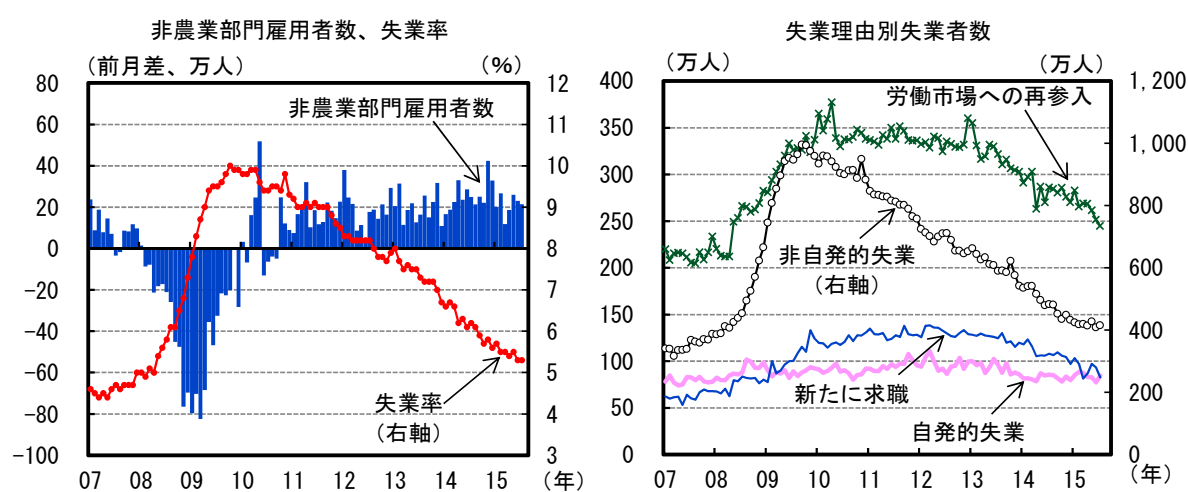
³ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「改善は続くが、加速感は見られず」（2015年8月10日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150810_010003.html

また、労働市場の質については、7月の雇用統計では目立った進展は見られなかった。非労働力人口は2ヵ月連続で増加し、労働参加率は62.6%と前月から横ばいとなった。就業者および失業者から非労働力人口へとシフトした人、すなわち労働市場から退出した人の数は前月よりも減少していることから、過度にネガティブな内容ではないものの、改善したと言える内容でもない。また、失業者数は前月から減少したが、失業理由別に見ると、会社都合による「非自発的失業」が前月差+5.5万人と2ヵ月ぶりに増加している。失業期間別でも、失業者に占める長期失業者の割合が26.9%と前月から+1.1%pt上昇し、失業期間の平均値は28.3週とわずかに長期化した。いずれも改善トレンドの反転を示す程の悪化ではないが、改善は足踏みした格好である。

賃金に関しては、民間部門の平均時給は前月比+0.2%となった。生産部門、サービス部門のいずれも2ヵ月ぶりの上昇、幅広い業種で賃金が上昇しており、内容としても良い。前年比で見た民間部門の時給変化率は+2.1%と、前月の同+2.0%からわずかに増加幅が拡大した。ただし、ここ数年続いている+2%前後のレンジ内での動きに留まっており、直近のピークである4月、5月の+2.3%を下回った状態である。前月からは改善したが、個人消費や物価の伸びを加速させるほど賃金に力強さはないと言える。

企業の求人動向に目を向けると、6月の求人件数は3ヵ月ぶりに前月から減少し、524.9万件となった。業種別では建設業、製造業、レジャー・娯楽などの求人が減少した。製造業については生産の弱含みによってこのところ求人が頭打ちになっているが、他方で専門サービスや教育・医療などのサービス部門では、求人の増加が続いている。企業が求める人材と求職者間でのミスマッチによって、求人の増加ほどには雇用は増加しづらい状況が続くとしても、サービス部門を中心に企業の労働需要は旺盛であり、雇用者数は増加トレンドが続くとみられる。

図表2 非農業部門雇用者数、失業率と失業理由別失業者数



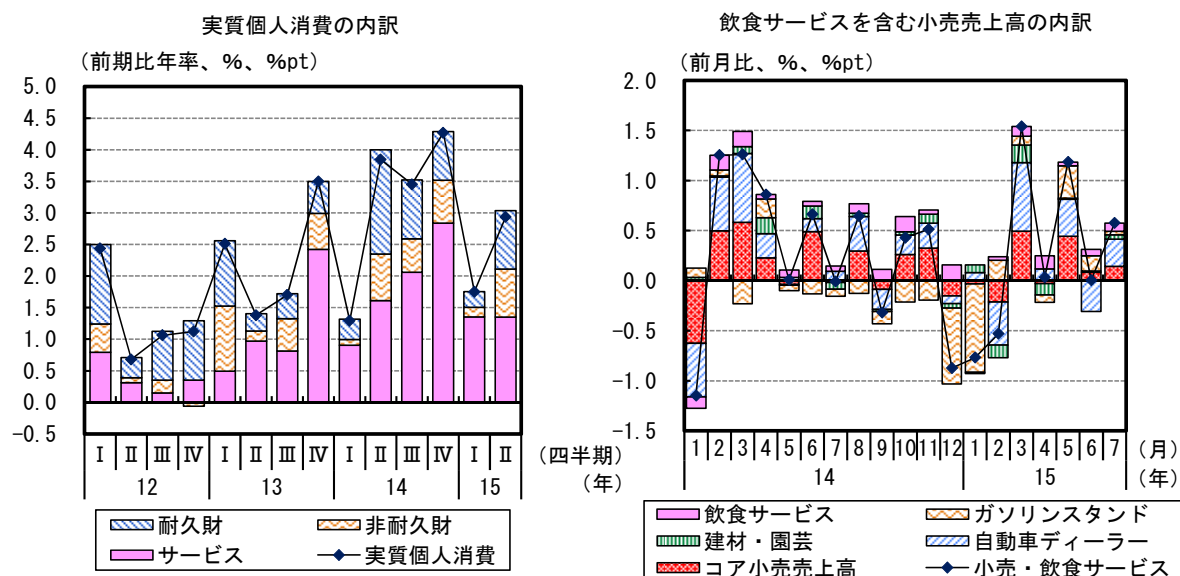
(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

個人消費は所得に見合ったペースで増加

4-6 月期 GDP の個人消費は前期比年率+2.9%となり、天候要因などの一時的要因により落ち込んだ 1-3 月期から持ち直す結果となった。財、サービスの双方が増加したが、とりわけ財消費の増勢が加速したことが持ち直しに大きく寄与した⁴。自動車・同部品や娯楽用品の増加によって耐久財の伸びが拡大したことに加えて、衣料品や飲食料品などの非耐久財消費も増加しており、幅広い品目が持ち直した。実質可処分所得は同+1.5%となり、所得の伸びを消費の伸びが上回った結果、家計貯蓄率は 4.8%と前期の 5.2%から低下した。ただし、個人消費の減速によって前期の貯蓄率がやや上振れしており、均して見れば個人消費はあくまで所得に見合ったペースの増加基調に回帰したと言える。

7 月以降の動向を月次統計で確認すると、7 月の飲食サービスを含む小売売上高は前月比+0.6%となった。速報段階で減少していた 6 月分も上方修正され、ごくわずかながらプラスに転じており、個人消費の底堅さを確認させる結果であった。業態別の内訳を見ると、振れが大きい自動車、建材・園芸の増加が押し上げ要因となった。また、衣服・宝飾品、スポーツ・娯楽、ヘルスケア、飲食サービスなど、幅広い業種で前月から増加しており、コア小売売上高（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）も同+0.3%と 3 ヶ月連続で増加した。

図表 3 実質個人消費の内訳と小売売上高の内訳



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

消費者マインド面では、ロイター／ミシガン大調査の 8 月の消費者センチメント（速報値）は、7 月の確報値から▲0.2%pt 低下の 92.9%となった。原油価格の再下落によってガソリン価

⁴ サービス消費については、速報段階では基礎統計が公表されていないため、多くの部分が仮置き値によって推計されている。このため 2 次速報では財消費以上に改訂されやすい点には留意が必要である。

格が低下していることはマインドを改善させる要因になったが、金利上昇見通しや海外経済の減速がセンチメントを下押ししたとみられる。現状指数、期待指数のいずれも 2 ヶ月連続で悪化しており足下のモメンタムは減速気味であるものの、消費者マインドは高水準での推移が続いており、個人消費を腰折れさせるほどの弱さはない。

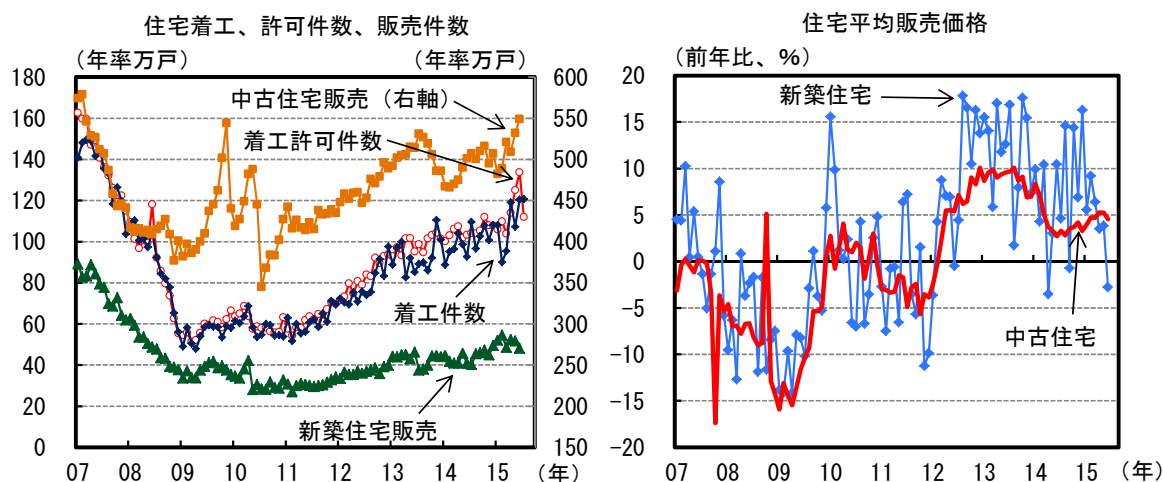
住宅着工、販売は 2007 年以来の高水準

2015 年 7 月の住宅着工件数は前月比+0.2%と 2 ヶ月連続で増加した。振れの大きい集合住宅が、前月の反動により同▲17.0%と減少する一方で、一戸建てが同+12.8%と大幅に増加したことが全体を押し上げた。着工の水準は年率 120.6 万戸と 2007 年 10 月以来の高さであり、住宅投資は拡大が続いている。NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の景況感指数も、7 月は 61 に上昇し、2005 年 11 月以来の高水準となっており、足下の住宅着工の堅調さと整合的な結果となっている。一方で、着工件数の先行指標となる許可件数は同▲16.3%と大幅に減少した。北東部における集合住宅の着工許可件数が同▲73.9%と大幅に減少し全体を下押ししたが、これはニューヨーク市での税制変更に伴う駆け込み需要の反動減が顕在化したものとみられる。

住宅販売の動向を見ると、6 月の中古住宅販売は前月比+3.2%と 2 ヶ月連続で増加した。販売戸数の水準は年率 549 万戸と、2007 年 2 月以来の水準となり、中古住宅販売は着実な増加が続いている。在庫戸数も前月から増加したものの、販売の伸びを下回ったことから、在庫率は 5.0 ヶ月へと低下した。他方で、6 月の新築住宅販売は、前月比▲6.8%の年率 48.2 万戸となった。減少は 2 ヶ月連続であり、順調な増加が続く中古住宅販売とは対照的に、足下で伸び悩んでいる。販売が減少したことに加えて、在庫戸数は同+3.4%となったことから、在庫率は 5.4 ヶ月に上昇した。また、販売価格の中央値は 28.2 万ドルで前年比▲1.8%と 2 ヶ月連続の低下、平均値も同▲2.8%と 9 ヶ月ぶりの低下に転じており、価格面からも新築住宅市場における需給の緩和がうかがえる。これまで住宅販売価格は、中古住宅、新築住宅ともに上昇傾向が続いてきたが、価格の絶対水準が高い新築住宅のほうが、伸び率についても高い傾向にあった。住宅販売価格の上昇を主因に住宅取得可能指数が低下傾向にあるように、賃金上昇に比べて住宅価格の上昇スピードが速すぎるため、相対的に安価な中古住宅に対する選好が高まっている可能性がある。

住宅販売においては圧倒的に中古住宅の割合が大きいことから、住宅販売全体としては増加基調が続いている。また、雇用・所得環境の改善が続くことで、住宅市場は改善傾向が続くとみられるが、急速すぎる住宅価格の上昇は需要を抑制する要因になるだろう。また、足下の住宅市場の堅調さの背景には、住宅ローンの融資基準が緩和されたことに加えて、金利上昇を見越した駆け込み需要が影響している可能性がある。実際に金利が上昇し始めた後、金利負担の増加と同程度に賃金が増加しなかった場合、住宅需要が減速するリスクには留意が必要である。

図表4 住宅着工、許可件数、販売件数と住宅平均販売価格



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

製造業は冴えない状況続くが、悪化に歯止め

2015年7月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%となり2ヵ月連続の上昇となった。製造業が同+0.9%と2ヵ月ぶりに増加したことが全体を押し上げたが、これは前月に落ち込んでいた自動車・同部品が同+10.6%と大きく反発したことが主な要因である。自動車を除く製造業は同+0.1%と、概ね横ばい圏内での動きが続いている。鉱業については同+0.2%と、2ヵ月連続で上昇しており、2014年末からの低下傾向に歯止めがかかった格好である。ただし、一時下げ止まっていた原油価格は7月以降再び下落基調にある。2014年後半に比べれば原油価格の下落速度は緩やかであり、現時点での影響は限定的とみられるが、下振れリスクを意識しておく必要はあるだろう。

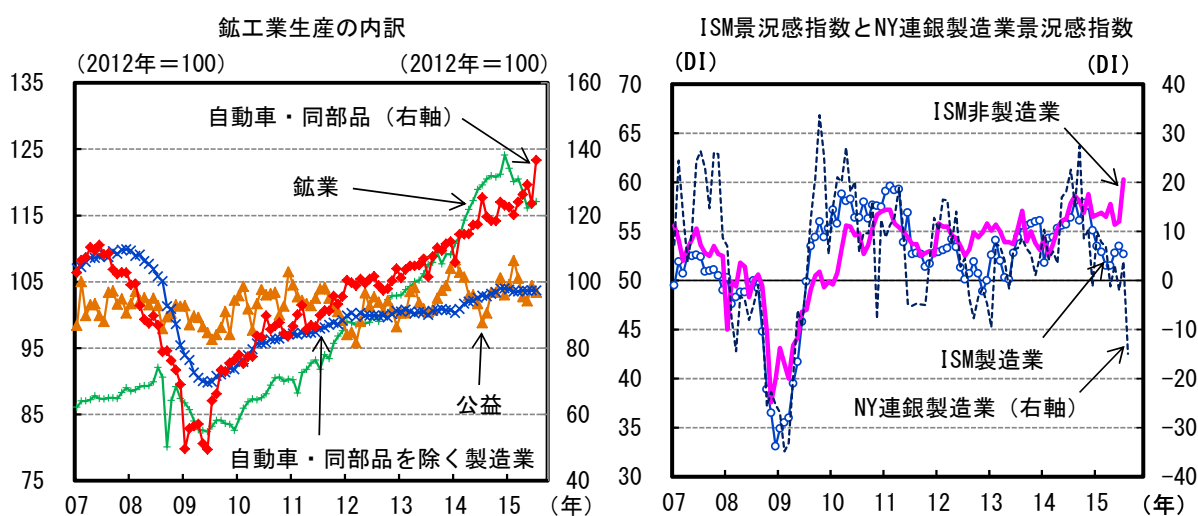
生産が前月から増加したことを受けて、7月の設備稼働率は前月差+0.3%ptと8ヵ月ぶりに上昇した。稼働率水準は78.0%と、過去の長期平均(1972年～2014年平均:80.1%)を下回っており、新規の能力増強投資を喚起するには物足りない水準で推移しているが、漸く下げ止まりの兆しが見られたと言える。設備投資の先行指標となるコア資本財受注(国防・民間航空機を除く)も、6月は前月比+0.7%と3ヵ月ぶりに増加した。4-6月期のGDPで設備投資を下押しした機械投資は徐々に悪化に歯止めがかかりつつある。

企業マインド面では、7月のISM製造業景況感指数は前月差▲0.8ptと3ヵ月ぶりに悪化し、52.7%となった。新規受注DIは4ヵ月連続の改善、生産DIが3ヵ月ぶりに改善したが、雇用DI、在庫DIの低下が押し下げに寄与した。単月の結果を見れば悪化しているが、指数は拡大・縮小の基準となる50を上回る水準で推移していることに加えて、均して見れば3月の落ち込みと比べれば状況は悪くない。ただし、8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差▲18.8%ptと大幅に悪化、2009年4月以来の低水準となった。同指数はISMに比べて振れが大きく、あくまで一部地域における景況感であることから、過度に悲観視する必要

はないが、先行きの減速に対する懸念が高まる結果であった。輸出入銀行や中小企業向けのSBA（中小企業庁）によるローンへの保証業務などが、議会の空転で滞っていることも企業活動にネガティブである。

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+4.3%ptと大幅に上昇し、水準としても60.3%と2005年8月以来の高さとなった。構成指数も全て前月から上昇、特に5、6月に低下していた雇用DIが同+6.9%ptと大幅に増加したことが押し上げに寄与した。7月の数字については雇用統計や小売統計などに照らすとやや出来すぎという印象があるが、非製造業の景況感は引き続き堅調である。

図表5 鋳工業生産の内訳とISM景況感指数、NY連銀製造業景況感指数



(出所) FRB, ISM, NY 連銀, Haver Analytics より大和総研作成

経済見通し

2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.3%となった⁵。市場予想(Bloomberg調査: 同+2.5%)をわずかに下回ったものの、1-3月期が同▲0.2%から同+0.6%へ上方修正されたことと併せて考えれば、想定内の結果であり、米国経済の持ち直しを示す結果であった。特に個人消費の回復がGDPを牽引したが、先行きについても個人消費の増加が続くことで米国経済は堅調な成長が続くと見込んでいる。

賃金上昇率はなかなか加速が見られないものの、雇用者数は堅調な増加が続いており、家計の所得環境は底堅い。また、所得増加を背景に足下で好調な住宅投資も増加基調が続く見込みである。設備投資については、4-6月期の足を引っ張った鋳業関連投資に関して原油価格の下落

⁵ 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「消費主導の景気再加速を確認」(2015年7月31日)参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150731_009981.html

が続くなかで一層の下振れリスクがある。他方、これまで悪化傾向にあった製造業の活動が徐々に下げ止まることで、機械投資は増加基調に復するとみられる。ドル高の継続や海外経済など、外部要因に対する懸念は残るが、先行きについても米国経済は内需を中心とした底堅い拡大基調が続くとの見方に変更はない。

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	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	2.3	2.7	2.9	2.9	2.7	2.7	2.8	1.5	2.4	2.3	2.8
<前年同期比>	1.7	2.6	2.9	2.5	2.9	2.3	1.9	2.2	2.7	2.8	2.8	2.8	1.7	2.7	3.0	3.0
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	2.9	3.1	3.2	3.1	2.9	2.8	2.7	1.7	2.7	3.0	3.0
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	-0.6	1.8	5.9	6.8	6.1	5.1	5.3	3.0	6.2	2.4	5.1
住宅投資	-2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	6.6	10.7	7.2	5.8	5.5	6.2	6.4	9.5	1.8	8.5	6.7
政府支出	0.0	1.2	1.8	-1.4	-0.1	0.8	-0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1	-2.9	-0.6	0.1	0.0
輸出	-6.7	9.8	1.8	5.4	-6.0	5.3	5.8	5.7	4.1	3.6	4.0	5.0	2.8	3.4	2.3	4.6
輸入	2.8	9.6	-0.8	10.3	7.1	3.5	5.7	5.6	4.7	4.5	3.9	4.0	1.1	3.8	5.9	4.7
鉱工業生産	3.6	5.7	3.9	4.7	-0.2	-2.0	2.2	3.2	3.1	3.0	2.9	2.9	1.9	3.7	1.7	2.6
消費者物価指数	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1	3.0	1.6	0.9	1.9	2.3	2.2	1.8	1.5	1.6	0.2	1.8
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	7.4	6.2	5.3	5.0
貿易収支(10億ドル)	-125	-129	-126	-128	-130	-125	-124	-125	-130	-137	-139	-139	-478	-508	-505	-545
経常収支(10億ドル)	-96	-92	-98	-103	-113	-107	-104	-103	-107	-114	-115	-113	-377	-390	-428	-451
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	0.72	1.05	1.33	1.50	1.64	1.84	0.31	0.46	0.75	1.58
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.17	2.25	2.45	2.67	2.85	3.01	3.22	2.35	2.54	2.21	2.94
国内最終需要	1.8	3.6	3.8	3.0	1.7	2.2	2.6	3.1	3.2	2.9	2.7	2.7	1.2	2.5	2.6	2.9
民間需要	2.0	4.2	4.2	3.9	2.0	2.5	3.2	3.8	3.8	3.5	3.3	3.3	2.2	3.2	3.1	3.5

(注) 網掛けは予想値。2015年8月20日時点。

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