

2015年9月24日 全9頁

# 米国経済見通し 利上げ可能との認識

金融市場の混乱などで萎縮したマインドの影響が留意点

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16-17日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）での政策変更はなかった。堅調な内需を背景に利上げを議論したとされ、海外経済および金融市場の混乱が米国経済への下押し圧力になる可能性を見極めるために、政策金利は据え置かれた。
- 多くのFOMC参加者は、米国経済がほぼ利上げできる状態になったと認識しているとみられる。利上げ開始には、市場が安定して利上げを織り込んでいることに加えて、財政関連の問題が起きていないことが必要である。
- 現在の米国経済は、労働市場の量的な改善が着実に進み、緩やかな賃金上昇を背景に、家計の消費と住宅投資も増加基調を維持している。鉱工業生産など、製造業でも持ち直しに向けた動きが見られるが、金融市場の混乱などが家計と企業のマインドを萎縮させ、ハードデータの悪化につながるリスクが留意点である。
- 先行き、内需主導の景気拡大が続くという見通しに変更はない。足下の海外経済の減速や金融市場の混乱が米国の景気拡大を腰折れさせるほどの影響はないと見込んでいるが、とりわけ株価の影響を受けやすい個人消費の動向に注視していく必要がある。

## 金融政策は据え置き

2015年9月16-17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<sup>1</sup>。米国経済の現状認識は「緩やかなペースで拡大している」とされ、7月の前回会合から事実上、据え置かれた。ただし、個別項目への評価を見ると、設備投資が上方修正され、住宅投資も前回会合からさらに改善が進んだとされた。また、個人消費、労働市場の改善傾向が続いて、内需の力強い回復により景気拡大が続いているとの認識が示された。労働市場は、緩み（スラック）がわずかであるとされ、改善が強調されていたことは、ほぼ利上げできる状態になったと認識しているとみられる。

他方、外需は軟調との認識で変わらない。海外経済および金融市場の混乱が経済活動やインフレに対する下押し圧力になる可能性への言及が加わり、今回利上げを見送る一因となったことが明示された。政策金利据え置きは市場の乱高下そのものではなく、海外経済の混乱が米国経済に波及するリスクを見極めるためとされている。堅調な内需を背景に利上げを議論したとされ、リッチモンド連銀のラッカー総裁が利上げを主張して反対票を投じたが、中間派の地区連銀総裁らは様子見の必要性に同意したことになる。

事実、現在の米国経済は、労働市場の量的な改善が着実に進み、緩やかな賃金上昇を背景に、家計の消費と住宅投資も増加基調を維持している。金融市場の混乱などが家計と企業のマインドを萎縮させ、ハードデータの悪化につながるリスクが留意点である。

## 金融政策の先行き見通しと盛り上がらない財政の話題

金融政策の先行きは、データ次第という姿勢は変わっていないが、声明文に海外経済の動向を注視していくとの文言が付け加えられており、利上げには金融市場の混乱が収束する必要性が条件として追加されたことになる。だが、海外経済や金融市場の混乱の収束として、例えば中国経済の急回復などは必要とされないだろう。イエレン議長は記者会見において、中国経済の減速は以前から予期されていたことであり、サプライズではないとした。相場変動の背景にある経済動向への注目とは、中国経済がさらに減速する可能性などであって、金融政策は日々のマーケットの変動に左右されるべきではないと述べている。米国経済に直接波及する可能性が低下すれば、市場の混乱による問題は沈静化したとみなされるだろう。

9月のFOMC後、複数の地区連銀総裁から情報発信があった。2015年のFOMCにおける投票権を持つラッカー総裁、サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁、アトランタ連銀のロックハート総裁と、投票権を持たないセントルイス連銀のブラード総裁である。共通点は、内需を中心とした米国経済は、利上げ開始に足る強さを備えているか、ほぼ備わっているという認識であり、異なる点は、海外経済や金融市場の動向と米国経済への波及度合いをどこまで重視する

<sup>1</sup> 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 年内の利上げ開始に前向き」（2015年9月18日）参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150918\\_010146.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150918_010146.html)

かであった。政策の据え置きは、金融市場の動揺が米国経済にネガティブに作用しないようにする「リスクマネジメント」だった、とするロックハート総裁の発言が、9月のFOMC会合で図られた合意だったのではないだろうか。

次のFOMCは10月27-28日に予定されているが、9月末から12月にかけて予算成立、債務上限問題、その他の法律の期限切れがある。10月の利上げ開始には、市場が安定して利上げを織り込んでいることに加えて、財政関連の問題が起きていないことが必要である。

連邦議会では中東情勢などが主な話題であって、財政関連の話題は盛り上がっていない。世論の関心は2016年の大統領選に向いているのだろう。共和党の指名争いは、テレビ討論会を経て、不動産王トランプ氏がトップながら支持率は低下し、フィオリーナ元ヒューレット・パッカード社CEOへの支持率が上昇した。ペリー前テキサス州知事とウォーカー・ウィスコンシン州知事が選挙戦から撤退表明するなど動意がある選挙戦に関心が集まり、財政関連への関心は希薄であろう。議会では長期的な予算を審議する期間を確保するため、12月上旬までの暫定予算の作成を検討することが伝えられているが、成立は不透明であり、暫定予算が成立してもその期限を迎える頃に再び予算が話題になる可能性がある。CBO（議会予算局）は、8月に公表した財政見通しにおいて、2015年度（2014年10月-2015年9月）の財政赤字は、4,260億ドルと2007年度以来の規模に縮小すると示し、一般に財政赤字に対する危機感は後退しているとみられる。

財政問題が解決していないのであれば、10月のFOMCは翌日に7-9月期のGDP公表を控え、スケジュール的に海外経済や金融市場の混乱の影響度合いを経済指標で確認しにくいことから、利上げ開始は見送られるだろう。暫定的であっても予算が成立し、11月までに債務上限の引き上げが確認できれば、17人のFOMC参加者のうち13人は年内利上げを想定しており、市場は12月の利上げを織り込みやすい環境となっていると想定される。大和総研では12月会合での利上げ開始を見込む。

## 労働市場は着実に改善

9月のFOMCでは、利上げ開始のためには労働市場の「もう一段の改善」が必要であり、依然わずかながらスラックが存在しているとされた。しかし、会見で内需の力強さが繰り返し強調されたように、労働市場は少なくとも量的には着実に改善が進んでいる。

8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月差+17.3万人となった<sup>2</sup>。前月から増加幅は縮小したが、過去分が上方修正されたことで3ヵ月平均は+22.1万人と20万人超のペースを維持しており、順調な拡大が続いている。また、8月の失業者数は前月差▲23.7万人と3ヵ月連続で減少し、失業率は前月から▲0.2%pt低下の5.1%となった。失業率は2008年4月以来の低水準となり、CBOが推計する自然失業率（5.06%）に迫る水準まで低下したことになる。

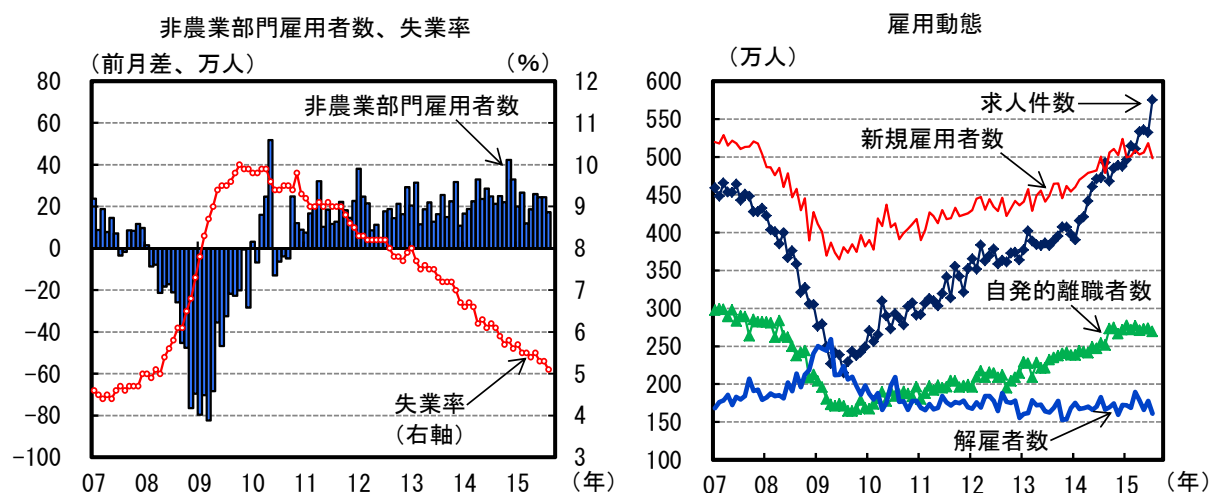
<sup>2</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「強弱混在も、年内利上げ開始には十分」（2015年9月7日）参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150907\\_010097.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20150907_010097.html)

他方、労働市場の質の改善は足踏みとなった。失業理由別の失業者数は、会社都合による「非自発的失業」が2ヵ月ぶりに減少した点は好材料だが、より良い仕事を求めて退職した人を含む「自発的失業」や「労働市場への再参入」も減少しており、労働移動の停滞がうかがわれる。失業期間別では、27週以上の長期失業者数が増加し、失業者に占める長期失業者の比率は前月から+0.8%pt上昇した。また、経済的理由でパートタイム就業者となっている人の数も3ヵ月ぶりに増加した。

賃金動向については、民間部門の平均時給は前月比+0.3%となり、前月から上昇率がわずかに拡大した。しかし、前年比では+2.2%と前月から変わらず、失業率の低下傾向が続き、労働需給がタイト化する中でも、賃金上昇はなかなか加速しない状況が続いている。賃金の増加傾向にあるものの、インフレを加速させるほどの力強さはない。

企業の求人動向に目を向けると、7月の求人件数は前月比+8.1%と大幅に増加し、575.3万件と統計開始以来最高となった。ISM景況感指数に見る企業の雇用マインドは足下でやや減速したものの、非製造業ではなお高い水準を維持している。また、NFIB（全米独立企業連盟）による中小企業を対象とした調査でも、雇用者数を増やした企業の割合（ネット）は2005年10月以来の高さとなり、採用計画についても積極的な姿勢が続いている。企業が求める人材と求職者間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1 非農業部門雇用者数、失業率と雇用動態



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

## 個人消費は底堅いが、市場の混乱で消費者マインドが悪化

こうした雇用者数の拡大や、加速感は見られないものの賃金上昇が続いていることを背景に家計関連の需要は増加基調が続いている。

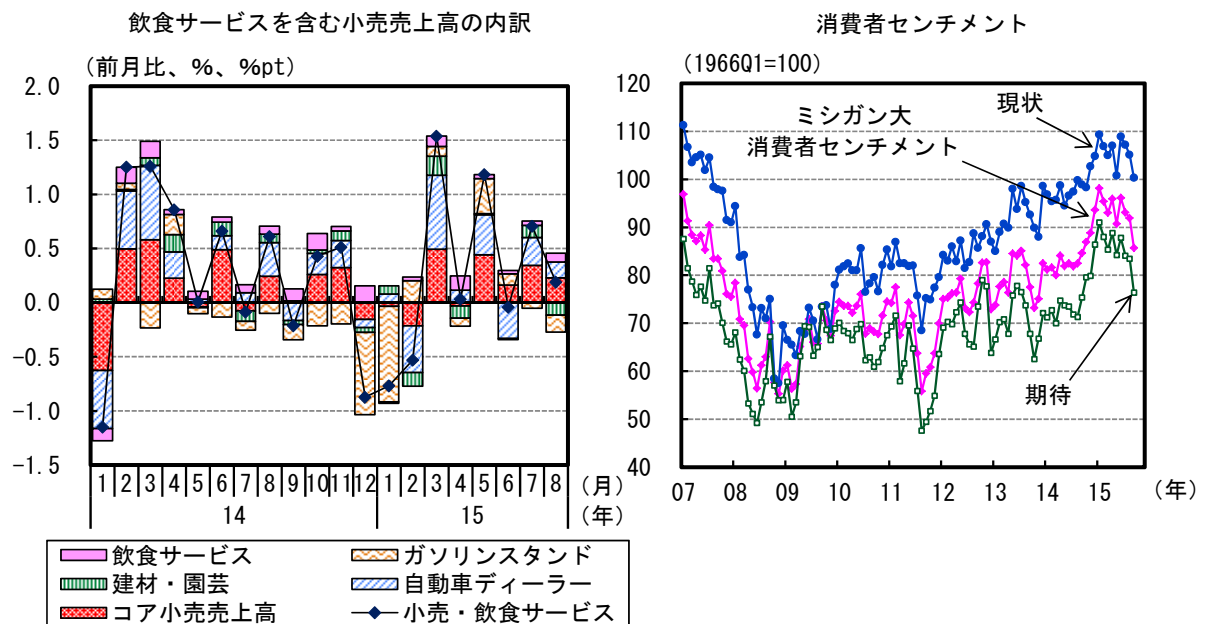
8月小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.2%となり、2ヵ月連続で増加した。自動

車ディーラーの売上高が同+0.8%と増加したことが、増加の主な要因となった。新車販売は大型車を中心に好調であり、ガソリン価格の下落が押し上げに寄与したとみられる。ただし、ガソリン価格の下落でガソリンスタンドの売上高は同▲1.8%減少しており、両者を併せて見れば、影響はほぼニュートラルである。その他の業種では、飲食料品、ヘルスケア、GMS、飲食サービスで増勢が加速した。振れの大きな業種を除いたコア小売売上高（除く自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）は同+0.4%と4ヵ月連続で増加しており、個人消費の基調は非常に底堅い。

しかし、底堅い個人消費とは対照的に、消費者マインドについては足下で大きく悪化した。9月のミシガン/ロイター消費者センチメント(速報値)は85.7と前月の91.9から大幅に低下し、2014年9月以来の水準に落ち込んだ。長期的にまだ低い水準とは言えないものの、モメンタムは弱い。内訳は現状指数、期待指数の双方が悪化したが、期待指数については短期(1年間)の景気見通しが大きく悪化し、現状指数については、所得動向よりも資産動向についての判断が大きく悪化している。株価の急落などの金融市場の混乱が消費者マインドを悪化させたとみられる。

過去の傾向では株価と個人消費は連動性が強いことから、株式市場の混乱によるマインドの悪化や、資産効果が個人消費を下押しする可能性には一定の留意が必要であろう。しかし、これまで消費者マインドの改善が続く中でも、消費性向はそれほど上昇せず、家計は消費に対して慎重な姿勢を続けてきた。マインド悪化による影響も限定的なものになると考えられる。雇用・所得環境は底堅い改善が続いており、マインドの水準も決して低くないため、所得増加に見合う形で個人消費は緩やかな増加基調が続く見込みである。

図表2 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, ミシガン大/ロイター, Haver Analytics より大和総研作成

## 住宅市場は改善が続くがやや減速

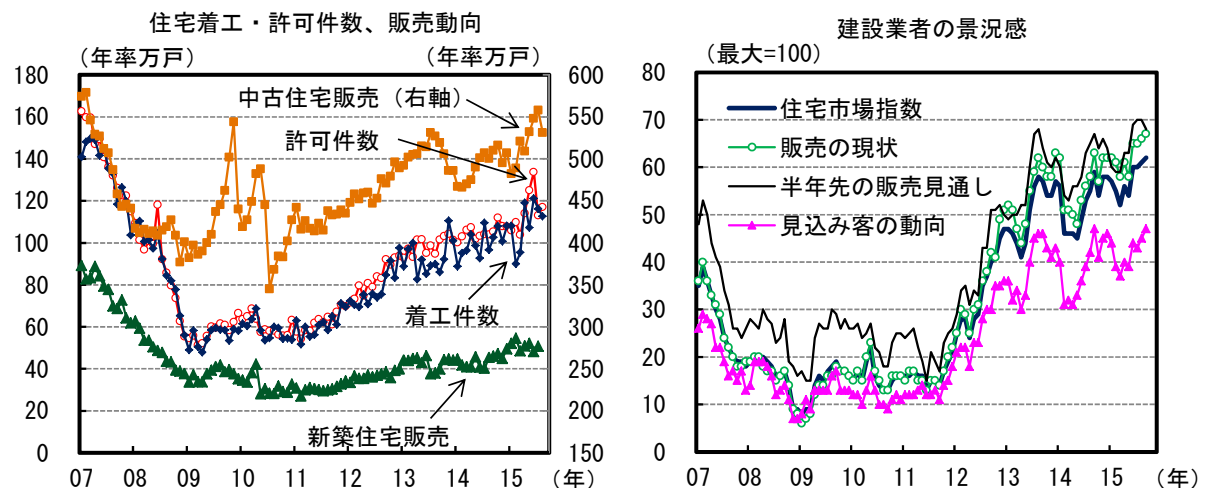
個人消費同様に、住宅投資も雇用・所得環境の改善を背景に堅調に推移している。ただし、改善トレンドが転換するほどの変化ではないものの、足下ではやや減速が見られた。

8月の住宅着工件数は前月比▲3.0%と2ヵ月連続で減少した。一戸建て、集合住宅ともに同▲3.0%の減少となったが、集合住宅については、北東部の大幅な減少（同▲44.6%）が全体を押し下げた。これは以前から指摘してきた通り、税制変更に伴う集合住宅の駆け込みの反動減だろう。北東部における集合住宅の着工戸数は6月まで大きく上振れした後、トレンド並みの水準まで減少しており、反動減による下押しは徐々に緩和しているとみられる。需要の先食いの結果、当面増加が抑制される可能性はあるものの、大きく下振れするリスクも軽減しつつあるだろう。住宅着工件数に先行する着工許可件数は、同+3.5%と2ヵ月ぶりの増加に転じており、駆け込みがあった4-6月期の水準に比べれば低位ではあるが、再び増加に向かう兆しが確認できる。NAHB（全米住宅建設業協会）による建設業者の景況感指数も9月は62へと上昇し、2005年10月以来の高水準となっていることも、住宅投資の堅調さを物語っている。

住宅販売の動向を見ると、8月の中古住宅販売は前月比▲4.8%と4ヵ月ぶりに減少、これまで順調な拡大が続いていた住宅販売も失速する形となった。在庫戸数は2ヵ月連続で増加し、在庫率は5.2ヵ月へと4ヵ月ぶりに上昇した。販売価格の中央値は前年比+4.7%と、上昇率が前月からわずかに拡大、一方で平均値は同+3.0%と上昇率が縮小した。価格の上昇傾向は続いているものの、販売価格の上昇はこのところやや減速気味となっている。

以前から指摘されてきたように、供給不足が住宅価格の上昇を招いてきた。所得増加に比べて住宅価格の上昇ペースが速かったことから、家計の住宅取得可能指数は低下が続いており、8月の中古住宅販売の減少はこうした価格上昇に起因した可能性がある。相対的に価格水準が高い新築住宅の販売は、中古住宅に先んじて昨年末頃から伸びが鈍化し、横ばい圏での推移となっている。住宅市場の改善は緩やかなものになる公算が大きい。

図表3 住宅着工・許可件数、販売動向と建設業者の景況感



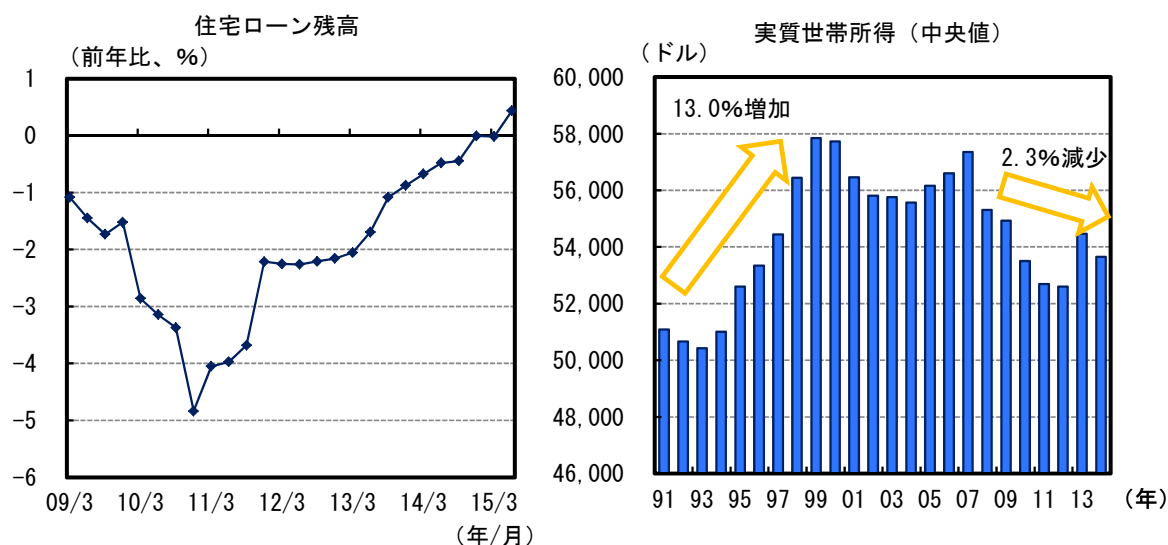
(出所) Census, NAR, NAHB, Haver Analytics より大和総研作成

## 借りに前向きな家計だが所得は増えていない

6月末の米国の家計の負債は、前年同時期から2.4%増えて14.3兆ドルとなった。住宅ローンと消費者ローンが共に増え、特に住宅ローンが前年の同時期を上回ったのは、2008年9月末以来となる。悪天候によって住宅市場の回復が鈍った1-3月期に伸びが鈍化した分、増加幅が大きくなった可能性がある。それでも住宅ローンバブルの崩壊以降、続いていた債務圧縮の動きが、経済の回復に伴って借りに前向きな姿勢が明らかになっていると言えよう。

住宅市場が回復し、借りに前向きな姿勢が明らかになっているが、足下では所得に見合った利払い額の増加で、ただちに問題になりにくい。だが、利上げを始めて金利が上昇する場合には、金利上昇に見合った所得の増加が必要となる。ところが、2014年の家計所得は、中央値で前年から1.5%減少し、景気拡大が続いているにもかかわらず、依然として景気後退前の2007年を6.5%下回った水準に留まっている。1991年から2000年にかけての景気拡大期には、13.0%増加したが、今回は景気後退が終了した2009年の水準を2.3%下回ったままである。金融政策が引き締めめに転換しても、累積の利上げ幅が小さいうちはともかく、堅調な米国経済の好循環が続き、利上げを続けるためには、所得の増加が欠かせない。

図表4 住宅ローン残高、実質世帯所得（中央値）



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

## 生産は持ち直しへ、製造業のマイナス悪化が懸念材料

企業活動については、昨年末頃から足を引っ張ってきた製造業でも底入れに向けた動きが見られている。8月の鉱工業生産指数は前月比▲0.4%と3ヵ月ぶりに低下した。しかし、7月の上昇に対して8月の低下は小幅に留まっており、内容としてもそれほどネガティブではない。

業種別の動向を見ると、自動車・同部品の低下（同▲6.4%）で鉱工業全体の落ち込みをほぼ説明できるが、これは前月の高い伸び（同+10.6%）からの反動減によるものとみられる。需要側統計である新車販売は8月も好調を維持していることから基調は底堅いとみられ、単月の

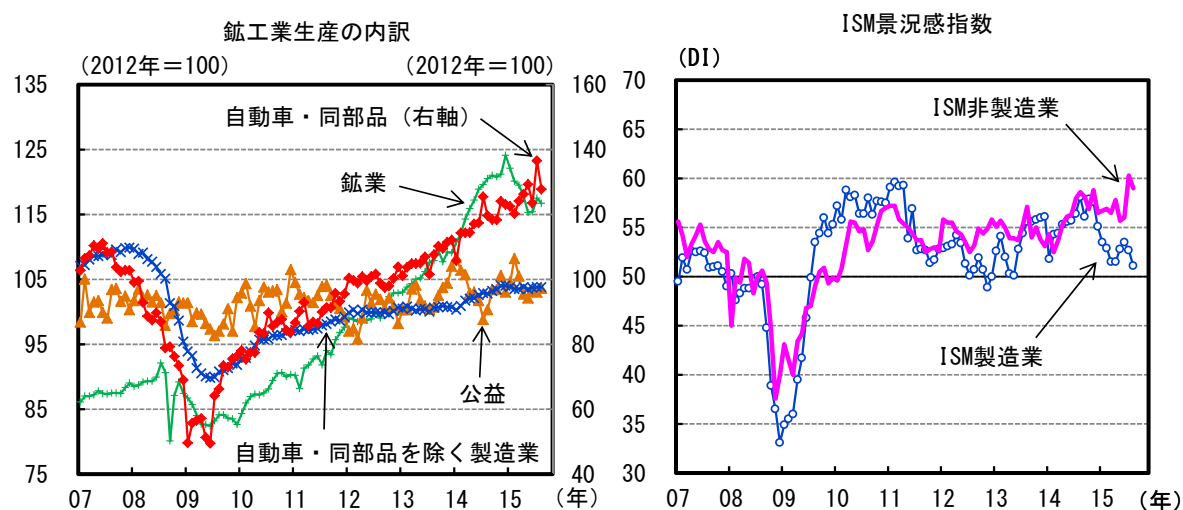
振れが全体を下押しする形となった。他では、電子機器や金属製品、化学や石油・石炭製品が低下した。しかし、製造業全体では前月から改善した業種のほうが多く、自動車・同部品を除く製造業の生産は前月から横ばいであった。製造業以外では、公益が前月比+0.6%となる一方で、鉱業は原油価格の再下落が影響したとみられ、同▲0.6%と3ヵ月ぶりの低下に転じた。

生産の鈍化を受けて、8月の設備稼働率は前月差▲0.4%ptと2ヵ月ぶりに低下した。稼働率についても、まだ持ち直しに転じたとは言えないものの、下げ止まりつつあると言えよう。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、7月には前月比+2.1%と2ヵ月連続で増加しており、設備投資が徐々に持ち直しつつあることを示唆している。

半面、企業マインドについては家計と同様に、足下で減速傾向にある。特に製造業でその傾向が顕著である。8月のISM製造業景況感指数は前月差▲1.6%pt低下の51.1%となった。基準となる50はまだ上回っているものの、天候要因や港湾ストの影響で落ち込んだ3、4月を下回り、2013年5月以来の低さである。また、9月上旬までの動向を含むニューヨーク連銀による製造業景況感指数は、前月に大きく落ち込み、ある程度の反発が期待されていたものの、概ね横ばいに留まった。フィラデルフィア連銀の製造業景況感指数も大きく低下し、2014年2月以来となる0を下回った。後二者では新規受注が改善するなどの一部に好材料もあるものの、全体としては良い結果とは言えない。企業マインドの悪化には金融市場の混乱などが影響しているとみられ、マインドの低迷が企業活動を下押しする可能性に留意が必要だろう。

非製造業についても、8月のISM非製造業景況感指数は59.0%と前月（60.3%）から低下した。しかし、前月の大幅な改善によって高水準にあり、一定程度の反動減が想定されていたにもかかわらず、落ち込み幅は意外に小幅に留まり、こちらは低下ながらもポジティブな結果と評価できる。ISM製造業が、直近のボトムを下抜ける形で悪化したのと対照的に、非製造業の景況感はリーマン・ショック前の2005年12月以来の高い水準を維持している。

図表5 鉱工業生産の内訳とISM景況感指数



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



## 経済見通し

4-6月期の実質GDP成長率は2次速報で前期比年率+3.7%となり、1次速報の同+2.3%から上方修正された。需要項目別の改訂を見ると、個人消費、設備投資、在庫投資、政府支出と主要な需要項目が軒並み上方修正された。輸出入については下方修正となったが、輸入の下方修正幅が輸出の修正幅よりも大きかったことから外需寄与度は1次速報より拡大、こちらもGDPの上方修正要因となった。4-6月期の大幅な上方修正を受け、大和総研による2015年の成長率見通しも従来から引き上げた。雇用者数や所得環境の改善を背景とした個人消費の増加を牽引役にして、内需主導の景気拡大が続くという見方に変更はない。

FOMCでも言及されたように、足下の海外経済の減速や金融市場の混乱が实体经济を下押しする可能性があるが、それが米国の成長を減速させる決定的な要因になるとは考えづらいだろう。そもそも米国は貿易赤字国であり、海外経済減速による影響はそれほど大きくない。このところ減速傾向が強まり懸念されている中国については、主要輸入相手国ではあるものの、中国に向けた輸出のシェアは非常に低く、貿易を通じた直接的な影響はほぼないとみられる。一方、足下では家計、企業部門ともに、マインド面で弱さが見られていることから、金融市場の混乱が实体经济に与える影響についてはやや留意が必要であるとみられる。米国の景気拡大を腰折れさせるほどの影響はないと見込んでいるが、とりわけ株価の影響を受けやすい個人消費の動向を注視していく必要があるだろう。

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	3.7	2.8	3.0	2.7	2.5	2.6	2.7	1.5	2.4	2.6	2.8
<前年同期比>	1.7	2.6	2.9	2.5	2.9	2.7	2.3	2.5	3.1	2.8	2.7	2.6				
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.1	3.1	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	1.7	2.7	3.1	3.0
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	3.2	4.6	6.1	7.0	5.8	4.9	5.5	3.0	6.2	3.4	5.7
住宅投資	-2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	7.8	8.8	7.2	5.8	5.5	6.2	6.4	9.5	1.8	8.5	6.6
政府支出	0.0	1.2	1.8	-1.4	-0.1	2.6	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	-2.9	-0.6	0.5	0.2
輸出	-6.7	9.8	1.8	5.4	-6.0	5.2	4.3	5.3	4.4	4.2	4.5	5.3	2.8	3.4	2.1	4.6
輸入	2.8	9.6	-0.8	10.3	7.1	2.8	3.1	5.5	5.2	5.0	4.7	4.5	1.1	3.8	5.4	4.7
鉱工業生産	3.6	5.7	3.9	4.7	-0.3	-2.6	2.5	3.4	3.6	3.2	2.8	3.0	1.9	3.7	1.6	2.8
消費者物価指数	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1	3.0	1.6	0.5	1.5	1.8	1.8	1.1	1.5	1.6	0.1	1.5
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	7.4	6.2	5.3	4.9
貿易収支(10億ドル)	-125	-129	-126	-128	-134	-130	-129	-131	-137	-144	-147	-145	-478	-508	-525	-573
経常収支(10億ドル)	-96	-92	-98	-103	-118	-110	-109	-110	-116	-122	-125	-123	-377	-390	-447	-485
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	0.70	1.02	1.30	1.47	1.61	1.81	0.31	0.46	0.73	1.55
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.17	2.24	2.43	2.63	2.82	2.97	3.18	2.35	2.54	2.20	2.90
国内最終需要	1.8	3.6	3.8	3.0	1.7	3.2	3.0	3.1	3.2	2.9	2.7	2.8	1.2	2.5	2.8	3.0
民間需要	2.0	4.2	4.2	3.9	2.0	3.3	3.6	3.8	3.8	3.4	3.3	3.3	2.2	3.2	3.3	3.6

(注) 網掛けは予想値。2015年9月23日時点。

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