

2015年11月24日 全9頁

# 米国経済見通し 論点は利上げ開始の先へ

## 家計需要を中心に内需は底堅さを保ちインフレ加速の可能性高まる

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]

- 10月のFOMC（連邦公開市場委員会）で、利上げを12月のFOMCで検討することを明示し、12月の利上げ開始が妥当だと予想するFOMC参加者の発言も相次いだ。利上げ開始の可能性が高まり、議論は2回目以降の利上げなどに移り始めていると考えられる。
- 減速が懸念された労働市場が力強い改善を示し、個人消費や住宅投資といった家計需要は、一時的要因を除けば改善傾向が続いている。企業活動は生産部門で引き続き冴えないうが、内需の底堅さを背景に底打ちしつつある。
- 内需の底堅さは物価にも波及し、サービス価格およびサービス部門の賃金上昇率加速の兆しが見られ、インフレ加速の可能性は高まりつつある。ただし、金融政策の変更に向けて、やや気がかりなのは期待インフレ率の低下となる。
- 鉱業関連投資の下振れや、製造業の伸び悩みにより、当面は設備投資が上振れするシナリオは描きづらい。米国経済の先行きに関しては、雇用・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見通しである。

## 論点は利上げ開始の先へ

金融政策の維持を決定した10月のFOMC（連邦公開市場委員会）の後、複数のFOMC参加者から12月の会合での利上げ開始を市場に織り込ませる発言が相次いだ。海外経済の下振れや金融市場の混乱が米国経済を下押しするリスクが後退し、10月の雇用統計では雇用者数の伸びと賃金上昇率が加速したことで、利上げに向けた環境が整ってきたことが指摘されている。

FOMC参加者の意見は分かれているが、10月のFOMC議事要旨からは、利上げ開始のタイミングとして12月のFOMCが妥当になるとの予想が大半であった。市場は12月の利上げを相当程度織り込んだと考えられ、12月に利上げが始まっても市場に大きなショックを与える可能性は小さいだろう。経済指標次第ということは変わらないが、大和総研では引き続き12月の利上げ開始決定を見込む。

議論は徐々に2回目以降の利上げや、これまでの量的緩和で膨らんだバランスシートの縮小に移り始めていると考えられる。12月のFOMCでは、参加者の経済見通しも合わせて公表され、長期的に妥当なFF（フェデラル・ファンド）レートの見通しが利上げペースを探るポイントとして注目されよう。加えて、FOMCの議事要旨では、潜在成長率や均衡実質金利に関する議論も行われたことが示されている。問題提起に近い段階だが、利上げペースなどを探るヒントとなる。米国経済の潜在成長率が低下しているのであれば、均衡実質金利も低下し、わずかな利上げが米国経済の重荷になってしまう可能性がある。9月のFOMCで提示された金利見通しでは年1%pt程度のペースが想定されていたが、それ以上にゆっくりとした利上げになる可能性もある。長期の金利見通し次第では、利上げ開始後に想定されるバランスシートの縮小も容易ではないだろう。

米国の経済動向は、減速が懸念された労働市場が力強い改善を示し、個人消費や住宅投資といった家計需要は、一時的要因を除けば改善傾向が続いている。企業活動は生産部門で引き続き冴えないが、内需の底堅さを背景に底打ちしつつある。内需の底堅さは物価にも波及し、インフレ加速の可能性は高まりつつあるが、やや気がかりなのは期待インフレ率の低下であろう。家計向けサーベイで計測された期待インフレ率や、債券市場で算出される期待インフレ率はやや下振れしている。これまで利上げ開始を先送りしてきた一つの背景は、海外の金融経済情勢の動揺で、短期的なインフレ率の下振れの可能性が高まったことであった。賃金上昇率の加速が10月単月に留まってしまうのであれば、期待インフレ率が低下して内発的なインフレ率上昇の期待は後退し、利上げ開始決定や利上げペースに影響する可能性は否定できない。

なお、いくつかの財政問題が先送りされた。民主党と共和党の間で、連邦政府の債務上限は2017年3月まで認められることになり、2016、2017両年度（2015年10月～2017年9月）の予算は大枠で合意された。個別の歳出法案の成立が必要となるが、当面は大きな問題になりにくいだろう。財政の問題はオバマ大統領の次の大統領に引き継がれ、2017年1月の大統領就任直後の課題となる。主な政治関連の話題は大統領選となり、2016年の大統領選に向けて、民主党ではバイデン副大統領が不出馬を表明し、指名争いの構図は固まってきた。一方の共和党では、ジンダル・ルイジアナ州知事が選挙戦から撤退したが、なおも候補者は14人で、先行きは不透

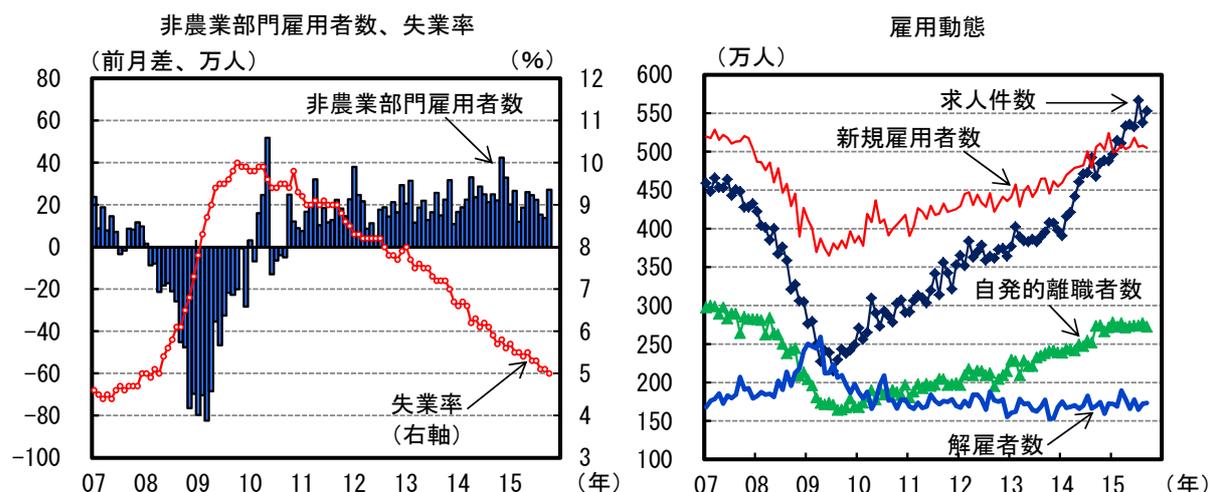
明なままである。もっとも、新たに就任したライアン下院議長は、その選出過程で共和党保守派の十分な賛意を得ておらず、今後は共和党保守派の反発を受けた議会運営となる可能性がある。議会選を含めた選挙によって、政策論議が停滞する恐れがある。

## 10月の雇用統計は力強い改善、景気減速懸念を払拭<sup>1</sup>

10月の非農業部門雇用者数は前月差+27.1万人の増加と2014年12月以来の増加幅を記録し、9月の雇用統計で高まった景気減速懸念を払拭する力強い改善を示した。雇用者数の内訳を業種別に見ると、このところ減速傾向にあったサービス部門の増勢が加速したことに加えて、生産部門が3ヵ月ぶりの増加に転じるなど、幅広い業種で改善が見られた。また、失業率は就業者数の大幅な増加により前月から▲0.1%pt低下の5.0%となり、労働需給の着実な改善を示す結果となった。

減速が懸念されていた雇用の増勢が回復したことに加えて、10月の雇用統計では賃金上昇率の加速が見られた点も大きな好材料であった。民間部門の平均時給は前月比+0.4%となり、前年比では+2.5%と2009年7月以来の高い伸びとなった。失業率の低下傾向が続く中でも、これまで賃金は伸び悩んできたが、ここ数年続いてきた前年比+1%後半～2%前半のレンジから漸く上抜けたことで、今後の賃金上昇率加速を期待させる結果となった。雇用の質に関しては、非自発的失業者の増加や、失業期間27週以上の長期失業者の増加など、一部には悪材料も見られたが、個人消費や物価との関連性が強い賃金に加速の兆しが見られたことから、先行きに対しての明るさは増したと言える。

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

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「12月の利上げ開始に向け一歩前進」(2015年11月9日)参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20151109\\_010298.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20151109_010298.html)

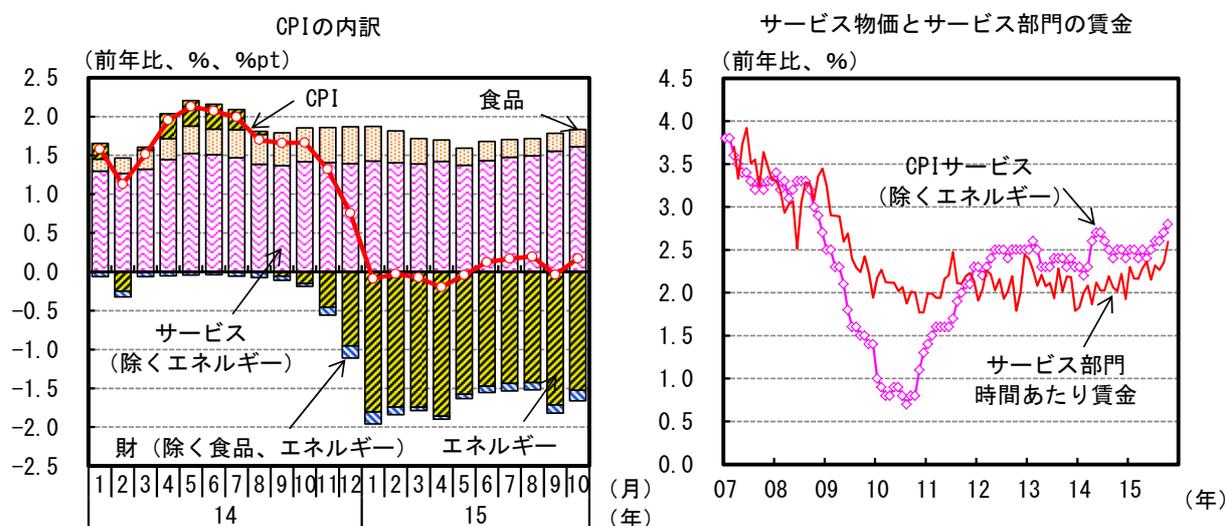
企業の求人を目を向けると、9月の求人件数は前月比+2.8%と2ヵ月ぶりに増加した。8月の大幅な減少に比べると改善幅は小幅に留まったものの、均せば増加基調が続いており、求人数や求人率は金融危機前を上回る高水準を維持している。ISM景況感指数に見る企業の雇用に対するマインドも、製造業では弱含んでいるが、雇用の大宗を占める非製造業では高水準で推移している。

企業の旺盛な労働需要により、雇用環境は改善が続くとみられる。しかし、求人の増加基調が続く中でも、新規雇用者数が伸び悩んでいる点は懸念材料であろう。以前から指摘されている熟練労働者の人手不足のみならず、一部では非熟練労働者でも人手不足が指摘されており、雇用のミスマッチが雇用者数の増加を抑制する要因になっているとみられる。雇用者数は今後も増加基調が続くとみられるものの、完全雇用の状態に近づき企業の人材確保が一層困難になる中、増加ペースが以前ほどには高まらない可能性があるだろう。また、自発的離職者数もこのところ頭打ちとなっているが、賃金上昇が一層加速するためには、労働需給のひっ迫する中で労働移動が活発化することがカギとなる。

## 賃金上昇率加速が物価にも波及の兆し

雇用統計では賃金上昇率加速に向けた兆しが見られたが、賃金上昇は物価にも徐々に波及しつつある可能性がある。10月のCPI（消費者物価指数）は前年比+0.2%と2ヵ月ぶりに上昇した。最大の要因はエネルギーによる押し下げが縮小したことだが、サービスの上昇幅が拡大したこともCPIを押し上げる要因となった。上昇が続く家賃に加えて、医療サービスの上昇幅拡大を主因に、エネルギーを除くサービスの上昇率は同+2.8%と、2008年11月以来の大きさとなった。旺盛な労働需要を背景に、特にサービス部門では賃金の伸びが高まっており、賃金上昇が企業のコストを押し上げ、物価を押し上げる要因となっている可能性がある。

図表2 CPIの内訳、サービス物価とサービス部門の賃金



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

原油価格は11月に入って再び下落しているが、それでも2014年後半から続いてきたエネルギー価格下落による物価に対する押し下げは、前年比ベースでは徐々に緩和するとみられる。エネルギー価格による下押しが剥落することでCPIは2016年初にかけて急速に上昇率が高まる公算が大きい。加えて、サービス価格およびサービス部門の賃金上昇加速の兆しが見られていることは、インフレ率加速に向けた動きと捉えることができよう。賃金上昇加速の動きが持続的なものであるか否かを見極めるためには、もう少し時間を要するが、インフレ率加速の可能性は着実に高まりつつある。

## 天候要因が個人消費を下押し

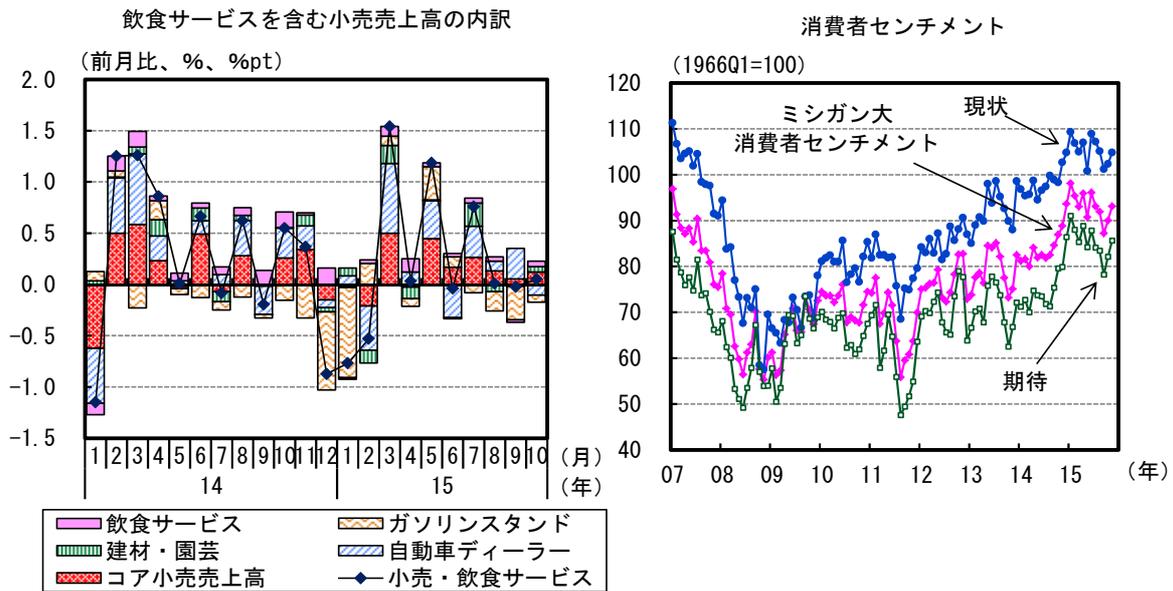
7-9月期の実質個人消費は前期比年率+3.2%と、前期からはわずかに減速したものの、堅調なペースで増加しGDPを押し上げた。7-9月期の貯蓄率は4.7%と前期からほぼ横ばい、月次ペースで見ても7、8月が4.7%、9月が4.8%と、2013年初から概ね横ばい圏で安定的に推移しており、個人消費は所得増加に沿う形で拡大基調が続いている。

10月以降の個人消費の動向を月次統計で確認すると、10月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.1%と、2ヵ月ぶりの増加に転じた。雇用者数の増加ペースが拡大し、高めの伸びが期待された中ではやや物足りない結果であったと言えるが、天候要因による下押しが影響したとみられる。10月は9月に続いて記録的な高温となり、秋冬物の季節商材の販売不振によって飲食料品、衣服・宝飾品の販売が減少した。また、価格下落が続くガソリンスタンドの売上減少が響いたことに加えて、自動車ディーラーの売上は4ヵ月ぶりの減少となった。他方で、建設資材、ヘルスケア、無店舗販売の売上が増加したほか、スポーツグッズ、飲食サービスの娯楽関連が好調だった。振れの大きな業種を除いたコア小売売上高(除く自動車、建材・園芸、ガソリンスタンド、飲食サービス)は、同+0.2%と6ヵ月連続で増加しており、加速感は見られないものの底堅い推移が続いている。

消費者マインドに関して、11月のミシガン大/ロイター消費者センチメント(速報値)は93.1となり、2ヵ月連続で改善した。現状指数、期待指数の双方とも2ヵ月連続の改善となったが、特に株価の影響を受けやすい期待指数の改善幅が大きく、夏場に急速に下落した株価の持ち直しが消費者マインドを押し上げたとみられる。消費者マインドは引き続き高水準で推移している。

雇用・所得環境の改善が続くことで、個人消費は先行きに関しても増加基調が続く公算が大きい。なお、NRF(全米小売業協会)による、11月26日のサンクスギビングデーから本格化するホリデー商戦の売上見通し(11-12月)は前年比+3.7%となった。前年の同+4.1%に比べるとやや減速する見込みだが、前々年が天候要因などによって低調であったことを考慮すれば、十分堅調な伸びが見込まれている。

図表3 小売売上高、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

## 住宅投資は高水準もやや減速

10月の住宅着工件数は前月比▲11.0%と2ヵ月ぶりに減少した。振れが大きく、前月大幅に増加していた集合住宅が同▲25.1%と大幅に減少したことに加えて、一戸建ても同▲2.4%となった。ただし、前月からは大幅に減少したものの依然高い水準を維持しており、税制変更に伴う駆け込み需要で高水準だった4-6月期の急増を除けば緩やかな増加基調が続いていると判断できよう。着工件数の先行指標である着工許可件数が、10月は同+4.1%と2ヵ月ぶりに増加していることから、住宅投資は均せば増加基調を維持していると言える。11月のNAHB(全米住宅建設業協会)による景況感指数は、前月の65から62へと6ヵ月ぶりに低下したが、水準は高く、建設業者による需要見通しも依然強気である。

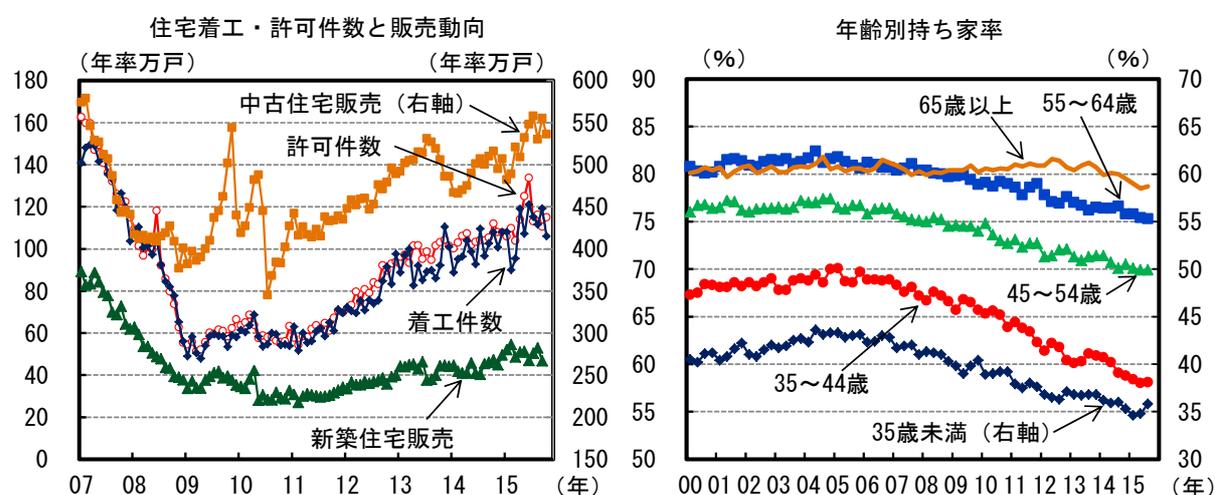
他方、住宅需要の動向を見ると、10月の中古住宅販売は前月比▲3.4%と、2ヵ月ぶりに減少した。こちらも高い水準を維持しているものの、一進一退の横ばい圏で推移している。販売価格の動向を見ると中央値は前年比+5.8%上昇、平均値は同+3.4%と上昇が続いているが、年前半に比べれば価格上昇は落ち着きつつある。また、このところ販売価格の平均値よりも中央値の伸びの方が高い状態が続いているが、価格水準では平均値のほうが中央値よりも高いことを踏まえると、低価格の物件の販売が相対的に好調であることを映じたものとみられる。住宅価格は賃金を上回るペースで上昇しており、速過ぎる価格上昇が住宅需要を抑制している可能性がある。

なお、高水準の住宅販売が続いてきた結果、2015年7-9月期の持ち家率は63.7%と8四半期ぶりに前期から上昇し、これまでの低下傾向に歯止めが掛かる結果となった(季節調整値では

前期比横ばいとなり、8 四半期ぶりに低下から脱却)。年齢別に見ると、とりわけ 35 歳未満の若い年齢層の持ち家率が大きく上昇している。雇用の増加や失業率の低下を背景に、足下で世帯数の伸びが高まっており、雇用環境の改善によって親元からの独立が増加したことが住宅購入を押し上げる要因となったとみられる。また、家賃は前年比+4%弱の高い伸びが続いていることや、金利の先高感も住宅購入を促す一因になっているとみられる。

住宅投資の先行きを考える上では、住宅ローンや家賃の支払い増加に耐えられる所得増を維持できるかどうかポイントとなるが、住宅需要は雇用者数の増加に支えられる側面も大きいとみられ、下振れリスクは限定的であろう。

図表 4 住宅着工・許可件数と販売動向、年齢別持ち家率



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

## 引き続き堅調な非製造業、製造業の生産も緩やかながら持ち直し

懸念された雇用の伸びが加速する中、個人消費を始めとする家計需要は増加基調が続いているが、企業活動に目を向けると、引き続き生産部門では冴えない状況が続いている。

10月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%と2ヵ月連続で低下した。原油価格が低迷する中、鉱業が同▲1.5%と2ヵ月連続で低下したこと、公益部門が電力業の低下によって同▲2.5%と落ち込んだことが主な押し下げ要因となった。電力業については、既述のように気温が高かったことによる暖房需要の減少も影響しているとみられ、一時的要因によって押し下げられた側面もあろう。製造業に関しては、同+0.4%と3ヵ月ぶりの上昇に転じた。食品、衣料品など非耐久消費財の生産が低下し足を引っ張ったものの、耐久消費財関連や資本財関連など、幅広い業種で生産が増加した。これまで生産全体として弱含む中、自動車関連が好調を維持することで全体を牽引してきたが、自動車を除いた製造業についても持ち直し傾向にある。決して力強い改善が続いているとは言えないものの、このところの鉱工業生産の低迷には鉱業の減産が大き

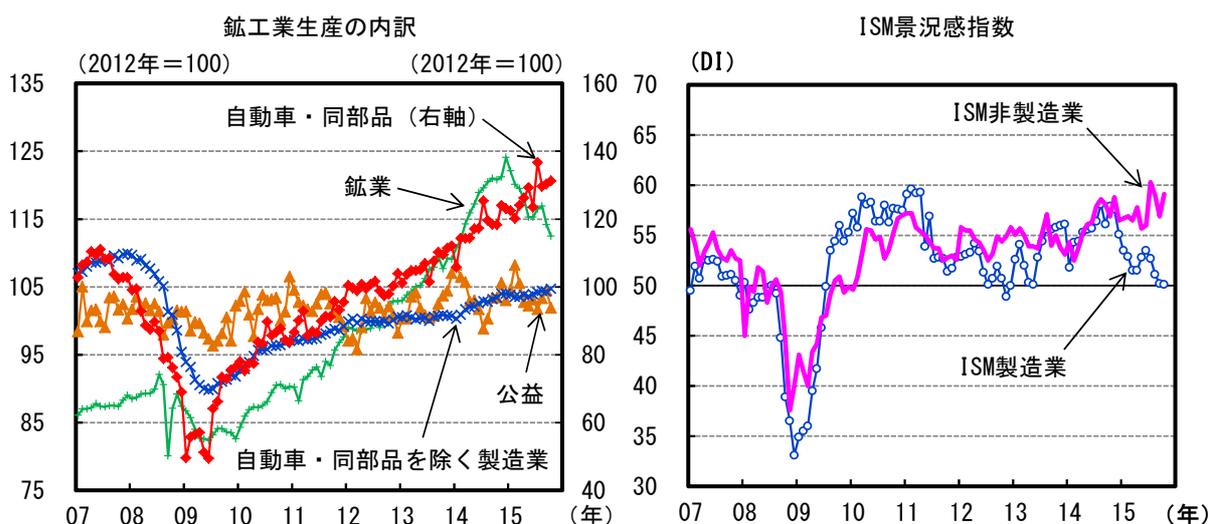
く影響しており、製造業に限って見れば緩やかな増加傾向となっている。

企業マインド面を見ると、10月のISM製造業景況感指数は前月差▲0.1%ptの50.1%となった。4ヵ月連続の低下と引き続き冴えない状況が続いているが、基準となる50をこらうじて上回っており、緩やかな増加が続く生産とも整合的な結果である。また、構成指数のうち新規受注DI、生産DIがいずれも3ヵ月ぶりの上昇となっており、ヘッドラインは良くないながらも好転の兆しが見られると言えよう。11月上旬までの動向を含むニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は、いずれも前月から改善した。

非製造業のマインドに関しては、10月のISM非製造業景況感指数は59.1%と3ヵ月ぶりに上昇した。8月、9月の悪化要因となった事業活動DIおよび新規受注DIが上昇に転じたことが押し上げ要因となった。また雇用DIについても2ヵ月連続で改善と底堅い。冴えない製造業とは対照的に、非製造業ではマインドの改善傾向が続いており、足下で製造業・非製造業間の温度差が一層拡大している。

企業の設備投資関連では、生産の低下によって、10月の設備稼働率は前月から▲0.2%pt低下し、77.5%となった。生産の落ち込みが顕著であり、かつ生産能力の上昇が続いている鉱業の稼働率低下が著しく、鉱工業全体でも2014年末から低下傾向が続いている。また、機械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9月には前月比▲0.1%と2ヵ月連続で減少した。均してみれば2015年初年から持ち直しつつあるものの、増加ペースは非常に緩慢なものとなっている。7-9月期のGDP統計では機械投資の増勢加速が設備投資全体を押し上げる要因となったが、一層の加速を期待できるほどの状況ではない。

図表5 鉱工業生産の内訳、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

7-9月期のGDP1次速報では、実質GDP成長率は前期比年率1.5%となった<sup>2</sup>。前期から減速することとなったが、これは在庫投資の寄与度が前期比年率▲1.44%ptと大幅なマイナスになったことと、輸出の伸び悩みにより、外需（純輸出）が2四半期ぶりのマイナス寄与となったことが主な要因である。在庫投資と外需を除いた国内最終需要は同+2.9%と、減速しつつも高めの伸びを維持しており、内需の底堅さを確認させる結果であったと言える。

米国経済の先行きに関しては、雇用・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見通しである。ドル高や海外経済の減速による輸出の伸び悩みについては、先行きについても注視していく必要があるとみられるが、米国経済が輸出の減速をきっかけに腰折れするとは考え難い。あくまで非製造業部門を中心とした雇用の増加と、個人消費の増加が米国経済における最大のドライバーであるというシナリオに変更はない。雇用の増加が続いていることに加えて、賃金も安定して上昇傾向にあり、個人消費や住宅投資は拡大が続くだろう。景気が上振れするためには、企業による設備投資の加速が必要となるが、このところ足を引っ張り続けている鉱業関連投資の下振れが続くとみられることや、ドル高などを背景とした輸出低迷による製造業の伸び悩みにより、当面は設備投資が上振れするシナリオは描きづらい。

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	3.9	1.5	2.8	2.8	2.6	2.8	3.1	1.5	2.4	2.5	2.7
<前年同期比>	1.7	2.6	2.9	2.5	2.9	2.7	2.0	2.2	2.7	2.4	2.7	2.8				
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.2	3.0	3.1	3.0	2.9	2.8	1.7	2.7	3.2	3.1
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.1	2.7	3.2	4.5	6.7	8.2	3.0	6.2	3.1	4.0
住宅投資	-2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	6.1	3.8	7.5	5.2	5.9	6.4	9.5	1.8	8.2	6.0
政府支出	0.0	1.2	1.8	-1.4	-0.1	2.6	1.7	-0.2	0.2	-0.1	-0.4	-0.3	-2.9	-0.6	0.7	0.3
輸出	-6.7	9.8	1.8	5.4	-6.0	5.1	1.9	2.7	3.2	3.5	4.0	4.5	2.8	3.4	1.6	3.3
輸入	2.8	9.6	-0.8	10.3	7.1	3.0	1.8	2.9	3.9	4.2	4.5	4.6	1.1	3.8	5.1	3.6
鉱工業生産	3.6	5.7	3.9	4.7	-0.3	-2.3	2.6	-0.4	2.5	2.8	3.4	3.9	1.9	3.7	1.5	1.9
消費者物価指数	2.1	2.4	1.2	-0.9	-3.1	3.0	1.6	0.9	1.3	2.2	2.6	1.9	1.5	1.6	0.2	1.7
失業率(%)	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	5.0	4.9	4.8	4.7	7.4	6.2	5.3	4.8
貿易収支(10億ドル)	-125	-129	-126	-128	-134	-130	-131	-129	-131	-135	-139	-139	-478	-508	-523	-544
経常収支(10億ドル)	-96	-92	-98	-103	-118	-110	-115	-117	-120	-126	-130	-132	-377	-390	-460	-508
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	0.69	0.84	1.24	1.41	1.55	1.75	0.31	0.46	0.69	1.49
10年債利回り(期中平均、%)	2.76	2.62	2.50	2.28	1.97	2.17	2.22	2.27	2.58	2.76	2.91	3.12	2.35	2.54	2.16	2.84
国内最終需要	1.8	3.6	3.8	3.0	1.7	3.7	2.9	2.4	2.8	2.7	2.9	3.1	1.2	2.5	2.9	2.8
民間需要	2.0	4.2	4.2	3.9	2.0	3.9	3.1	3.0	3.3	3.3	3.6	3.8	2.2	3.2	3.3	3.3

(注) 網掛けは予想値。2015年11月23日時点。

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

<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「米国のGDPは減速も、内需は堅調」(2015年10月30日) 参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20151030\\_010273.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20151030_010273.html)