

2016年3月22日 全10頁

米国経済見通し 内需堅調でインフレを注視

選挙戦が長引けば利上げ先送り要因に

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]

- 3月のFOMC（連邦公開市場委員会）における政策変更はなく、利上げのペースは前回見通しからより緩やかなものへと引き下げられた。
- 声明文における現状認識として、米国経済の堅調さが強調される表現となった。経済の先行きは海外経済と金融動向が引き続きリスクであるとされたが、リスクは後退したことが暗に示された。インフレ動向の重要性がより一層高まっているとみられる。
- 労働需給のひっ迫により賃金上昇率は加速しつつあり、基調的なインフレ圧力は着実に高まってきた。夏場以降、エネルギーによるマイナス寄与は徐々に縮小していくとみられ、年後半にはインフレに対する議論が高まる可能性が高い。緩やかな利上げへの支持が強まるだろう。
- 足下、個人消費には減速感があるものの、就業者数が増加し、年初から下落していた株価が下げ止まりつつあることが、個人消費の増加をサポートするだろう。住宅市場では販売が減速する中、着工は緩やかな増加が続いている。企業活動も製造業に明るい兆しがある。米国経済は力強さを増しているわけではないが、堅調さを維持していると言える。
- 2015年10-12月期GDPの2次速報では、個人消費が下方修正されたものの、在庫投資、外需のマイナス寄与が縮小したことで、実質GDP成長率は上方修正された。10-12月期の改定に加えて、足下の小売売上高の減速もあり、個人消費の見通しを引き下げたが、米国経済は内需の増加を牽引役に緩やかな景気拡大が続くというシナリオに変更はない。
- 予備選、党员集会在集中する3月1日の「スーパー・チューズデー」などを経て、民主・共和両党の指名候補者は絞られてきた。同時に行われる連邦議会選挙の予備選も始まり、候補者選びが長引き、混迷する可能性が出てきた。政策不透明感がFRBの経済見通しや利上げペースも左右することになる。

インフレ動向で利上げ姿勢が決まってくるか

3月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、想定通り政策変更はなく、FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.25-0.50%で維持する決定が行われた¹。FOMC参加者の政策金利の見通しを見ると、2016年については0.25%ptずつの利上げであれば、2回の利上げを見込んでいることとなり、2017年は4回のままで、利上げのペースは前回見通しからより緩やかなものへと引き下げられた。

声明文における現状認識として、米国経済の堅調さが強調される表現となった。雇用に対する評価が上方修正され、インフレ動向とマーケットベースのインフレ期待に対する評価も上向き方向へ言及された。前回、1月のFOMCでは、インフレ期待の低下、企業金融を含む金融環境の引き締めへの懸念から、海外経済と金融市場動向を注視するとの文言が復活した。今回の声明文でも、経済の先行きは海外経済と金融動向が引き続きリスクであるとされたが、インフレ動向に影響を与えるリスクは後退したことが暗に示された。

他方、インフレ動向については「注意深く監視していく」と表現されており、政策運営におけるインフレ動向の重要性がより一層高まっていることが示されている。FRB（連邦準備制度理事会）高官の発言や、今回の会合で利上げを求める反対票があったことから、FOMC参加者の間でもインフレやインフレに影響を及ぼす経済動向をめぐる議論が続いているとみられる。

足下、個人消費には減速感があるが、労働市場に参加していなかった非労働力人口が大きく減少しながら就業者数が増加している。年初から下落していた株価が下げ止まりつつあることが、個人消費の増加をサポートする要因になろう。住宅市場では販売が減速する中、着工は緩やかな増加が続いている。企業活動も製造業に明るい兆しがある。米国経済は力強さを増しているわけではないが、堅調さを維持していると言えよう。

緩やかな景気拡大が続く見通しであり、食品とエネルギーを除く2月のコアCPI（消費者物価指数）が前年比+2.3%に上昇したことで、利上げが決まっても不思議ではない経済環境であった。上昇傾向が続くサービス価格に加えてエネルギーを除いた財価格もマイナス圏を脱し、エネルギー価格によるインフレ率の下押し圧力も2016年後半にかけて低減していくと予想される。基調的なインフレ圧力は着実に高まりつつあることから、年後半にはインフレに対する議論が高まる可能性があり、緩やかな利上げへの支持が強まるだろう。次回、4月のFOMC会合までの期間は短く、6月のFOMCにおける再利上げを見込む。

長引き混迷する可能性がある選挙戦

利上げを阻むイベントリスクには、米国の選挙などが挙げられる。大統領選に向けた民主党と共和党の指名候補争いで、予備選・党員集会が集中した3月1日のスーパー・チューズデー

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 課題はインフレに絞られてきた」 (2016年3月17日) 参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20160317_010733.html

と、3月15日のミニ・スーパー・チューズデーが終わった。民主党はクリントン前国務長官がより優位に立ち、共和党では候補者が相次いで選挙戦から撤退を表明し、当初17人いた候補者は実業家のトランプ氏、クルーズ上院議員、ケーシック・オハイオ州知事の3人に絞られた。

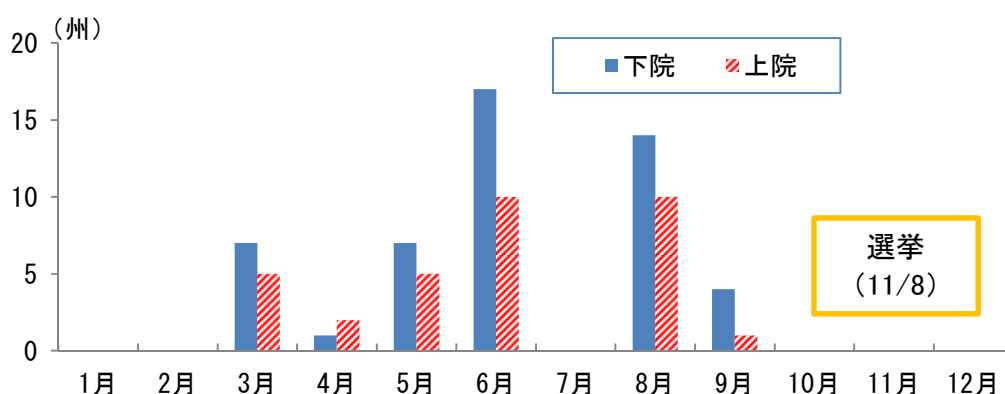
共和党の首位を走るトランプ氏に対しては、党の指名を阻止しようとする動きが伝えられており、その背景の一つに議会選挙の予備選が本格化してくることが挙げられる。トランプ氏の政策は十分に明らかではないが、例えば保護貿易主義的な通商政策、社会保障政策の現状維持など、従来の共和党の目標と相容れない部分が多々ある。改選対象議員などが、自分たちが主張してきたことと大きく異なる主張をする党の大統領候補と同時に選挙を戦い、当選すれば協力して政策を遂行しなければならないことに抵抗を感じるのは必然であろう。

大統領選と同時に行われる連邦議会選挙では、上院の3分の1と下院の全議席が改選対象となる。下院は共和党が多数派を維持するとみられている。上院の改選議席数は、民主党の10議席に対して共和党は24議席あり、現職優位だとしても落選リスクはつきまとう。議会指導部を中心に、大統領選の候補者を理由として、上院の多数派を失うことは避けたいところであろう。スーパー・チューズデーを終えた指名候補者争いは長引く可能性が出てきた。

大統領選の予備選スケジュールを確認すると、大票田としては4月19日のニューヨーク州、6月7日のカリフォルニア州などがあり、共和党は6月7日のカリフォルニア州が最後の予備選となって、7月18日の党大会を迎える（民主党の党大会は7月25日）。本選に向けた指名候補者選びが混迷すれば、国内向けの経済政策の不透明感払拭に時間がかかり、外交政策の方針をどうするかで為替レートも動く可能性が出てくる。経済の見通しや為替レートの変化、あるいはFRBに対する批判的意見が、利上げを先送りさせる要因になり得る。

選挙戦のほか、英国でEU離脱を問う国民投票や原油価格をめぐる国際情勢が、市場の変動を通じて利上げを先送りさせる要因となり得る。

図表1 2016年連邦議会選挙に向けた予備選実施月（州のみ）



(注) 3月1日時点。

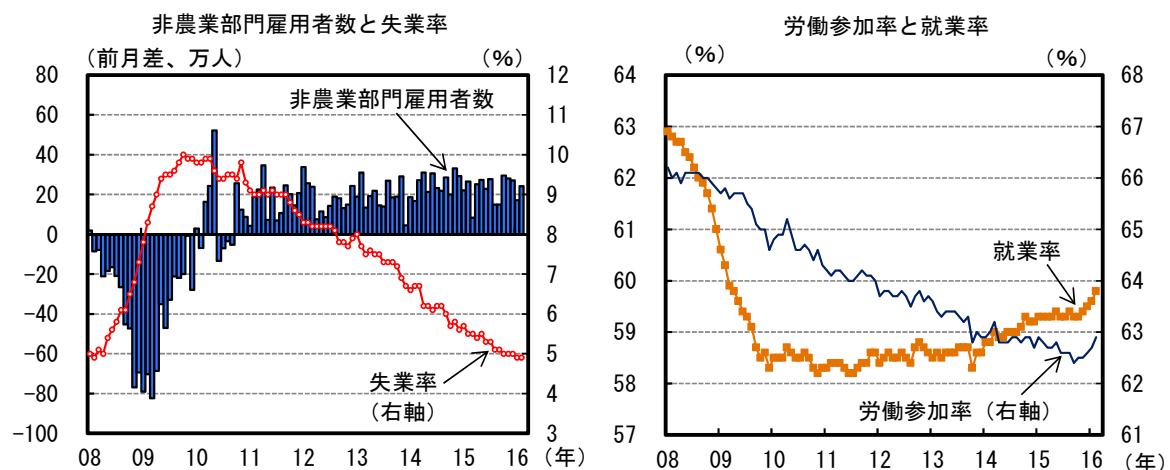
(出所) 連邦選挙委員会より大和総研作成

雇用の伸びが再加速、労働参加率に持ち直しの兆し²

2月の非農業部門雇用者数は前月差+24.2万人の増加と、前月から増加幅が拡大した。1月分の雇用統計では雇用者数の伸びが大きく減速したことで、景気の先行きに対する懸念が高まっていたが、1月分、2015年12月分についても上方修正され、雇用者数の着実な増加が続いていることを示す結果となった。鉱業および製造業では雇用者数が減少し、生産部門の雇用者数が5ヵ月ぶりの減少に転じる一方で、前月低調だったサービス部門の再加速が全体を押し上げる要因となった。

また、2月の失業率は4.9%と前月から横ばいだったが、こちらも内容は良好であった。失業者数は前月から増加したものの、非労働力人口が大きく減少する中、就業者数が増加しており、労働市場の外側にいた非労働力人口の就業が進んだ。就業率、労働参加率はいずれも前月から+0.2%pt上昇し、2015年初から概ね横ばい圏内で推移していた就業率に再上昇の兆しが見られていることに加えて、これまで低下が続いてきた労働参加率も持ち直しつつある。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、労働参加率と就業率



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

他方で、賃金については2月の民間部門平均時給は前月比▲0.1%と2ヵ月ぶりに低下し、前年比ベースでも+2.2%と前月の同+2.5%から上昇幅が縮小した。2015年初から続く賃金上昇率の加速トレンドの転換を示唆するほど弱い結果ではないが、ややトーンダウンする結果となった。部門別に見ると、生産部門の時給は前月から横ばいに留まったものの、サービス部門が前月比▲0.1%と低下した。2月はサービス部門の雇用者数の伸びが加速しており、相対的に低賃金の雇用者が増加したことが平均賃金を押し下げる要因になったとみられる。

労働市場は先行きも緩やかな改善が続くと見込まれる。1月の求人件数は前月比+4.9%増加

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「米国経済の底堅さを示す雇用の伸び」(2016年3月7日)参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20160307_010703.html

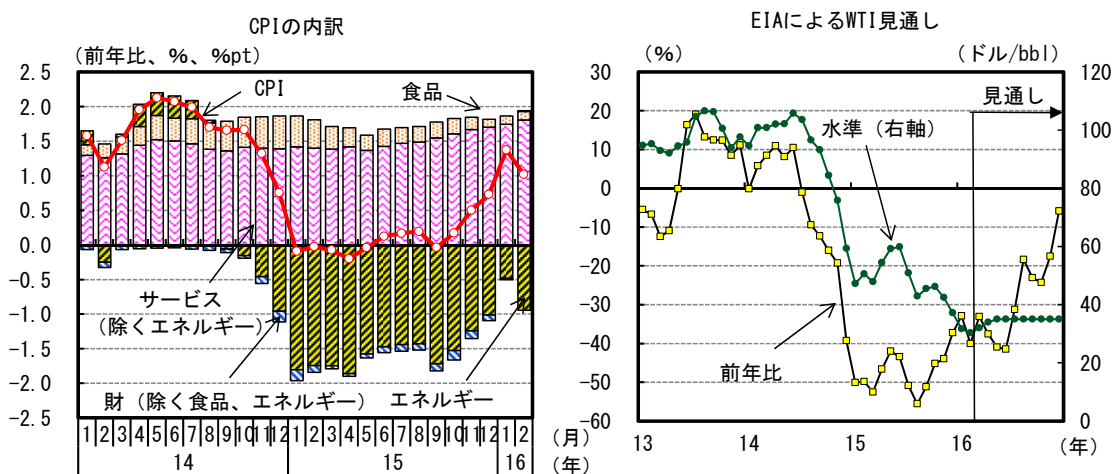
の 554.1 万人と高水準を維持しており、サービス部門を中心に企業の採用意欲は旺盛な状況が続いている。失業率は自然失業率と考えられる水準まで低下していることから、雇用者数の増加ペースが加速するとも考え難いが、雇用者数の増加基調は続く公算が大きい。労働需給はひっ迫した状況が続くとみられ、賃金上昇率も徐々に高まっていく見込みである。

基調的なインフレ率は着実に高まる

2月のCPIは前年比+1.0%となり、前月(同+1.4%)から上昇幅が縮小した。しかし、上昇幅縮小の要因はガソリン価格の下落によってエネルギーのマイナス寄与が拡大したことであり、コアCPI(除く食品、エネルギー)については、同+2.3%と上昇幅が拡大した。コアCPIの内訳を見ると、これまで価格下落が続いてきた衣料品の価格が2014年10月以来の前年比上昇となったことで、財(除く食品、エネルギー)価格は2013年8月以来のマイナス圏脱却となった。また、2015年半ばから上昇幅が拡大傾向にあるサービス(除くエネルギー)についても、医療サービスの価格上昇加速を主因に、前月から上昇幅が拡大している。エネルギー価格の下落によって総合指数に見る消費者物価は押し下げられているものの、基調的なインフレ圧力は着実に高まりつつある。

2月はややトーンダウンしたものの、労働需給のひっ迫により賃金上昇率は加速しつつあり、サービスを中心としたコアCPIは今後も上昇幅を拡大していくとみられる。一方で、エネルギーも含めた総合のCPIについては、当面エネルギー価格が前年比ベースで押し下げに作用することになる。足下40ドル/バレル近辺で推移している原油価格は、2015年の4~6月頃は一時的に持ち直していたため、エネルギーによる前年比マイナス寄与は6月頃までは縮小しづらい。しかし、夏場以降、エネルギーによるマイナス寄与は徐々に縮小していくとみられ、CPIは2016年末頃には前年比2%近辺まで上昇幅が拡大すると見込まれる。

図表3 CPIの内訳、EIAによるWTI見通し



(注) EIAはエネルギー情報局。WTIの見通しは3月の“Short-Term Energy Outlook”による。

(出所) BLS, EIA, Haver Analyticsより大和総研作成

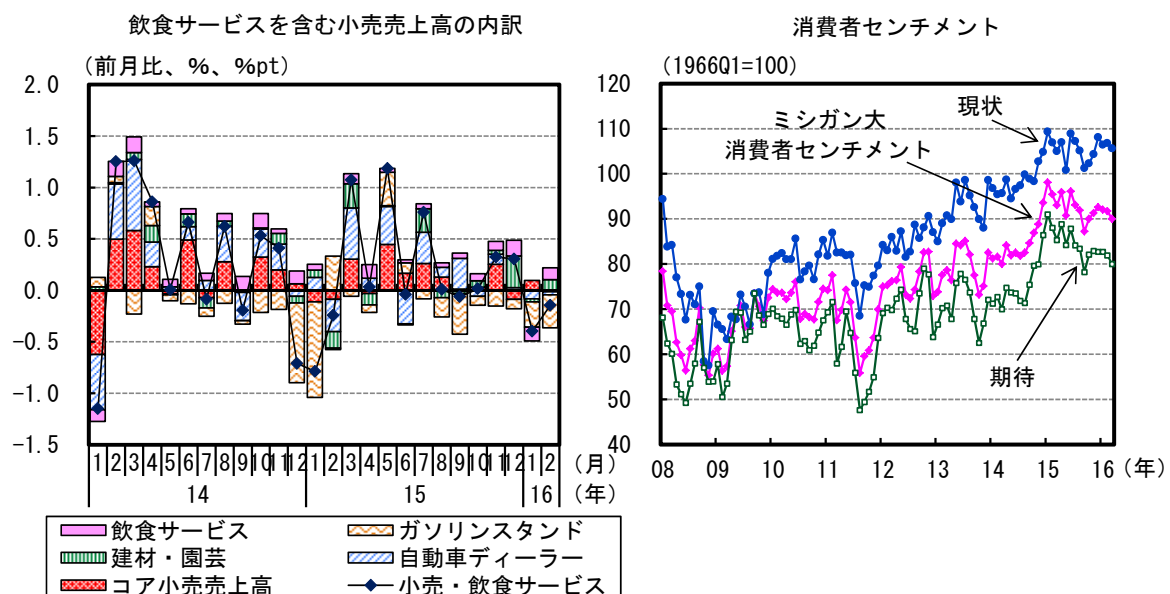
米国の稼働リグ数が直近で下げ止まったように、原油価格が上昇に転じれば、米国内の原油生産が速やかに増加し、原油価格の急激な上昇を抑制する要因となる。しかし、4月にはOPECやロシアを含む産油国が原油の増産凍結に向けた会合が開かれるとの報道があり、原油価格の上昇によって米国のインフレ率も上振れする可能性がある点には留意が必要であろう。

過去分の下方修正で見え方が変わった個人消費

2月の小売売上高（飲食サービス含む）は前月比▲0.1%減少した。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）が、前月から横ばいに留まる中、価格下落によるガソリンスタンドの売上減が続いたことと、自動車ディーラーが2ヵ月連続で減少したことが主な押し下げ要因となった。コア小売売上高の内訳を見ると、ヘルスケアが3ヵ月ぶりの増加に転じたほか、このところ持ち直しつつある衣服・宝飾品が4ヵ月連続の増加となった。一方で、2015年後半から冴えない一般小売が2ヵ月連続で減少したことや、飲食料品の減少が押し下げ要因となっており、コア小売売上高は一進一退の動きが続いている。

なお、今回の小売売上高では、1月分が大幅に下方修正されたため、足下の状況の見え方が大きく変わることとなった。速報段階で前月比+0.2%だった1月の小売売上高（飲食サービス含む）は同▲0.4%へと大幅に下方修正され、速報時点の増加から一転して減少に転じている。また、コア小売売上高についても、同+0.6%という大幅な増加から同+0.2%へと下方修正された。1月分が大きく下方修正された結果、小売売上高は2ヵ月連続の減少となり、個人消費の減速感が強まることとなった。

図表4 小売売上高の内訳、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

消費者マインドの動向を見ると、3月のロイター/ミシガン大消費者センチメント（速報値）は3ヵ月連続で低下し、90.0となった。現状指数、期待指数の双方が前月から低下、とりわけ期待指数の低下幅が大きく全体を下押しした。株価の影響を受けやすいと言われる消費者マインドは、年初から株式市場が大きく下落する中でも、急激な悪化は見られなかった。しかし、特に将来に対する期待に関して、緩やかに低下しつつある。

個人消費は足下でやや減速しているものの、先行きについては雇用・所得環境の改善に沿う形で、緩やかな増加が続くだろう。消費者マインドは徐々に悪化しつつあるが、それでも過去に比べて高い水準を維持しており、個人消費を極端に減速させるほどには悲観的ではないと考えられる。また、年初から下落傾向にあった株価が下げ止まりつつあることも、個人消費の増加をサポートする要因になるだろう。

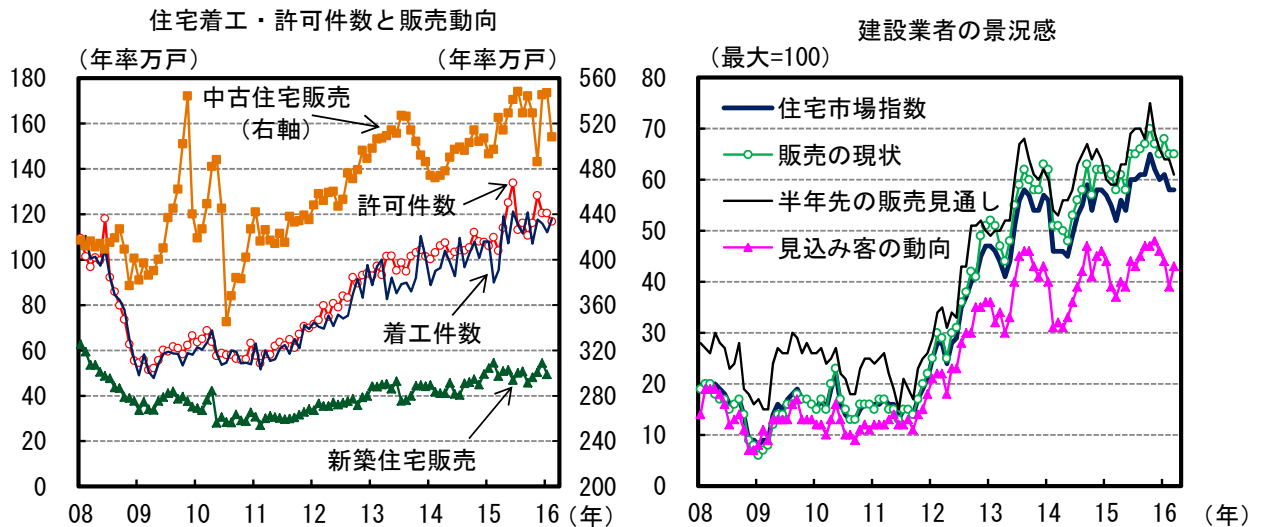
住宅需給ひっ迫による価格上昇が販売の伸びを抑制

2月の住宅着工は前月比+5.2%と3ヵ月ぶりの増加に転じ、年率換算117.8万戸となった。集合住宅は同+0.8%となり、前月の落ち込みに対しては小幅な伸びに留まったものの、一戸建てが同+7.2%と大幅に増加したことが全体を押し上げた。地域別に見ると、北東部で同▲51.3%と大幅に減少したが、これは税制変更に伴う駆け込み需要の反動減とみられる。特殊要因による押し下げがあったことを割り引けば、住宅着工は一層底堅い結果であり、増加基調が続いている。一方で、住宅着工の先行指標となる住宅着工許可件数は同▲3.1%と2ヵ月ぶりに減少し、先行きについてはやや懸念が残る結果となった。住宅建設業者の景況感を見ると、3月のNAHB（全米住宅建設業協会）による景況感指数は前月から横ばいとなった。まだ過去と比べれば高い水準を維持しているものの、2015年後半をピークに低下しつつあり、建設業者の需要見通しも慎重になりつつある。

住宅販売の動向を見ると、2月の中古住宅販売は、前月比▲7.1%と3ヵ月ぶりに減少し、年率換算508万戸となった。2015年10月に導入された住宅ローンに関する規制の影響などから、ここ数ヵ月中古住宅販売の変動が大きくなっているが、均して見ればこのところ増加傾向が頭打ちとなっている。NAR（全米リアルター協会）の報告によれば、価格上昇によって、適度な価格の物件供給が不足していることが住宅販売を押し下げているとされている。販売が大きく減少したことで中古住宅の在庫率は2ヵ月連続で上昇したが、それでもなお低水準にあり、販売価格の中央値は前年比+4.4%上昇と、賃金上昇率を上回る高い伸びが続いている。

住宅価格の上昇は販売を減速させるとともに、住宅供給を押し上げる要因になることから、住宅需給は緩和へ向かい、速すぎる価格上昇ペースは徐々に調整されていくとみられる。失業者数の減少や就業者数の増加など、労働市場の改善が続くことで潜在的な住宅需要は今後も増加が続くと見込まれ、住宅投資の増加基調は今後も続くと考えられる。

図表5 住宅着工・許可件数と販売動向、建設業者の景況感



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

製造業は悪化に歯止め

2月ISM製造業景況感指数は前月から1.3%pt上昇し、2ヵ月連続の上昇となった。基準となる50%は依然下回っているが、2015年央からの悪化に歯止めが掛かりつつある。内訳を見ると1月に大きく改善した新規受注は前月から横ばいとなったものの、生産が3ヵ月連続の上昇、雇用も3ヵ月ぶりの上昇に転じており内容も良好である。また、3月前半までの動向を含むニューヨーク連銀、およびフィラデルフィア連銀の製造業景況感指数は、いずれも前月から大幅に改善し、基準となる0%を上回った。これらの指数は単月の振れが非常に大きいこと、あくまで一地域における景況感であるため割り引いて見る必要があるが、製造業の景況感の底打ちを期待させる結果と言えよう。

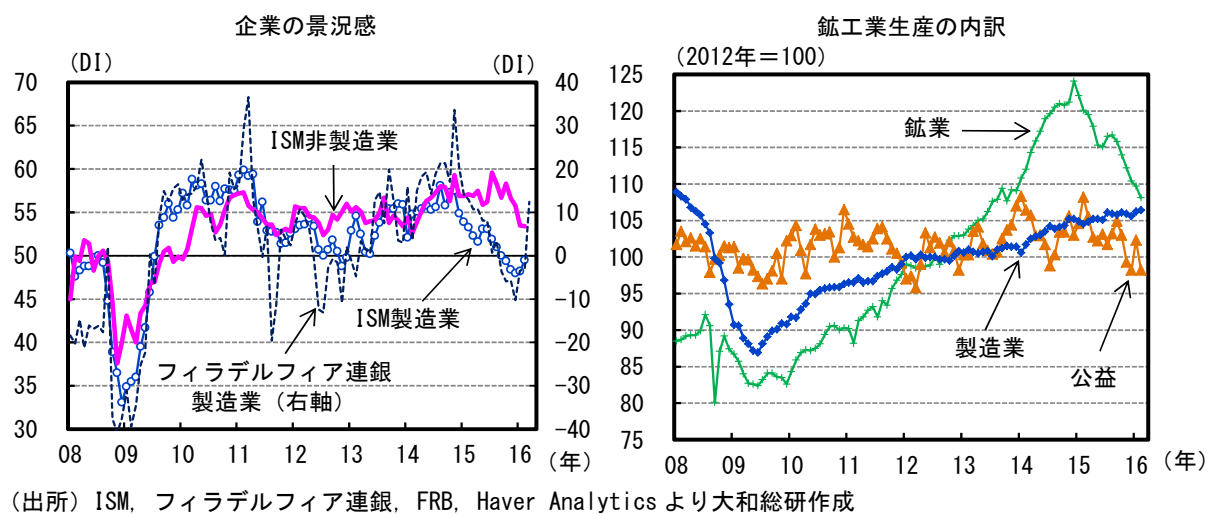
一方、非製造業の景況感については弱い動きが続いている。2月のISM非製造業景況感指数は前月から▲0.1%pt低下し、4ヵ月連続の低下となった。ただし、このところの悪化傾向の背景には原油価格下落による鉱業の景況感悪化が影響していると考えられる。収益環境が著しく悪化している鉱業を含めてもなお、指数水準は53.4%と依然基準となる50%を上回っていると考えれば、それほど悲観的に捉える必要はないだろう。

製造業の景況感下げ止まりの兆しが見られたが、ハードデータについても改善の動きが見られつつある。2月の鉱工業生産は前月比▲0.5%と2ヵ月ぶりの減少に転じたが、これは前月大きく改善していた公益部門の反動減と、鉱業の減産が続いたことが主な要因である。製造業に関しては同+0.2%と2ヵ月連続で増加しており、持ち直しの動きが見られている。製造業の内訳を見ると、ウエイトが大きい飲食品・たばこ、および化学の減少によって非耐久財の生産は減少したが、機械、電子機器、電気機械の増加を主因に耐久財の生産が増加した。

企業の設備投資関連では、2016年1月のコア資本財出荷（国防・民間航空機を除く）は、前月比▲0.4%と2ヵ月ぶりに低下した。他方で、先行指標となるコア資本財受注（国防・民間航

空機を除く)は同+3.4%と大きく増加したが、これは前月の減少からの揺り戻しに過ぎず、資本財出荷・受注は依然横ばい圏の推移から脱していない。また、鉱工業生産の減少によって、2月の設備稼働率は前月から▲0.4%pt 低下し、76.7%となった。引き続き長期平均(1972年～2015年平均:80.0%)を下回る低水準での推移が続いており、能力増強投資が誘発されるような状況とは言い難い。しかし、投資の抑制が続いていた結果、鉱業で漸く生産能力が低下し始めた点は好材料である。鉱業の大幅な投資削減がこれまで設備投資を押し下げる大きな要因となってきたが、ストックが減り始めたことで更なる投資減少の可能性は低下しつつあるとみられる。

図表6 企業の景況感、鉱工業生産の内訳



経済見通し

2015年10-12月期GDPの2次速報では、個人消費が1次速報から下方修正されたものの、在庫投資および外需のマイナス寄与が縮小したことで、実質GDP成長率はわずかに上方修正された。10-12月期の改定に加えて、足下の小売売上高の減速を受けて、個人消費の見通しをやや引き下げたが、米国経済は内需の増加を牽引役に緩やかな景気拡大が続くという基本シナリオに変更はない。

労働市場は着実な改善が続き、家計の雇用・所得環境は非常に底堅い。加えて、個人消費との連動性が高い株価も年初からの混乱が落ち着きつつあり、足下で減速が見られる個人消費は再度増勢を強めることとなろう。雇用・所得環境との循環的な拡大が今後も続くことで個人消費が腰折れするリスクは低く、安定的な成長が見込まれる。

また、悪化傾向が続いてきた製造業の生産や景況感では持ち直しの兆しが見られている。これまで設備投資を下押ししてきた鉱業についても、ストック調整の進展が見られることに加えて、原油価格も幾分持ち直したことで下振れリスクは軽減しつつある。海外経済減速による輸出の停滞や、金融市場の混乱による景気の下振れリスクには引き続き注意が必要だが、それが米国の成長を腰折れさせる可能性は低いであろう。

図表 7 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	0.6	3.9	2.0	1.0	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5				
〈前年同期比、%〉	2.9	2.7	2.1	1.9	2.3	1.9	2.0	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.2	2.4
個人消費	1.8	3.6	3.0	2.0	2.7	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.7	3.1	2.7	2.7
設備投資	1.6	4.1	2.6	-1.9	0.6	1.6	2.3	3.4	2.2	3.5	4.6	5.6	6.2	2.9	1.2	3.2
住宅投資	10.1	9.3	8.2	8.0	6.6	5.5	5.2	4.8	4.5	4.1	3.9	3.4	1.8	8.7	6.7	4.5
輸出	-6.0	5.1	0.7	-2.7	0.9	1.8	2.8	3.3	4.1	4.7	5.0	5.3	3.4	1.1	1.0	4.0
輸入	7.1	3.0	2.3	-0.6	0.6	2.1	2.8	3.4	4.0	4.3	4.6	5.0	3.8	4.9	1.5	3.8
政府支出	-0.1	2.6	1.8	-0.1	0.8	0.3	0.2	0.9	0.5	0.4	0.3	0.1	-0.6	0.7	0.7	0.5
国内最終需要	1.7	3.7	2.9	1.4	2.2	2.3	2.4	2.6	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.8	2.3	2.4
民間最終需要	2.0	3.9	3.2	1.7	2.5	2.7	2.8	2.9	2.7	2.8	2.9	3.0	3.2	3.3	2.6	2.8
鉱工業生産	-0.3	-2.3	2.6	-3.1	0.0	1.8	2.0	2.3	1.9	2.2	2.5	2.8	3.7	1.3	0.3	2.2
消費者物価指数	-2.9	2.4	1.4	0.8	-0.3	1.7	2.3	2.3	2.0	2.2	2.5	2.7	1.6	0.1	1.1	2.2
失業率 (%)	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	6.2	5.3	4.8	4.7
貿易収支 (10億ドル)	-134	-133	-139	-134	-132	-135	-136	-137	-139	-141	-143	-147	-508	-540	-541	-570
経常収支 (10億ドル)	-118	-111	-130	-125	-124	-127	-128	-129	-131	-132	-135	-138	-390	-484	-509	-536
FFレート (%)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	0.25	0.50	1.00	2.00
2年債利回り (%)	0.60	0.61	0.69	0.83	0.85	1.09	1.14	1.31	1.51	1.73	1.94	2.15	0.46	0.69	1.09	1.83
10年債利回り (%)	1.97	2.17	2.22	2.19	1.95	2.29	2.52	2.63	2.82	3.01	3.20	3.40	2.54	2.14	2.34	3.10

(注1) 網掛けは予想値。2016年3月22日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

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