

2016年6月21日 全10頁

米国経済見通し 個人消費の加速と不透明感

緩やかな回復軌道を描いているが、労働市場や政治に不透明感

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]

- 米国経済の現状は、労働市場の先行きに不透明感が台頭する一方で、個人消費は足下で加速の動きが見られており、住宅市場と合わせて堅調である。企業部門に関しては、製造業の企業マインドが徐々に持ち直しつつある一方で、非製造業のマインドには減速が見られている。
- 労働市場の改善ペースが急減速したことを受けて、6月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、想定通り利上げは見送られた。経済と金融政策の先行きを見通すにあたり、5月の雇用統計の落ち込みが一時的であったか否かを確認する必要がある。
- 大統領選で民主党のヒラリー・クリントン前国務長官が指名を確実にした。今後は各党の副大統領候補選びが始まり、候補者の政策内容が明らかになる見込みである。民主・共和両党は、本選に向けて挙党態勢を固めるため、主張や政策の方針を調整するだろう。金融政策にも影響は及び、先行き不透明感が払拭されるまで時間がかかる可能性もある。
- 5月までの経済統計を踏まえると、4-6月期の個人消費は高い伸びとなる公算が大きく、輸出についても底打ちの兆しが見られていることから、4-6月期のGDP成長率は1-3月期から加速すると見込まれる。個人消費主導の成長が続くというシナリオに変更はない。

労働市場の先行き不透明感で利上げ見送り

2016年6月14日-15日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利である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。5月の雇用統計における非農業部門雇用者の増加ペースが急減速したことを受けて、同FOMCでは利上げを見送るとの見方が市場の大勢を占めていたため、政策金利の据え置きは想定通りの結果である。

声明文では、個人消費の持ち直しを主因に経済の現状認識が上方修正された。一方、経済の現状認識以外の部分に関しては、前回合会からほぼ変更されておらず、次回以降の利上げに関するヒントは明示されなかった。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おり、前回見通しから変わっていない。2017年、2018年は年間3回の利上げを見込む形となり、利上げペースは前回見通しで提示されていたものよりも緩やかなものとなった。

前回、4月のFOMCの議事要旨では、4-6月期の経済の回復が示されれば、6月の利上げが適切になる可能性が高いとされ、経済の強さを前提として前向きに利上げが討議されたことになる。事実、5月に公表された4月の小売売上高が良好な結果となって、4-6月期の回復の可能性が高まると、6月利上げが取り沙汰されるようになった。また、6月のFOMCの討議資料となったページブック（地区連銀景況報告）では、5月23日までの経済動向を、大半の地区連銀で「緩慢な成長」としたものの、同時に労働市場の引き締まりが報告されていた。ところが、軟調な5月の雇用統計で労働市場の改善に疑問が投げかけられたことになる。5月の雇用統計の落ち込みが一時的であったか否かを確認する必要があり、6月の雇用統計が従前よりも重要性を増したと言えよう。

実際の経済動向では、労働市場の先行きに不透明感が台頭する一方で、個人消費は足下で加速の動きが見られており、住宅市場と合わせて堅調である。企業の生産活動は緩慢だが、ドル高の一服を受けて製造業の景況感は持ち直しつつあり、低調なままの設備投資も持ち直しに向かうとみられる。4-6月期は高めのGDP成長率が見込まれる。

FRB（連邦準備制度理事会）は、次の政策変更に向けたフリーハンドを維持した格好であるが、再利上げの必要性は低下気味である。再利上げには将来に向けてインフレ率が上昇していくことを期待させるような労働市場の力強さが求められる。7月のFOMCまでに公表される6月分の雇用統計などの結果が望ましいものであれば、利上げ判断に至る可能性がある。7月のFOMCを過ぎると、大統領選などの選挙が近づき、インフレ率が上昇して誰しものが納得できる環境でなければ、政策変更しにくくなってくるだろう。

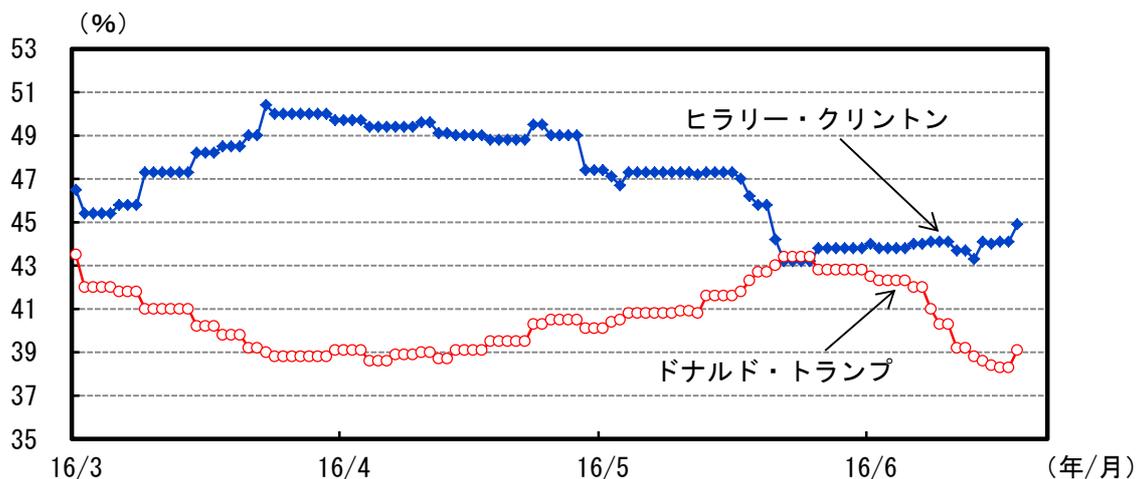
大統領選の指名候補争いは、民主党でヒラリー・クリントン前国務長官が指名を確実にし、主要政党で初の女性大統領候補となった。今後は各党の全国大会（共和党は7月18日-21日、

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 利上げ見通しは年内2回で変わらず」（2016年6月16日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20160616_010981.html

民主党は7月25日-28日)に向けた副大統領候補選びが始まり、本選に向けた各党候補者の政策内容が明らかになってくる見込みである。ところがオバマ大統領がクリントン候補への支持を表明したが、民主党のサンダース候補は選挙戦からの撤退を明示していない。共和党ではトランプ候補に不動産セミナーに関する疑惑や反イスラム感情、人種差別を煽る発言があり、それぞれの党が一枚岩になりきれていない。

クリントン候補とトランプ候補が本選で対峙する構図では、クリントン候補の支持がトランプ候補のそれを上回っているが、どちらも支持しない比率は上昇傾向で両候補ともに不人気である。両候補は挙党態勢を固めるために、今後の主張や政策の方針を調整していくことになる。例えば、従来の共和党の主張と異なるトランプ候補の反自由貿易主義的な主張などが注目されよう。また、積極財政などは金利上昇要因になり得るが、それは金融引き締めの効果をもたらすことになり、金融政策の判断にも影響が及ぶことになる。より具体的な政策が明らかになって、先行きの不透明感が払拭されるまで時間がかかる可能性もある。

図表1 クリントン候補とトランプ候補が対決する場合の支持率



(出所) RealClearPolitics より大和総研作成

労働市場の改善ペースが急減速²

2016年5月の非農業部門雇用者数は前月差+3.8万人となり、国勢調査要因によって減少した2010年9月以降で最も小幅な伸びとなった。雇用者数の増減を部門別に見ると、鉱業での雇用削減が続いたことに加えて、製造業、建設業でも雇用者数が減少し、生産部門の雇用者数は同▲3.6万人と4ヵ月連続で減少した。また、民間サービス部門の雇用者数も同+6.1万人と2012年6月以来の小幅な増加に留まった。米国大手通信業者ベライゾンのストライキという特殊要因が押し下げ要因となったが、これに加えて、卸売業や、専門・企業向けサービス業のうち労働派遣業の雇用が減少しており、特殊要因を割り引いてもサービス部門の雇用者増加ペースは

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「雇用の伸びが失速、6月利上げは見送りへ」(2016年6月6日) 参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20160606_010954.html

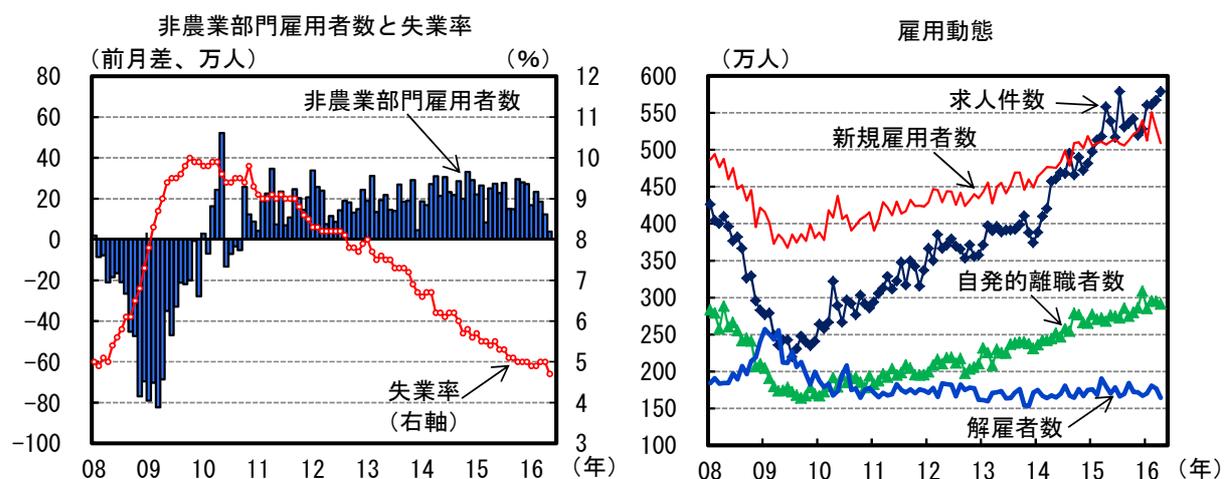
減速している。

一方で、5月の失業率は前月から▲0.3%pt 低下の4.7%となり、急減速した非農業部門雇用者数とは対照的に改善が見られた。ただし、失業率の改善に関しても内容は良くない。失業者数は前月差▲48.4万人と2014年4月以来の減少幅となったが、就業者数はほとんど増えず、非労働力人口が同+66.4万人と大幅に増加した。労働参加率は同▲0.2%pt と2ヵ月連続で低下しており、求職意欲の低下による労働参加率の低下が失業率を押し下げたと考えられる。労働参加率は2015年末から上昇の兆しが見られていたが、足下で腰折れする形となっている。就業者の内訳に関しても、経済的理由でパートタイム就業者となっている人の数が前月差+46.8万人と2012年9月以来の大幅増となっており、労働市場の質の改善は一服する結果となった。

賃金に関して、5月の民間部門の平均時給は前月から5セント上昇、前月比+0.2%となった。前年比変化率は+2.5%と前月と同じ伸びとなり、賃金は安定的な増加が続いているものの、目立った加速感は見られない。また雇用の伸びが鈍化したこともあり、5月の民間部門の総賃金（雇用者数×週平均労働時間×時給）は前月比+0.2%と前月から伸びが縮小した。

企業による労働需要を見ると、4月の求人件数は5ヵ月連続で増加し、2000年12月の統計開始以来の高水準となった。後述するように、個人消費は堅調さを維持しており、個人消費の増加が労働需要を誘発するという状況は変わっていないとみられる。しかし一方で、ISM景況感指数に見る企業の雇用マインドは、製造業で持ち直しつつある半面、雇用者数の大宗を占める非製造業では慎重な姿勢が見られている。企業の労働力は不足しているものの、先行きに対する不透明感から採用を抑制している可能性がある。また、以前から指摘されているように、企業の求人に見合った人材が不足しているという、労働供給不足の問題も影響しているとみられ、労働市場の先行きに関しては不透明感が増しつつある。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、雇用動態



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

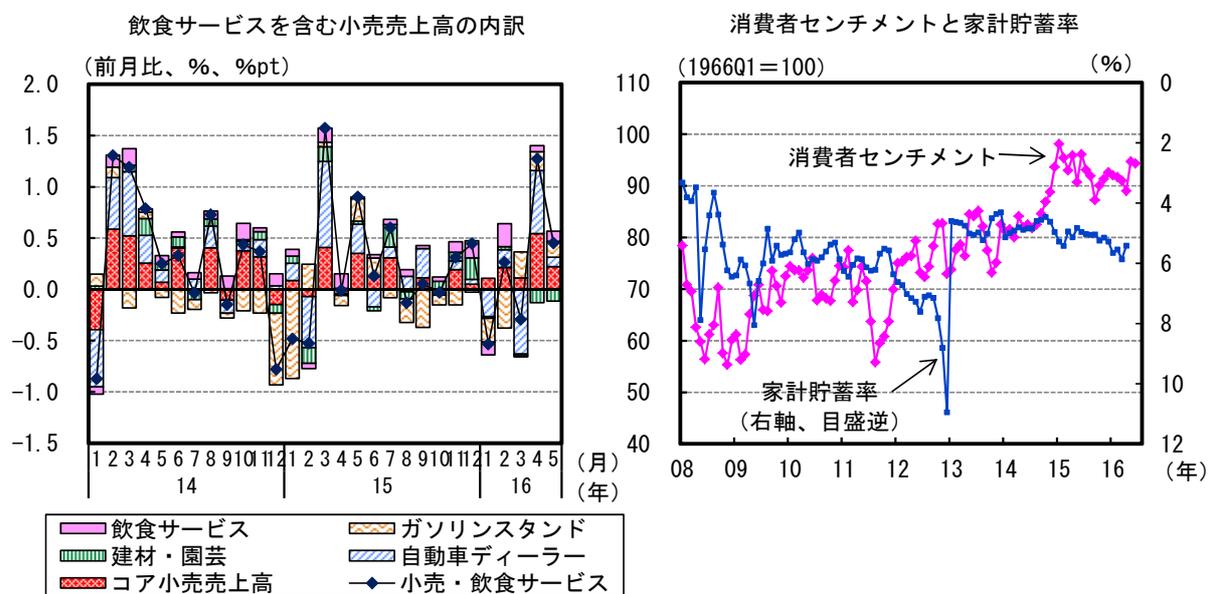
労働市場の減速に反して、個人消費は堅調維持

労働市場の改善ペースに陰りが見られていることは、言うまでもなく米国経済にとって懸念材料である。しかし、そうした雇用・所得環境を背景にしても個人消費は、足下まで堅調な推移が続いている。

5月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.5%と2ヵ月連続で増加した。前月が同+1.3%と高い伸びになったにもかかわらず、目立った反動減などは見られず、増加基調を維持している。業種別では、価格上昇によってガソリンスタンドの売上が増加した他、新車販売の持ち直しにより自動車ディーラーの売上が2ヵ月連続で増加し全体を押し上げた。また、振れの大きい自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除いたコア小売売上高も同+0.4%と7ヵ月連続の増加となり、非常に底堅い。コア小売売上高の最大の押し上げ要因となったのは無店舗販売（同+1.3%）の増加であったが、この他にも飲食料品、衣服・宝飾品、ヘルスケア関連など、幅広い業種の売上が増加した。

個人消費の実態面同様に、消費者マインドも好調を維持している。6月のロイター/ミシガン大消費者センチメント（速報値）は前月差▲0.4pt 低下の94.3%となった。前月からは低下したものの、大幅に上昇した前月から小幅な低下に留まり、高水準を維持している。内訳を見ても、前月の上昇幅が大きかった期待指数が低下に転じたことが全体を押し下げたが、現状指数については3ヵ月連続の上昇、2005年7月以来の高水準を記録した。

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



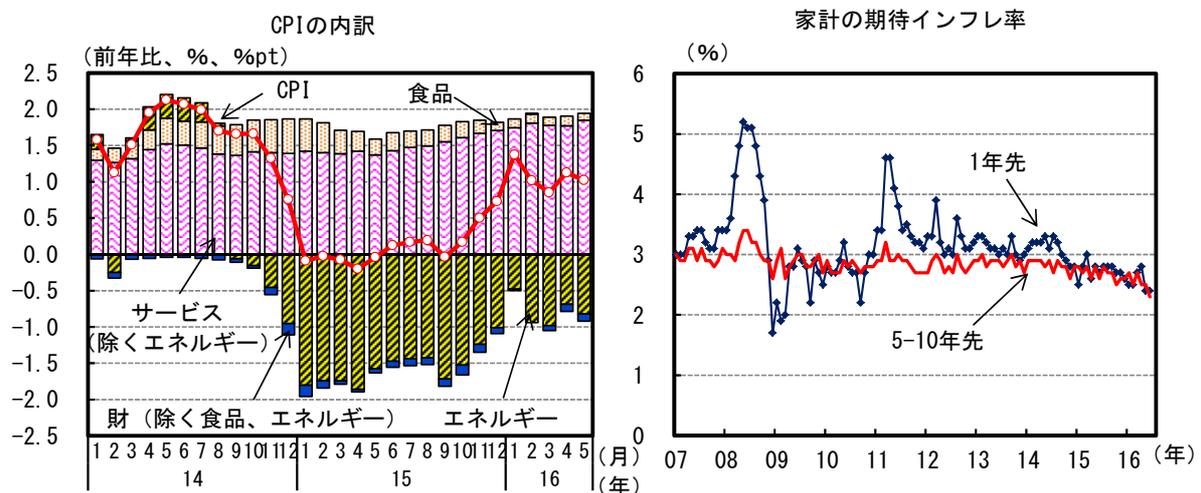
5月までの経済統計を踏まえると、4-6月期の個人消費は1-3月期から大きく加速する見込みであり、一方で所得の伸びは減速するとみられることから、貯蓄率は低下する公算が大きい。

しかし、4月のFOMCの声明文でも言及されていた通り、これまで所得の伸びに対して個人消費の伸びが緩慢であったため、家計の貯蓄率は緩やかに上昇してきた。高水準の消費者マインドに照らせば、貯蓄率には依然低下余地があり、雇用・所得の伸びが減速する中で個人消費が堅調を維持していることに大きな違和感はないと言える。

CPIは緩やかな上昇が続く、エネルギーの下押し剥落で先行きは上昇幅拡大

5月のCPIは前月比+0.2%と3ヵ月連続の上昇となったが、前月から上昇幅は縮小した。食品、エネルギーを除くコアCPIは同+0.2%と前月と同じ伸びとなったものの、エネルギーの上昇幅が前月よりも縮小したことに加えて、食品価格の下落によって、CPI全体の伸びが鈍化した。コアCPIの内訳については、中古車価格の下落を主因に財（除く食品、エネルギー）価格が3ヵ月連続で下落する一方で、サービス（除くエネルギー）に関しては、医療サービス、住居サービスなど幅広い品目の上昇を受けて、前月と同程度の上昇となった。前年比で見たCPI上昇率は+1.0%と前月（前年比+1.1%）からわずかに上昇幅が縮小したが、これは前年の裏が出る形でエネルギーによるマイナス寄与が拡大したためである。コアCPIについては同+2.2%と前月から上昇幅が拡大した。このところ中古車価格の下落によって財（除く食品、エネルギー）価格は低迷が続いているが、サービス（除くエネルギー）価格は徐々に増勢を強めており、5月は前年比+3.2%と2008年9月以来の上昇幅を記録している。

図表4 CPIの内訳、家計の期待インフレ率



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

CPIの先行きを見通すと、原油価格の下落と、ドル高による輸入価格下落という2つの下押し要因が剥落することで徐々に総合指数の前年比上昇幅は拡大していくことになる。他方で、物価との関係が強い賃金上昇率に加速感が見られていないことに加えて、期待インフレ率についてもこのところ低下傾向にある。6月のロイター/ミシガン大調査による家計の期待インフレ率(中央値)は、1年先が2.4%と前月から横ばいとなったものの、5-10年先に関しては同+2.3%

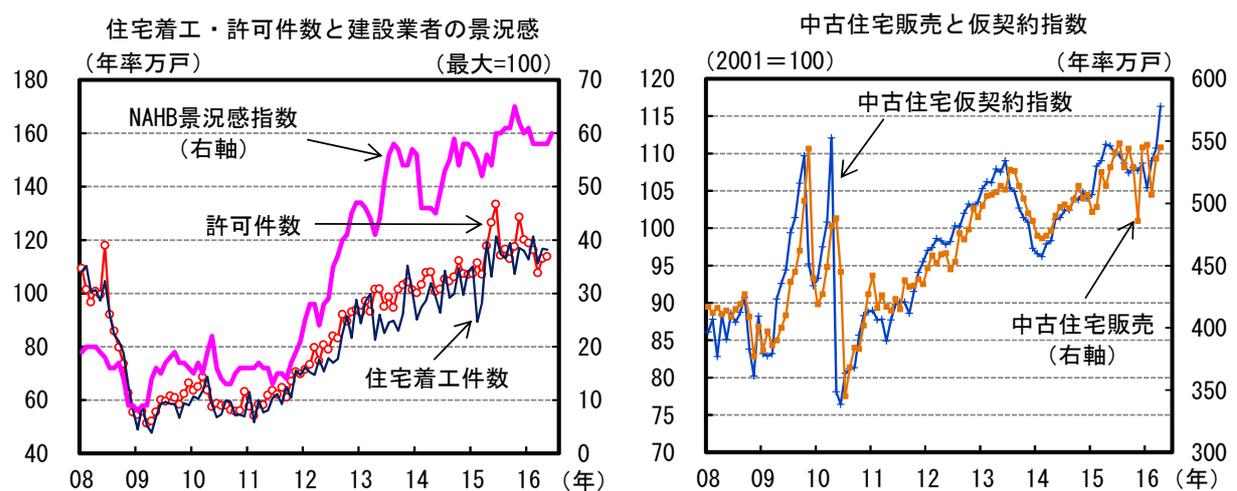
と前月から低下し、過去最低を更新した。原油・為替などの市況要因を除けば、インフレ圧力はさほど強まってはおらず、基調的なインフレが急速に加速する懸念はさほど大きくない。

住宅販売は好調、建設業者の景況感も持ち直し

5月の新築住宅着工戸数は前月比▲0.3%と2ヵ月ぶりに減少し、年率換算116.4万戸となった。一戸建てが同+0.3%と小幅ながら前月から増加する一方、集合住宅の着工が同▲1.2%減少したことが押し下げ要因となった。ただし、減少した集合住宅についても、前月の増加に照らせば減少幅は小さく、さほど悲観的な結果ではない。住宅着工は全体として緩やかな増加基調が続いていると言えよう。着工の先行指標となる建設許可件数は同+0.7%と2ヵ月連続で増加し、年率換算113.8万戸となった。足下では着工件数を下回る水準で推移していることから、着工の上振れを示唆するほどの強さはないものの、2015年末からの減少傾向に歯止めが掛かりつつある。

また、このところ横ばいで推移してきた住宅建設業者の景況感にも持ち直しが見られている点は、住宅市場を見通す上で好材料である。6月のNAHB（全米住宅建設業協会）景況感指数は前月から2pt上昇、5ヵ月ぶりに改善した。指数の内訳を見ると、販売の現状、半年先の販売見通し、見込み客の動向の全てが前月から改善、とりわけ半年先の販売見通し改善幅が大きく全体を押し上げた。販売の現状に対する見方は相対的に慎重な状況が続いているものの、住宅建設業者による需要見通しは改善の動きが見られている。

図表5 住宅着工・許可件数と建設業者の景況感、中古住宅販売と仮契約指数



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

実際の住宅販売の動向を見ると、4月の新築住宅販売は前月比+16.6%と大幅に増加、水準は年率換算61.9万戸と2008年1月以来の高さとなった。また、4月の中古住宅販売も同+1.7%と2ヵ月連続の増加、年率換算545万戸と高水準を維持している。加えて、先行指標となる中古住宅仮契約指数の4月分は同+5.1%と大きく増加し、中古住宅販売の更なる加速を示唆する

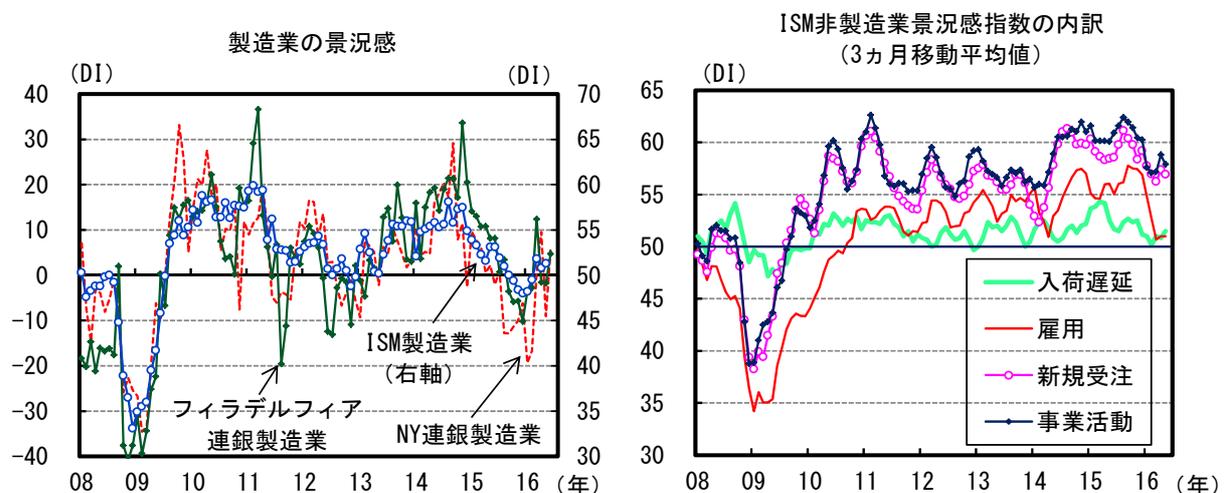
結果となった。好調な販売を背景に住宅価格も上昇が続いている。4月の中古住宅販売価格の中央値は前年比+6.3%上昇、このところ鈍化していた新築住宅販売価格の中央値も同+9.7%と前月から大幅に加速する結果となった。所得を上回るペースでの住宅価格の上昇が続いており、住宅取得能力指数は低下基調が続いている点については、引き続き留意が必要であろう。

製造業の景況感が持ち直す一方で、非製造業の景況感が減速

5月のISM製造業景況感指数は前月から+0.5%pt上昇の51.3%となり、3ヵ月連続で基準となる50%を上回った。内訳のうち、入荷遅延の大幅な上昇が指数の押し上げに寄与しており、景気に先行する新規受注、生産については前月から低下している。しかし、新規受注や生産についても均してみれば年初の落ち込みからは回復傾向にあり、ネガティブに捉えるほど弱いわけでもない。景況感指数の構成指数ではないが、新規輸出受注は前月から横ばいと回復傾向を維持しており、ドル高一服による輸出の下げ止まりも企業マインドの改善につながっているとみられる。6月上旬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による製造業景況感指数は、いずれも前月から改善し基準となる0%を上回った。製造業の景況感は年初の落ち込みから徐々に持ち直しつつある。

他方で、これまで製造業が減速する中で企業部門をけん引してきた非製造業が減速しつつある点は懸念材料である。5月のISM非製造業景況感指数は前月から▲2.8%pt低下の52.9%となった。拡大の基準となる50%は依然上回った状態が続いているものの、2014年2月以来の低水準に留まった。構成指数のうち、事業活動、新規受注、雇用の3系列が前月から低下した。特に雇用については3ヵ月ぶりに基準となる50を下回っており、これはサービス業の雇用者数の伸びが減速していることと整合的である。

図表6 製造業の景況感、ISM非製造業景況感指数の内訳



(出所) ISM, NY 連銀, フィラデルフィア連銀, Haver Analytics より大和総研作成

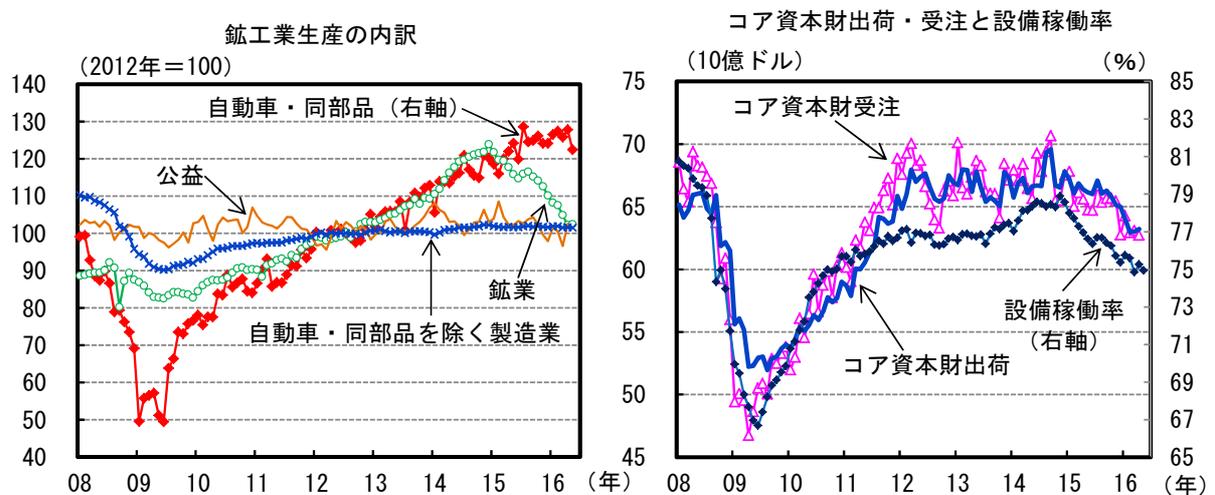
自動車の生産減少が鉱工業生産を押し下げ、設備投資は引き続き軟調

企業活動の実態面に関して見ると、5月の鉱工業生産指数は前月比▲0.4%低下した。製造業についても同▲0.4%の低下となったが、これは自動車・同部品が同▲4.2%と大幅に減少したことが主因である。自動車を除いた製造業については同▲0.1%と前月からわずかに低下、横ばい圏の推移が続いている。製造業以外に関して、公益部門の生産は前月の大幅な増加の反動で同▲1.0%と前月から減少したが均して見れば持ち直しつつある。また、原油価格が下落する中で減産が続いてきた鉱業の生産指数は、原油価格が上昇したことを受けて、同+0.2%と9ヵ月ぶりの上昇に転じた。

生産指数の低下によって、5月の設備稼働率は74.9%となり、前月から▲0.4%pt低下した。2015年初からの低下トレンドに歯止めが掛かるには至っておらず、水準としても引き続き長期平均（1972年～2015年平均：80.0%）を下回る低水準での推移が続いていることから、能力増強を含めた設備投資需要が盛り上がるような状況ではない。機械投資の一致指標である4月のコア資本財出荷は前月比+0.4%増加したが、均してみればなおも軟調な推移が続いている。先行指標となるコア資本財受注についても同▲0.6%となり、持ち直しの兆しは見られておらず、機械投資の先行きは短期的には慎重に見るべきであろう。

しかし、2016年初以降のドル高の一服を受けて、米国製造業の競争力や収益環境は改善しつつあると考えられる。製造業の景況感は持ち直しつつあり、設備投資も徐々に持ち直しに向かうとみられる。また、原油価格が上昇するのに従って、鉱業による生産は漸く下げ止まりの兆しが見られている。鉱業の稼働率はなおも非常に低い水準に留まっていることから、即座に設備投資の増加に結びつくとは考えづらいが、構築物も含めた鉱業関連投資の減少による設備投資の下押しは徐々に緩和へ向かうことが期待されよう。

図表7 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

1-3 月期 GDP 二次速報では、住宅投資、輸出、在庫寄与度が上方修正され、実質 GDP 成長率は一次速報の前期比年率+0.5%から同+0.8%へと上方修正された。上方修正が見込まれていた個人消費については、財消費が上方修正される一方で、サービス消費が下方修正されたことで全体としては一次速報段階と変わらない伸び率となった。今回の改定は景気の先行きに対する見方を変えさせるほどのインパクトはなかった。

小売売上高は4月の大幅な増加に続いて、5月も堅調を維持したため、4-6月期の個人消費は高い伸びとなる公算が大きい。設備投資に関しては依然冴えない動きが続いているものの、輸出についても底打ちの兆しが見られており、4-6月期の GDP 成長率は1-3月期から加速し、高めの成長率となると見込む。7-9月期以降についても、個人消費主導の成長が続くというシナリオに変更はなく、足下の成長率の上振れを主因に2016年の GDP 成長率見通しは前回から+0.2% pt 引き上げ、2.0%とした。

金融政策に関しては、6月のFOMCでは利上げを見送られることとなったが、次回の7月のFOMCでの利上げの可能性は十分に残されていると考えられる。ただし、2016年内の利上げを1回と見込むFOMC参加者が増えたように、利上げの必要性は低下気味で無理に進めることはない。インフレ率の加速が確認できない場合は消費の力強い回復、少なくとも賃金の伸びが加速するなどのデータが確認される必要がある。統計を後追いするような政策対応となるが、7月のFOMCまでに得られる経済統計がFOMCメンバーの見通しに沿った結果であれば利上げ判断に至ると予想する。

図表 8 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	1.4	0.8	3.1	2.5	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4				
〈前年同期比、%〉	2.9	2.7	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9	2.1	2.5	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.0	2.3
個人消費	1.8	3.6	3.0	2.4	1.9	4.2	3.2	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.7	3.1	2.9	2.8
設備投資	1.6	4.1	2.6	-2.1	-6.2	-0.1	1.0	1.8	2.6	3.5	4.4	5.3	6.2	2.8	-1.2	2.6
住宅投資	10.1	9.3	8.2	10.1	17.1	4.3	5.2	4.8	4.5	4.1	3.9	3.4	1.8	8.9	9.4	4.4
輸出	-6.0	5.1	0.7	-2.0	-2.0	2.4	2.0	2.1	2.8	3.4	3.9	4.3	3.4	1.1	0.3	2.9
輸入	7.1	3.0	2.3	-0.7	-0.2	0.9	2.1	2.9	3.6	3.8	4.3	4.6	3.8	4.9	0.9	3.3
政府支出	-0.1	2.6	1.8	0.1	1.2	0.7	0.2	0.9	0.6	0.4	0.4	0.2	-0.6	0.7	0.9	0.5
国内最終需要	1.7	3.7	2.9	1.7	1.2	3.1	2.5	2.3	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	2.0	1.2	3.6	3.0	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9	3.2	3.3	2.5	2.8
鉱工業生産	-1.9	-2.7	1.5	-3.3	-1.6	-1.0	1.7	1.6	1.8	2.1	2.3	2.5	2.9	0.3	-0.9	1.7
消費者物価指数	-2.9	2.4	1.4	0.8	-0.3	2.6	2.3	1.9	1.7	2.1	2.0	2.3	1.6	0.1	1.3	2.0
失業率 (%)	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6	6.2	5.3	4.8	4.6
貿易収支 (10億ドル)	-127	-124	-126	-124	-122	-120	-120	-122	-123	-125	-127	-130	-490	-500	-484	-505
経常収支 (10億ドル)	-115	-112	-123	-113	-125	-122	-123	-125	-125	-126	-128	-131	-392	-463	-494	-510
FFレート (%)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	0.25	0.50	1.00	1.75
2年債利回り (%)	0.60	0.61	0.69	0.83	0.84	0.78	1.01	1.20	1.23	1.44	1.66	1.89	0.46	0.69	0.95	1.55
10年債利回り (%)	1.97	2.17	2.22	2.19	1.92	1.77	1.99	2.17	2.20	2.40	2.61	2.83	2.54	2.14	1.96	2.51

(注1) 網掛けは予想値。2016年6月20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