

2017年6月20日 全9頁

米国経済見通し インフレ動向を注視

インフレ率の減速は悪いことではない

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 金融政策の先行きはあくまで経済指標次第というスタンスが続くとみられるが、とりわけインフレ率の動向が今後の金融政策を左右すると考えられる。更なる金融引き締めが実施されるためには、足下で減速しているインフレ率が再び、目標である2%へと加速していくという確信が得られる必要がある。そのためには少なくとも数ヵ月間はインフレ関連指標を見極める必要があるとみられる。
- このところインフレ率が減速する一方、1-3月期の景気減速から持ち直しの動きが見られ、足下の米国経済は総じて底堅い。足下までの経済統計を踏まえると、4-6月期は個人消費の伸びが高まることを主因にGDP成長率が再加速する見通しである。1-3月期に高い伸びとなった設備投資、住宅投資の伸びは縮小が見込まれるものの、増加は維持し、引き続き成長率を押し上げると見込まれる。
- インフレ率が緩慢な上昇に留まっていることは、金融政策の正常化という文脈では懸念材料だが、景気にとってはむしろポジティブな要因と捉えることができる。また、景気拡大が続く一方でインフレ率の加速が見られず、それによって金融引き締めが先送りされれば、景気拡大の持続性が高まり、資産価格にとって望ましい状況が続くことになる。
- 資産市場でのバブルの発生もFRBにとって望ましいことではない。つまり、仮にインフレ率がここから加速しなかったとしても、株式市場などの資産市場が過熱しているとFRBが判断した場合には、それを理由に引き締め動く可能性があろう。バブルを抑制するための政策としては、追加利上げではなくバランスシートの縮小が選択される可能性がある。

次の利上げはインフレ率次第、ただし資産価格にも留意

2017年6月13日～14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%pt引き上げ、1.00-1.25%とすることが決定された¹。利上げについては、金融市場で事前にほぼ確実視されていたため、サプライズのない結果となった。

6月のFOMCでの注目点であった次回以降の利上げペースに関して、FOMC後に公表されたドットチャートでは、2017年内にもう1回の利上げが見込まれていることが明らかになった。2018年についても3回の利上げが見込まれ、前回3月時点から見通しはほとんど変更されなかった。また、もう1つの注目点であった、FRB（連邦準備制度理事会）のバランスシート縮小については、FOMC参加者の想定通りに経済の改善が続いた場合には、2017年内に開始することが声明文で明言された。しかし、次回利上げのタイミング、およびバランスシート縮小の開始の具体的な時期に関する言及はなかった。

金融政策の先行きはあくまで経済指標次第というスタンスが続くとみられるが、とりわけインフレ率の動向が今後の金融政策を左右すると考えられる。インフレ率はこのところ減速が見られ、6月のFOMCの声明文では、経済全体に対する評価が上方修正される一方で、インフレ率に対する見方は慎重さを増す表現へと改められた。また、見通しのリスクバランスに関して、「世界経済や金融動向」が削除され、「物価指標を注意深く監視する」と変更されたことから、インフレ率の下振れが最大のリスク要因になっていることがうかがえる。

FOMC後の会見でイエレン議長が言及したように、足下のインフレ率の下振れには、携帯電話サービスや処方薬価格の下落といった一時的要因が影響していると考えられる。しかし、5月のCPI（消費者物価指数）では、幅広い品目で物価の減速が見られており、先行きの不透明感は強い。更なる金融引き締めが実施されるためには、足下で減速しているインフレ率が再び、目標である2%へと加速していくという確信が得られる必要がある。そのためには少なくとも数ヵ月間はインフレ関連指標を見極める必要があるとみられる。大和総研では従来、9月の追加利上げを見込んでいたが、今回の利上げ予想を12月へと先送りする。

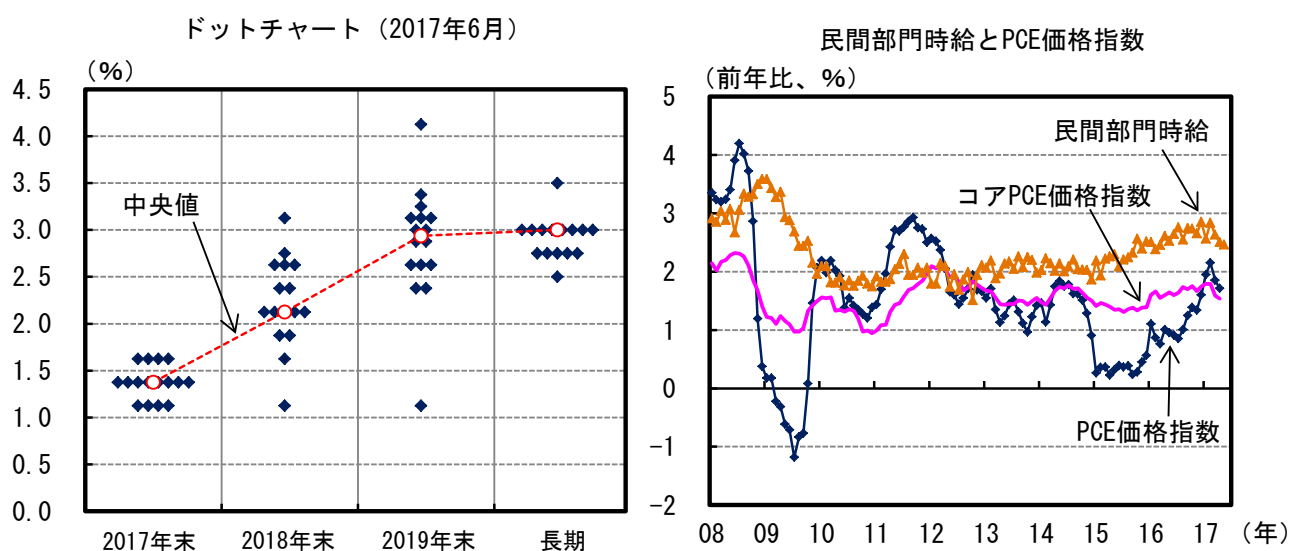
ただし、このところインフレ率が減速する一方、1-3月期の景気減速から持ち直しの動きが見られ、足下の米国経済は総じて底堅い。インフレ率が緩慢な上昇に留まっていることは、金融政策の正常化という文脈では懸念材料だが、景気にとっては必ずしも悪いことではない。また、景気拡大が続く一方でインフレ率の加速が見られず、それによって金融引き締めが先送りされれば、景気拡大の持続性が高まり、資産価格にとって望ましい状況が続くことになる。

もちろん資産市場でのバブルの発生もFRBにとって望ましいことではない。つまり、仮にインフレ率がここから加速しなかったとしても、株式市場などの資産市場が過熱しているとFRBが判断した場合には、それを理由に引き締め動く可能性があるだろう。FRBはこれまでも例えば農

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「FOMC 利上げを決定、年内あと1回の見通し」（2017年6月15日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170615_012068.html

地価格やハイイールド債、商業用不動産など、各種資産市場における過熱感を指摘し、バブルを未然に防いできたという経緯がある。そして、バブルを抑制するための政策としては、追加利上げではなくバランスシートの縮小が選択される可能性がある。バランスシートの縮小は債券需給に直接働きかけるため、利上げよりも資産市場に与える影響が大きくなると考えられる。当然、2013年のテーパー・タントラムのような市場の混乱は回避する必要があることに加え、今回示された方針によれば、一度バランスシートの縮小を開始すると1年間は機械的に縮小規模が拡大されることになっているため、金融市場に事前に十分織り込ませる必要がある。しかし、今後のインフレ率、資産市場の動向次第で、バランスシート縮小に早期に踏み切る可能性を考慮しておく必要があるだろう。

図表1 ドットチャート、民間部門時給とPCE価格指数



労働需給は引き続きタイト、雇用者数の伸びは鈍化²

5月の非農業部門雇用者数は前月差+13.8万人と前月から減速した。3ヵ月移動平均も同+12.1万人と3ヵ月連続で伸びが鈍化、2012年7月以来の低さとなっており、雇用者数の増加ペースは減速傾向を示している。ただし、足下の雇用者数増加ペースでも、人口動態による労働力人口の増加を吸収するには十分と考えられ、雇用者数の伸びの鈍化を悲観的に捉える必要はないだろう。

5月の失業率は前月から▲0.1%pt低下の4.3%となり、2001年5月以来の低水準を記録した。

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「失業率が一層低下も、賃金は停滞」(2017年6月5日) 参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20170605_012038.html

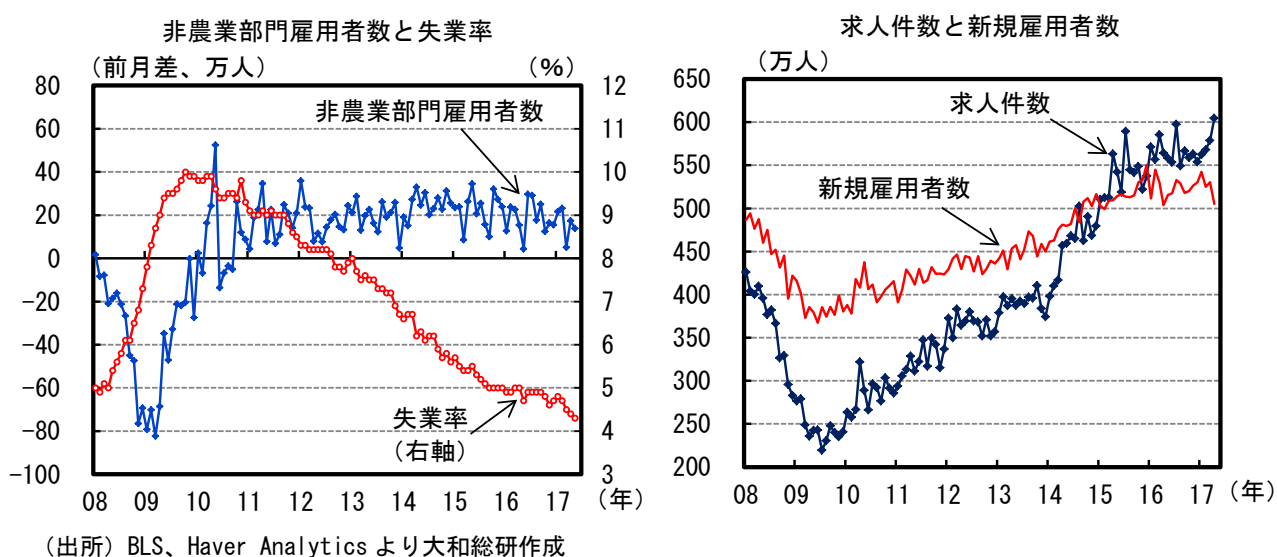
失業率変化の内訳を見ると、今回失業率を押し下げる主な要因となったのは労働参加率の低下である。非労働力人口は前月差+60.8万人と大幅に増加し、労働参加率は同▲0.2%ptと2ヵ月連続で低下した。失業者数は同▲19.5万人と4ヵ月連続で減少したものの、就業者数も同▲23.3万人と大きく減少しており、これまで職についていた人が労働市場から退出したことが労働参加率、失業率を押し下げる形となった。5月の失業率の改善については必ずしも良い内容ではないが、失業率は自然失業率近傍まで低下し、労働需給は非常にタイトな状況が続いている。

賃金動向に関して見ると、5月の民間部門の平均時給は前月から4セント上昇、前月比+0.2%となった。民間部門時給の前年比変化率は+2.5%と前月からほぼ変わらなかったが、このところ鈍化傾向が続いている。労働需給のひっ迫感が強まる中でも、賃金上昇率が再加速する兆しは見られていない。

このところの雇用者数の伸びの減速は、失業率が低下し完全雇用が達成されつつあるということに鑑みると自然なものと捉えられる。4月の求人件数は前月比+4.5%と4ヵ月連続で増加、統計公表以来の最高値を更新した。しかし、高水準を維持する求人数とは対照的に、新規雇用者数の伸びはこのところ減速感が強まっている。完全雇用が達成されつつあることに加え、ハイスキルな職種を中心に労働需給のミスマッチは深刻さを増しているとみられ、雇用者数の増加ペースは先行きも減速していくとみられる。

他方で、労働需給のひっ迫が高まることで、足下で減速が見られる賃金については徐々に上昇率を高めていくことが期待される。FRBによるページブック（地区連銀経済報告）やISMによるコメントなどでは、幅広い業種、職種で労働需給のひっ迫と、それによる賃金上昇圧力に関する言及が増えており、賃金上昇率の鈍化が続くとは考え難い。

図表 2 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と新規雇用者数



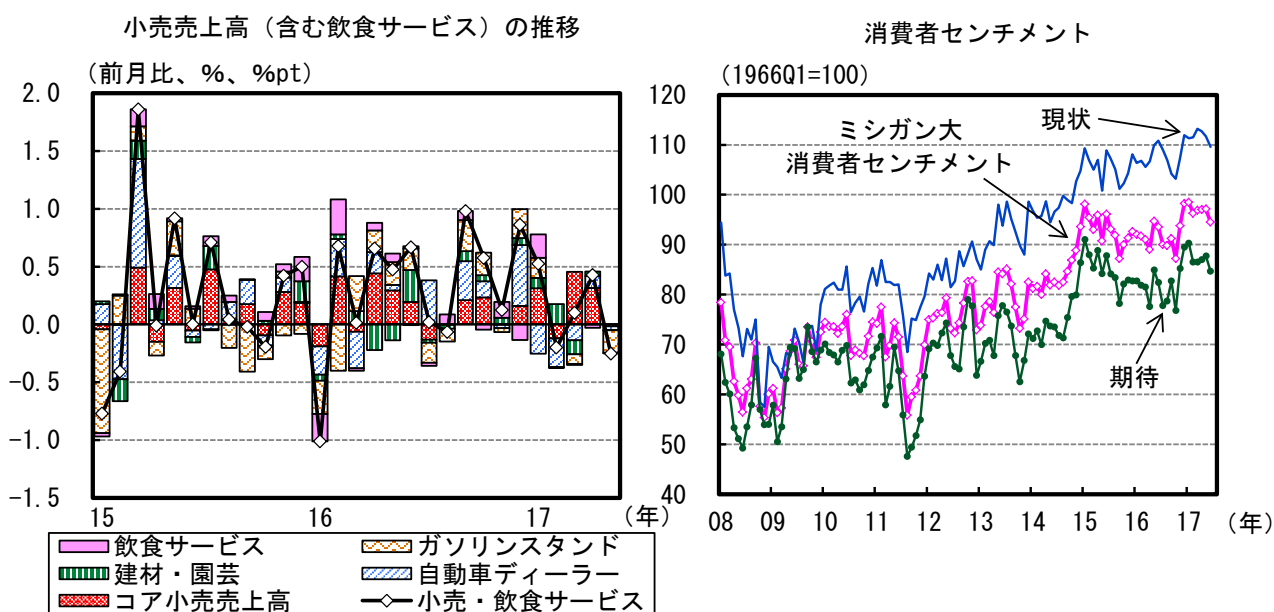
5月の小売売上高は軟調

5月の小売売上高（飲食サービス含む）は、前月比▲0.3%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。価格下落によりガソリンスタンドが同▲2.4%減少したことが最大の下押し要因になったが、これに加えて自動車・同部品（同▲0.2%）、家電量販店（同▲2.8%）一般小売（同▲0.3%）など、幅広い業種で売上が減少した。増加トレンドが続く無店舗販売は同+0.8%と堅調さを維持したものの、振れが大きい業種を除いたコア小売売上高は同▲0.0%（小数点第2位まで計算すると、同▲0.03%）と3ヵ月ぶりに減少しており、5月の小売売上高は総じて軟調な結果であった。

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▲2.6ptと4ヵ月ぶりに低下した。大統領選挙後に大幅に上昇した消費者マインドは、足下では緩やかに低下している。指数の内訳を見ると、現状指数、期待指数の双方が前月から低下したが、とりわけ期待指数の低下幅が大きく全体を押し下げた。統計公表元であるミシガン大学によれば、民主党支持者による政策に対する反発が強まっていることに加え、共和党支持者の間においても政策の実現性が低下しているという見方が広まったことが、消費者マインドを押し下げたとしている。また、コミー前 FBI 長官による議会証言が行われた6月8日以降、消費者センチメントが大きく低下したとされており、7月以降、消費者マインドが一層低下する可能性が高まっている。

消費者マインドは足下で減速しつつも、過去に比べれば水準は決して低くない。また、個人消費の裏付けとなる雇用・所得環境の改善は先行きも続くと思われることから、個人消費は緩やかな増加が続くと見込まれる。しかし、既述したように雇用者数の伸びの減速が見込まれることに加え、消費者マインドの更なる悪化が続くとなれば、先行きの個人消費の伸びは減速を免れないだろう。

図表3 小売売上高の推移、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

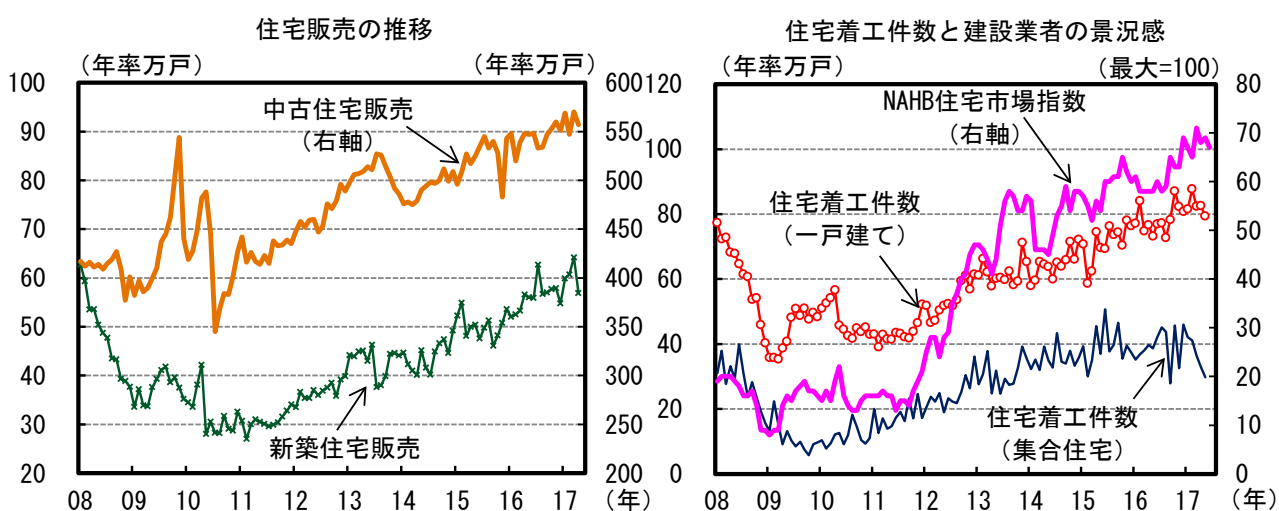
住宅市場は販売、着工ともに減速

4月の中古住宅販売は、前月比▲2.3%減少、年率換算 557 万戸となった。また、中古住宅販売の先行指標となる4月の中古住宅仮契約指数も、同▲1.3%と2ヵ月連続で低下し、冴えない結果となった。販売が減少した結果、4月の在庫は同+7.2%増加、在庫率は4.2ヵ月と2016年10月以来の高さとなり、在庫率に見る中古住宅の需給は足下でやや緩和の兆しが見られている。しかし、それでもなお在庫率は過去に比べて非常に低い水準にあり、中古住宅販売価格の中央値は前年比+6.0%と、賃金を上回るペースでの上昇が続いている。

住宅供給面に関して、5月の新築住宅着工は前月比▲5.5%と3ヵ月連続で減少し、年率換算 109.2 万戸と 2016 年 9 月以来の低水準となった。このところの減速が顕著な集合住宅が同▲9.7%と5ヵ月連続で減少したことに加え、一戸建てについても同▲3.9%と2ヵ月ぶりの減少に転じている。また、新設住宅着工の先行指標となる建設許可件数も同▲4.9%と2ヵ月連続で減少した。建設許可件数は年率換算 116.8 万戸と着工件数を上回っているものの、このところ減速傾向にあり、住宅着工の停滞を示唆している。

6月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、前月差▲2ptと2ヵ月ぶりに低下したが、水準は依然高く、建設業者による住宅販売需要見込みは依然楽観的である。住宅販売、着工ともに足下で減速感が強まっているが、こうした減速の背景には、需要の減少ではなく、供給要因が影響しているとみられる。NAHBは、熟練労働者や用地不足に対する懸念を示し、NAR（全米リアルター協会）も、供給不足が販売を抑制する要因となっていると指摘している。労働市場の改善を背景に住宅需要は先行きも底堅く推移すると考えられるが、供給不足の解消は容易ではないとみられ、更なる価格上昇、住宅販売の減速リスクは高まっている。

図表 4 住宅販売の推移、住宅着工件数と建設業者の景況感



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

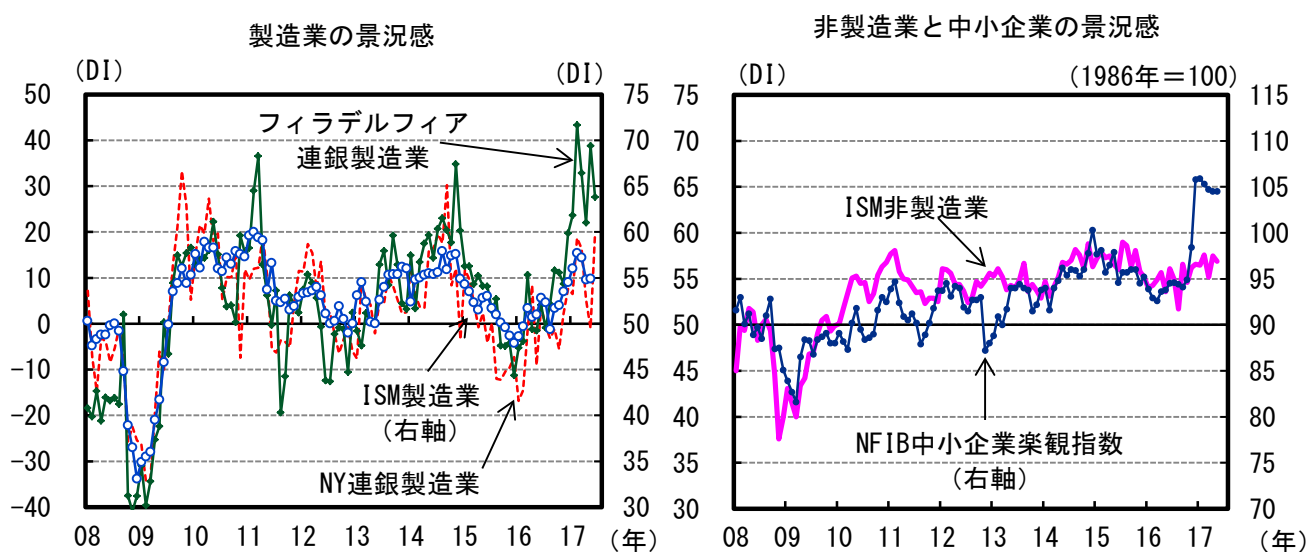
企業マインドは総じて底堅い

企業部門に関して、5月のISM製造業景況感指数は前月差+0.1%ptと3ヵ月ぶりに上昇し、54.9%となった。構成指数のうち、生産、入荷遅延の2系列が低下したものの、新規受注、雇用、在庫の3系列が前月から改善した。ただし、前月からの改善幅は非常に小幅であり、製造業の景況感は大きく改善していた年初からは減速していると言える。一方で、6月上旬までの動向を含む地区連銀によるサーベイを見ると、ニューヨーク連銀による製造業景況感指数は4ヵ月ぶりに改善し、2014年9月以来の高水準となった。フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は前月の大幅な改善から一転して低下したが、それでも非常に高い水準を維持しており、製造業の景況感の再加速を期待させる内容となっている。

5月のISM非製造業景況感指数は前月差▲0.6%pt低下の56.9%となった。構成指数のうち、前月改善した事業活動、新規受注、入荷遅延の3系列が低下に転じたことが押し下げ要因となった。他方、雇用については前月差+6.4%ptと大幅に改善しており、このところの停滞から持ち直す結果となっている。指数全体としては前月から悪化したものの、非製造業の景況感は安定して基準となる50%を上回っていることに加え、均して見た加速傾向が持続している。

5月のNFIB中小企業楽観指数は前月から横ばいとなり、ここ3ヵ月続いていた低下に歯止めが掛かった。とはいえ、大統領選挙後の大幅な改善に照らせば、中小企業のマインドはなおも非常に明るい状態が続いている。統計公表元のNFIB（全米独立事業者協会）によれば、政策に対する期待、とりわけ税制改革やヘルスケア改革に対する期待の大きさが、楽観的な見通しに繋がっていると指摘されている。ただし、このところ政策議論が停滞し、政策実現の見込みが立っていないことを踏まえると、中小企業のマインドが悪化し、実体経済にも悪影響を及ぼすリスクには注意が必要であろう。

図表5 製造業の景況感、非製造業と中小企業の景況感



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

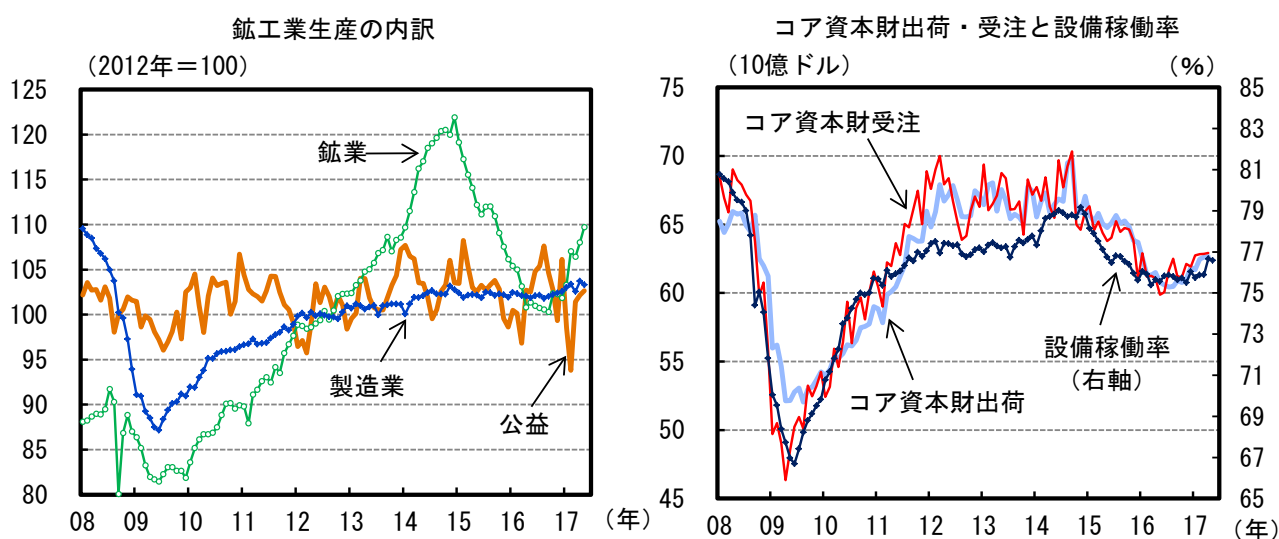
製造業の生産は改善一服も、均せば持ち直し基調継続

5月の鉱工業生産は前月比横ばいとなった。全体の約75%を占める製造業は同▲0.4%と、前月の大幅な上昇の反動で低下に転じたが、鉱業が同+1.6%、公益が同+0.4%と上昇したことが全体を下支えした。製造業の低下は前月が非常に高い伸びとなったことの反動とみられ、均して見た持ち直しは続いている。単月の低下を過度に悲観視する必要はないだろう。

前月から低下した製造業の内訳を見ると、自動車・同部品（前月比▲2.0%）、金属製品（同▲0.7%）、一次金属（同▲1.4%）など、耐久財関連製造業の生産指数が幅広く低下し全体を押し下げた。非耐久財関連でも、飲食料品・たばこ（同▲0.4%）、紙・同製品（同▲0.7%）、印刷（同▲1.2%）など、前月から低下した業種が多かったが、全体に占めるウェイトが高い化学が同+1.1%と上昇したことで、非耐久財関連製造業全体としては、同+0.1%とわずかながら上昇を維持した。

鉱工業生産が横ばいに留まったことに加えて、鉱工業の生産能力は前月比+0.1%増加したため、5月の設備稼働率は前月から▲0.1%pt 低下の76.6%となった。このところの改善傾向が一服する形となったが、前月の大幅な上昇に鑑みれば、持ち直し基調は続いている。鉱工業全体の稼働率は長期平均（1972年～2016年平均：79.9%）を下回っているため、能力増強投資に対する必要性は大きくないとみられる。しかし、自動車・同部品など、稼働率が既に長期平均を上回る業種も散見され、それらの業種を中心に設備投資需要は着実に持ち直しつつある。足下の設備投資関連指標を見ると、機械設備投資の一致指標であるコア資本財出荷の4月分は前月比+0.1%と、小幅ながら3ヵ月連続の増加を維持し、先行指標となるコア資本財受注も同+0.1%と4ヵ月連続で増加、緩やかな増加基調を維持している。

図表6 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

5月26日に公表された1-3月期GDP改定値では、実質GDP成長率が速報値段階での前期比年率+0.7%から、同+1.2%へと上方修正された。上方修正の主な要因となったのは個人消費、設備投資が上方修正されたことである。ただし、上方修正を踏まえても個人消費の減速を主因にGDP成長率が1-3月期に減速したという姿は大きくは変わっていない。

足下までの経済統計を踏まえると、4-6月期は個人消費の伸びが高まることを主因にGDP成長率が再加速する見通しである。1-3月期に高い伸びとなった設備投資、住宅投資の伸びは縮小が見込まれるものの、増加は維持し、引き続き成長率を押し上げると見込まれる。

7-9月期以降の経済見通しのシナリオに関して、前回見通しから基本的には変更はない。完全雇用が近づくのに伴って、雇用者数の伸びは鈍化していく見通しであり、個人消費、住宅投資の家計関連需要の伸びは徐々に縮小していくことになろう。一方で、海外経済の回復に伴う外需の持ち直しや設備投資需要の加速が、家計関連需要の減速を補うと予想する。2017年の実質GDP成長率見通しは従来の前年比+2.1%から同+2.2%へと上方修正したが、これは主に1-3月期の実績値が上方修正されたことによる。

図表7 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	0.8	1.4	3.5	2.1	1.2	3.0	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2				
〈前年同期比、%〉	1.6	1.3	1.7	2.0	2.0	2.4	2.1	2.2	2.5	2.3	2.2	2.2	2.6	1.6	2.2	2.3
個人消費	1.6	4.3	3.0	3.5	0.6	3.1	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2	3.2	2.7	2.5	2.4
設備投資	-3.4	1.0	1.4	0.9	11.4	4.2	4.4	4.7	4.8	4.7	4.9	5.1	2.1	-0.5	4.8	4.7
住宅投資	7.8	-7.7	-4.1	9.6	13.8	4.5	4.5	4.2	4.1	3.9	3.7	3.5	11.7	4.9	5.7	4.1
輸出	-0.7	1.8	10.0	-4.5	5.8	1.5	2.5	2.9	3.8	3.9	4.0	4.0	0.1	0.4	2.7	3.4
輸入	-0.6	0.2	2.2	9.0	3.8	2.4	3.5	3.7	4.1	4.3	4.5	4.8	4.6	1.2	4.0	4.0
政府支出	1.6	-1.7	0.8	0.2	-1.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	1.8	0.8	-0.2	0.2
国内最終需要	1.2	2.4	2.1	2.8	2.1	2.8	2.6	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	3.1	2.1	2.5	2.4
民間最終需要	1.1	3.2	2.4	3.4	2.7	3.3	3.0	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	3.3	2.3	3.0	2.8
鉱工業生産	-1.3	-0.7	0.8	0.7	1.5	5.5	3.4	1.9	2.3	2.2	2.2	2.3	-0.7	-1.2	2.1	2.5
消費者物価指数	0.1	2.3	1.8	3.0	3.1	-0.1	2.1	2.3	2.5	2.8	2.8	2.6	0.1	1.3	2.1	2.3
失業率(%)	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	5.3	4.9	4.4	4.3
貿易収支(10億ドル)	-126	-124	-121	-134	-139	-142	-146	-148	-149	-153	-156	-160	-500	-505	-575	-618
経常収支(10億ドル)	-133	-120	-116	-112	-120	-122	-127	-126	-126	-127	-129	-129	-463	-481	-495	-511
FFレート(%)	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	2.00	2.25	0.50	0.75	1.50	2.25
2年債利回り(%)	0.84	0.77	0.73	1.01	1.24	1.30	1.45	1.68	1.82	1.88	2.10	2.33	0.69	0.84	1.42	2.03
10年債利回り(%)	1.92	1.75	1.56	2.13	2.44	2.28	2.38	2.62	2.78	2.82	3.03	3.24	2.14	1.84	2.43	2.97

(注1) 網掛けは予想値。2017年6月19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