

2018年5月22日 全10頁

米国経済見通し 金利上昇による減速リスク

金利上昇は個人消費、住宅投資の増加ペースを抑制

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]

- 米国ではこのところ長期金利が上昇基調を強めている。10年債利回りは5月16日には、一時3.1%に到達し、2011年7月以来の高水準を記録した。長期金利上昇の背景にある最大の要因は、原油価格の上昇などによってインフレ率が加速する可能性が高まり、FRB（連邦準備制度理事会）による利上げの織り込みが従来よりも進んだことである。
- 加えて、長短金利差の縮小傾向が止まっており、長期的な経済成長に対する見方が強気に修正されたことも長期金利上昇の一因になっていると解釈できる。だが一方で、足下の長期金利の上昇は景気の引き締め作用するとみられ、将来的な景気減速につながるリスクは高まっている。
- 企業部門については、潤沢なキャッシュフローを背景に、そもそも借入による資金調達ニーズが大きいことから、金利上昇によるマイナスの影響はさほど大きくならないと考えられる。他方、家計部門に関しては、金利の上昇が借入を前提とした耐久財消費や住宅購入の重荷になろう。雇用・所得環境の改善が続く見込みであることに鑑みれば、耐久財消費や住宅投資の増加基調は続く見込まれるものの、金利上昇によってその増加ペースが抑えられる公算が大きい。
- 利上げサイクルを続ける以上、金利上昇が景気を減速させるのが自然であり、長短金利差の縮小が続くというのがあくまで基本シナリオとなろう。長期金利が上昇ペースを速めた4月以前は、長短金利の縮小に対する警戒感が高まっていた。長期金利については上振れだけでなく、下振れリスクについても引き続き注視していく必要がある。

長期金利は一時 3.1%まで上昇

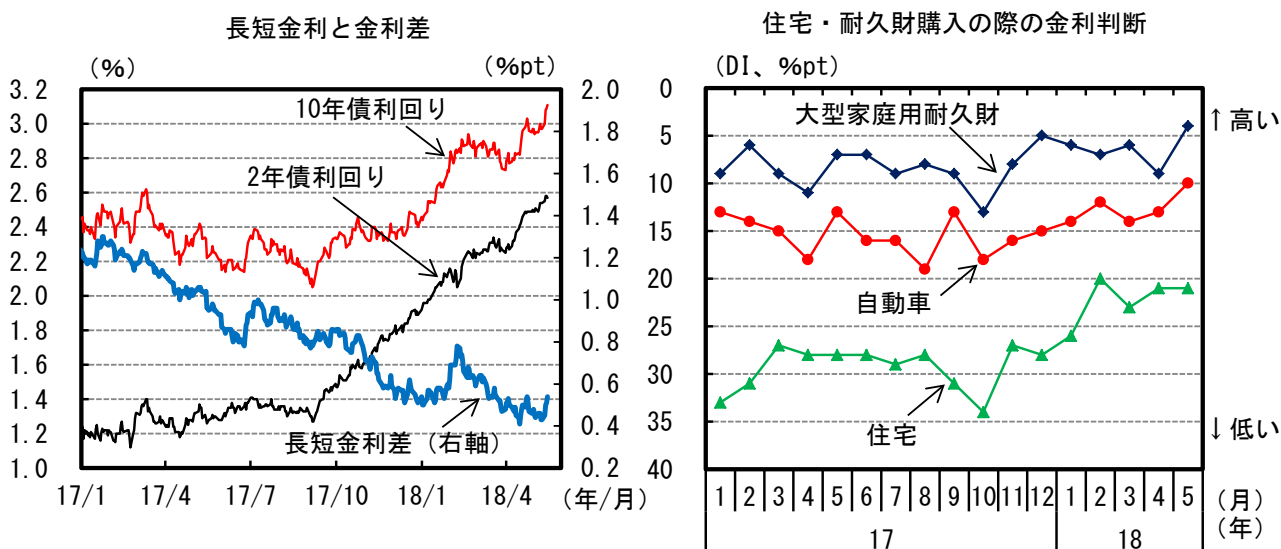
米国ではこのところ長期金利が上昇基調を強めている。10年債利回りは4月後半に3.0%を上回った後も上昇を続け、5月16日には、一時3.1%に到達し、2011年7月以来の高水準を記録した。

長期金利上昇の背景にある最大の要因は、原油価格の上昇などによってインフレ率が加速する可能性が高まり、FRB（連邦準備制度理事会）による利上げの織り込みが従来よりも進んだことである。加えて、これまで縮小傾向が続いてきた長短金利差（10年債利回り-2年債利回り）は、このところ縮小が止まっていることから、長期的な経済成長に対する見方が強気に修正されたことも長期金利上昇の一因になっていると解釈できる。

だが、長短金利差の拡大を伴う長期金利上昇が、先行きも継続していく可能性は高くないだろう。なぜなら、足下の長期金利の上昇は景気の引き締め作用するとみられ、将来的な景気減速につながるリスクが高まっているためである。

企業部門については、潤沢なキャッシュフローを背景に、そもそも借入による資金調達ニーズが大きいことから、金利上昇によるマイナスの影響はさほど大きくならないと考えられる。他方、家計部門に関しては、金利の上昇が借入を前提とした耐久財消費や住宅購入の重荷になろう。実際、ロイター/ミシガン大による家計に対する調査では、大型家庭用耐久財、自動車、住宅の購入に際して、現状の金利水準を「高い」と回答する割合が増加傾向にある。雇用・所得環境の改善が続く見込みであることに鑑みれば、耐久財消費や住宅投資の増加基調は続くと思われるものの、金利上昇によってその増加ペースが抑えられる公算が大きい。

図表1 長短金利と金利差、住宅・耐久財購入の際の金利判断



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

足下では長期金利の上昇が注目されているが、長期金利が上昇ペースを速めた4月以前はむしろ、短期金利に比べて長期金利が上がらないこと、すなわち長短金利の縮小に対する警戒感

が高まっていた。最近でも、5月16日に行われた講演でアトランタ連銀のボスティック総裁が逆イールドのリスクに関して発言しているように、長期金利については上振れだけではなく、下振れリスクについても引き続き注視していく必要がある。利上げサイクルを続ける以上、金利上昇が景気を減速させるのが自然であり、長短金利差の縮小が続くというのがあくまで基本シナリオとなる。

失業率は2000年12月以来の低さに¹

2018年4月の非農業部門雇用者数は前月差+16.4万人となり、前月から増加幅が拡大した。非農業部門雇用者数増減の3ヵ月移動平均値は同+20.8万人と、2ヵ月連続で増加幅が縮小しつつも、依然+20万人を上回る水準にあり、底堅い雇用者数の増加が続いている。また、家計調査による4月の失業率は同▲0.2%ptと6ヵ月ぶりに低下し、2000年12月以来の低水準である3.9%となった。

ただし、失業率が低下する要因となったのは、非労働力人口が前月差+41.0万人と大幅に増加したことであり、内容は良くない。就業者数は同+0.3万人とほぼ横ばいに留まり、失業者数の減少（同▲23.9万人）には、就業者の増加ではなく、非労働力人口の増加、すなわち労働市場からの退出が寄与した。そのため、失業率の低下と同時に就業率は同▲0.1%ptと5ヵ月ぶりに低下し、労働参加率も同▲0.1%ptと6ヵ月ぶりの低下に転じている。もっとも、こうした内容を踏まえても、失業率が長期的に見て低い水準まで低下しているという事実には変わりなく、労働需給が非常にひっ迫した状態にあるという評価自体を改めさせるものではない。

一方、4月の民間部門の平均時給は前月比+0.1%となり、前月から伸びが鈍化した。また、前年比変化率は+2.6%と、前月と同じ伸びであった。賃金は底堅い上昇が続いているとも評価できるが、失業率が一層低下し、労働需給のひっ迫感が強まったことに照らすと、やや物足りない結果であったと言えよう。

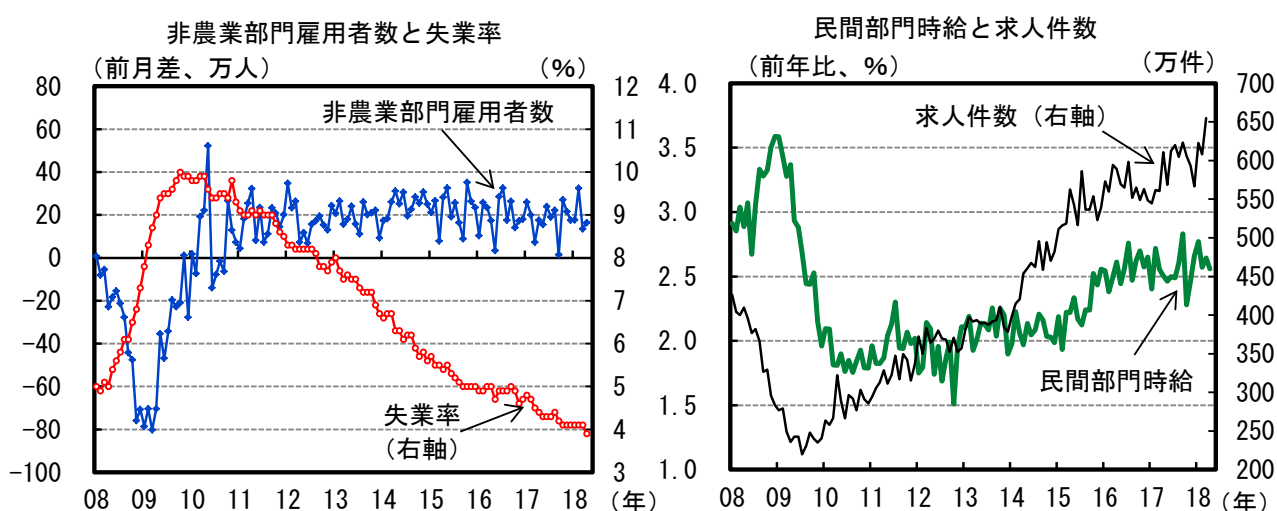
労働市場の先行きとしては、底堅い企業部門での労働需要の拡大を背景に雇用者数の増加基調が続くと考えられる。3月の求人数は前月比+7.8%増加の655.0万人と、統計公表開始以来の最高値を更新している。ただし、企業部門を取り巻く環境として、原油価格の上昇や関税の導入などを背景とした仕入価格の上昇に対する懸念が高まっている。コスト増による企業収益の下押しが今後一層強まれば、採用意欲の低下につながる可能性がある。

また、仮に企業の労働需要が堅調さを維持したとしても、労働供給がボトルネックとなり雇用者数の伸びが加速するとは考え難い。失業率は既に自然失業率を下回る水準にあり、各種サーベイによる定性的なコメントでは、建設業や運輸業、製造業など、幅広い業種で人手不足が指摘されている。また、求人数が高水準で推移する半面、このところ新規雇用者数の伸びが緩

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「米国失業率は2000年以来の低水準」(2018年5月7日) 参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180507_020071.html

やかなものに留まっていることから、企業の人材確保が困難になっていることがうかがえる。完全雇用下で労働市場への新規参入を吸収するには、毎月10万人程度の雇用者数の伸びで十分と考えられており、いずれにせよ雇用者数の増加ペースは今後鈍化していく可能性が高いだろう。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、民間部門時給と求人件数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

小売売上高は価格上昇が押し上げに寄与し、3ヵ月連続で増加

4月の小売売上高（飲食サービス含む）は前月比+0.3%と3ヵ月連続で増加した。原油市況を反映して販売価格が上昇したガソリンスタンド（同+0.8%）や、通信販売などを含む無店舗販売の売上の増加（同+0.6%）が全体を押し上げる主因となった。また、新車販売台数の減少に反して、自動車・同部品の売上が増加（同+0.1%）した他、衣服・宝飾品（同+1.4%）、飲食料品（同+0.4%）など、幅広い業種で売上が増加しており、4月の小売売上高は総じて底堅い結果であった。振れの大きい業種を除いたコア小売売上高も、同+0.4%と3ヵ月連続で増加している。

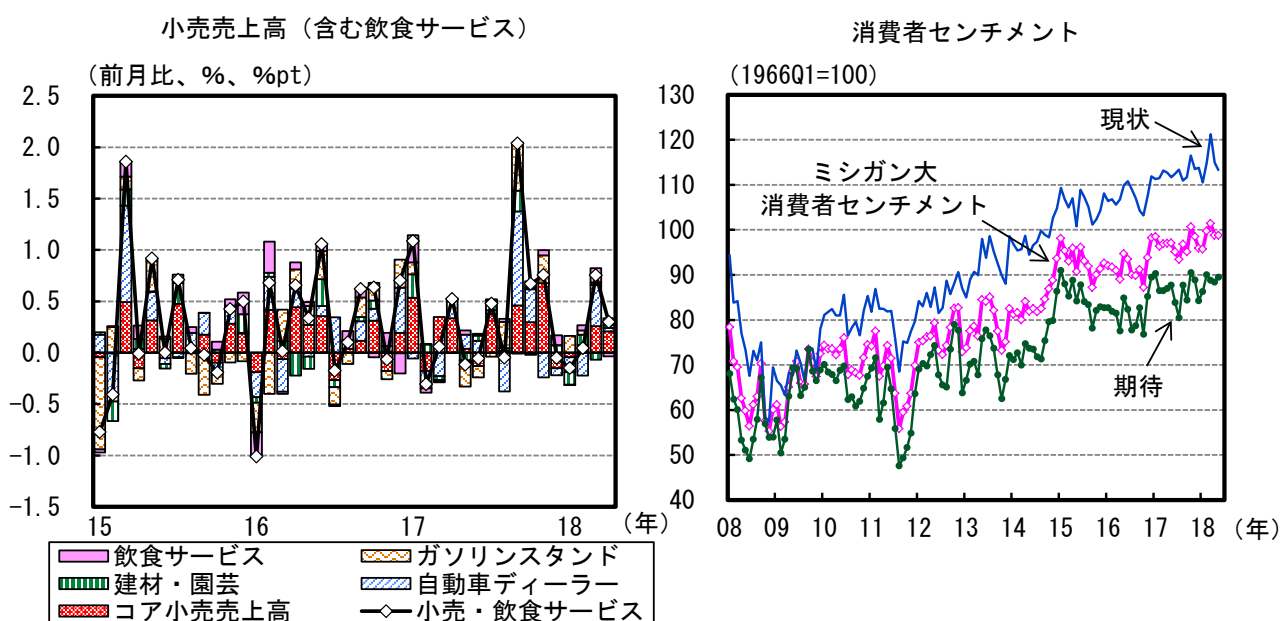
ただし、4月のCPIは前月比+0.2%と2ヵ月ぶりに上昇、CPIのうち財価格については同+0.4%と3ヵ月ぶりの上昇に転じており、4月の小売売上高の増加にはエネルギーをはじめとする販売価格の上昇が押し上げ要因となった点には留意が必要である。セントルイス連銀が公表する4月の実質小売売上高（飲食サービス含む）²は同+0.1%と、好調だった3月（同+0.8%）からむしろ減速している。4月の実質個人消費は、小売売上高の結果よりも慎重にみるべきであろう。

² セントルイス連銀による実質小売売上高は、小売売上高（飲食サービス含む）をCPI総合で除して実質化したものである。GDPベースの個人消費には、飲食サービス以外のサービス消費も含まれるなど、カバレッジが大きく異なることから、実質小売売上高は必ずしも実質個人消費全体の動向を示すものではない。

足下までの消費者マインドの動向を確認すると、5月のロイター/ミシガン大消費者センチメント（速報値）は前月から横ばいの98.8となり高水準を維持した。指数の内訳では、期待指数が3ヵ月ぶりに上昇する一方で、現状指数が2ヵ月連続で低下し全体の伸びを抑制した。現状指数の低下については、2018年に入ってからの株価の調整に加えて、金利上昇による「耐久消費財の買い時判断」の低下が寄与した。

消費者マインドの水準自体は高い状態を維持していること、個人消費の裏付けとなる所得については、先行きも増加基調が続くと見込まれることから、個人消費は先行きも緩やかな増加が続くと見込まれる。しかし、原油価格の上昇および金利上昇という市況要因が個人消費に与える影響には注視が必要である。原油価格の上昇を受けたコストプッシュによるインフレは家計の実質所得を下押しし、個人消費の重荷となるだろう。5月28日のメモリアルデー以降、米国ではいわゆるドライブシーズンに入るが、必需消費であるガソリンなどのエネルギー支出の増加は、不要不急の嗜好品や余暇消費を抑制することになるだろう。加えて、足下の金利上昇は借入を前提とした耐久財消費にとって逆風になるとみられることから、とりわけ耐久財消費が相対的に弱含む可能性が高い。

図表3 小売売上高、消費者センチメント



住宅ローン金利は7年ぶりの高水準、販売環境は一層厳しく

住宅市場に関して、3月の中古住宅販売は前月比+1.1%の年率換算560万戸となった。悪天候などの影響によって前月に減少した集合住宅の販売が同+5.2%と増加に転じたことに加えて、一戸建てについても同+0.6%と小幅ながら2ヵ月連続の増加となった。販売が増加しつつも3月の在庫は同+5.7%と増加、在庫率についても3.6ヵ月と前月から上昇しており、在庫不

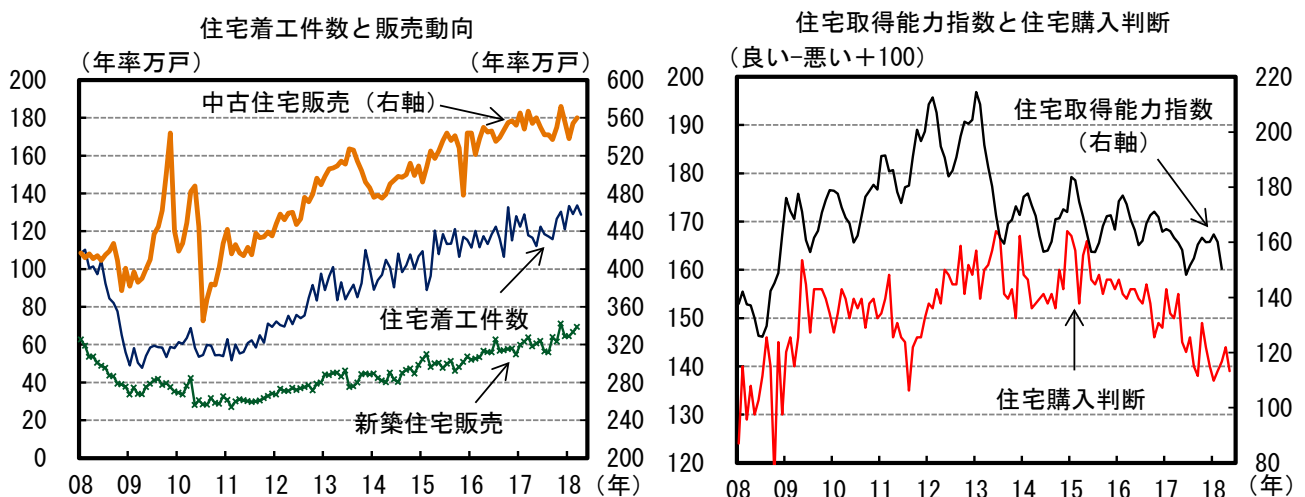
足については前月から幾分状況が改善したと言える。だが、長期的に見て在庫率はなおも低水準にあり、販売が伸び悩む一因であり続けている。

3月の新築住宅販売は前月比+4.0%と、こちらも2ヵ月連続で増加した。北東部での販売が同▲54.8%と大幅に減少する一方、西部での販売が同+28.3%と増加したことが全体を押し上げた。3月の販売戸数は年率換算69.4万戸と、今回の景気拡大が始まって以降、2017年11月に次ぐ2番目の高さとなっており、中古住宅販売が足踏みする中、新築住宅販売については緩やかな増加基調を維持している。4月の新築住宅の在庫率は5.2ヵ月と、2ヵ月連続で前月から低下しつつも中古住宅に比べて高く、相対的に需給に余裕があることが、販売の増加につながっていると考えられる。

新築住宅の供給面に関して見ると、4月の新築住宅着工は前月比▲3.7%減少の、年率換算128.7万戸となった。主力の一戸建ての着工については、北東部、中西部、西部で減少したものの、南部での増加が下支えとなり、全米では同+0.1%と前月からほぼ横ばいとなった。一方で、集合住宅については、南部、西部での減少を主因に同▲11.3%と減少に転じ、全体を押し下げた。着工の先行指標となる許可件数は、一戸建てで増加する一方、前月に大幅に増加した集合住宅が減少に転じたことにより、同▲1.8%の年率換算135.2万戸となった。単月では前月から減少する形となったが、均して見れば一戸建てを中心に増加基調が続いており、着工の緩やかな増加基調が続くことを示唆している。

住宅建設業者のマインドに関して、5月のNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は、前月差+2ptと5ヵ月ぶりに改善し70となった。構成指数のうち「半年先の販売見通し」、および「見込み客の動向」が前月から横ばいとなる中、「販売の現状」が同+2ptと改善したことが押し上げに寄与した。指数全体として、2017年末をピークに弱含みが見られるものの、水準自体はなおも高い状態を保っており、住宅建設業者のマインドは、引き続き楽観的な状態が続いていると言える。

図表4 住宅着工件数と販売動向、住宅取得能力指数と住宅購入判断



(注)右図の住宅取得能力指数は、100であれば、中間的な所得層が中間的な住宅を購入できることを意味する。

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

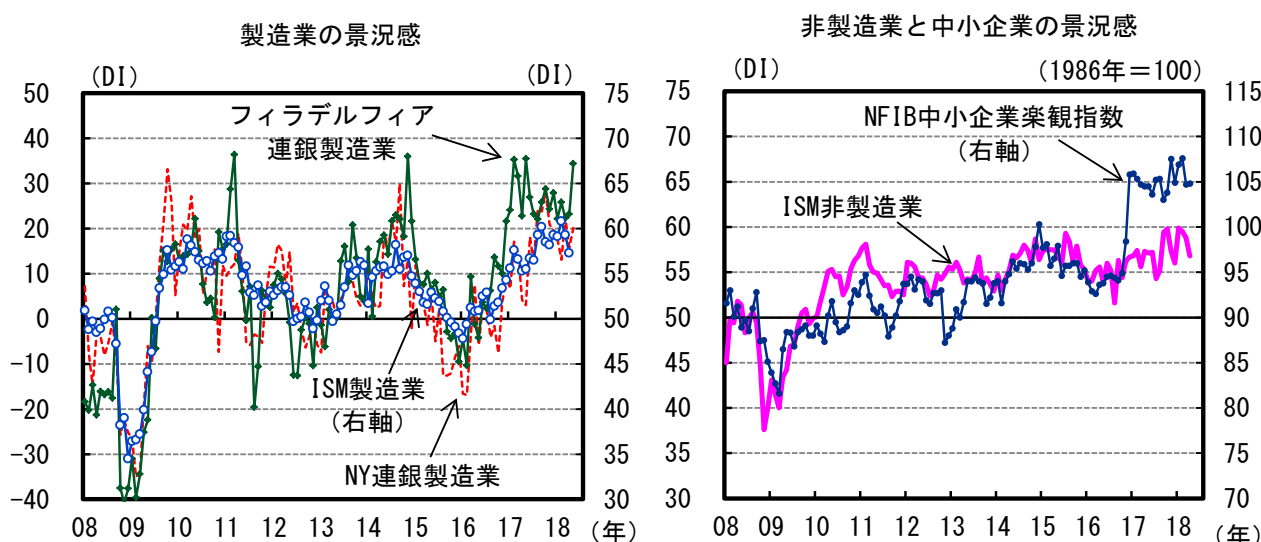
住宅市場の先行きについては、労働市場改善を背景とした需要の増加が続くと見込まれる一方、引き続き中古住宅を中心とした供給不足と、それに伴う早いペースでの価格上昇が販売を抑制する状況が続くだろう。これに加えて、住宅ローン金利が上昇していることも住宅市場にとって向かい風になるだろう。連邦住宅金融抵当公庫が5月17日に公表した週次の住宅ローン金利（30年固定）は、2011年5月以来7年ぶりの高さとなった。家計の住宅取得能力指数は価格上昇を主因にこれまでも低下傾向が続いてきたが、金利上昇によって更なる低下が見込まれる。また、ロイター/ミシガン大の調査による家計の住宅購入判断は、住宅取得能力指数に沿う形で低下が続いており、これまで堅調であった住宅需要が減速するリスクは高まっている。

コスト上昇が企業の懸念材料に

企業部門に関して、4月のISM製造業景況感指数は前月差▲2.0%ptと2ヵ月連続で低下し、57.3%となった。内訳では、5系列のうち入荷遅延指数が唯一前月から上昇、これ以外の4系列は前月から低下した。とりわけ低下幅が大きかったのは生産指数（同▲3.8%pt）であり、4ヵ月連続で低下している。景気に先行するとされる新規受注指数も、4月の低下幅は同▲0.7%ptと小幅ながらも4ヵ月連続で低下しており、このところ減速傾向が強まっている。また、4月のISM非製造業景況感指数についても、同▲2.0%ptと3ヵ月連続で低下し、56.8%となった。前月に大きく低下した新規受注指数が同+0.5%ptと小幅上昇に転じる一方で、事業活動、雇用、入荷遅延の3系列が低下し全体を押し下げた。

製造業、非製造業とも、指数の水準は基準となる50%を安定的に上回る高水準にあり、企業活動の拡大を示唆しているが、足下でモメンタムは低下傾向にある。ISMレポートによる個別企業のコメントを見ると、関税による原材料価格の上昇や、人手不足による輸送費の上昇など、コスト上昇を懸念する声が多く、マインドを押し下げる要因となったようである。

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

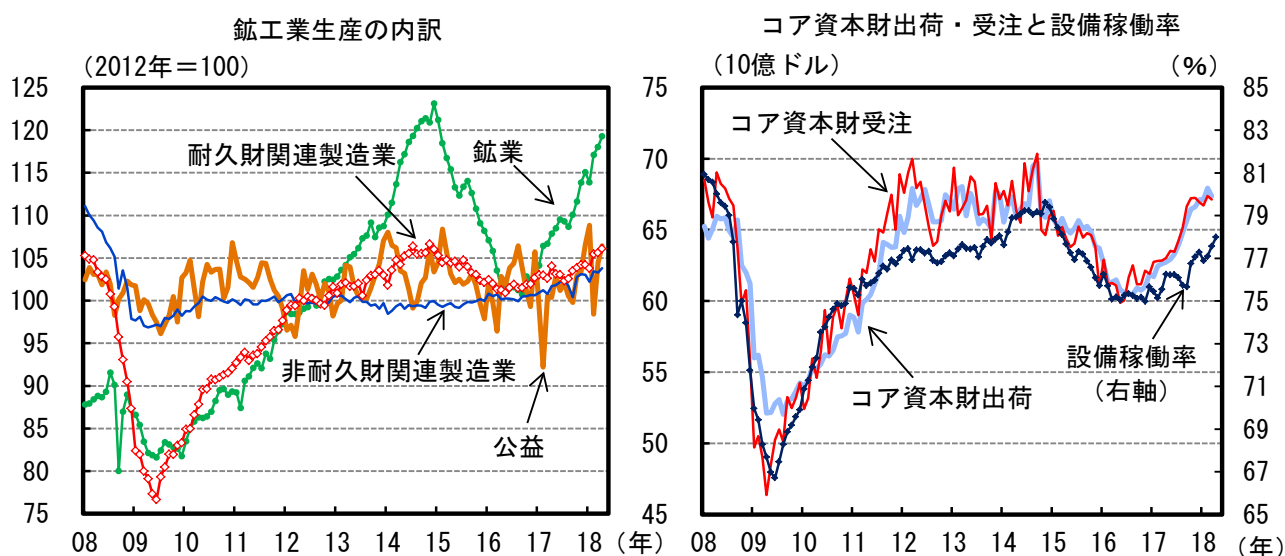
しかし、5月前半までの動向を含む、5月のニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数は、いずれも4月から改善、とりわけフィラデルフィア連銀による指数は、前月差+11.2ptと大幅に改善した結果、2017年5月以来の高水準となった。地区連銀による景況感指数はあくまで米国の一地域の景況感であること、月々の振れが大きいことから、幅を持って解釈する必要があるものの、企業マインドは5月に入って持ち直していることを示唆する結果となった。ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀のいずれの調査においても、新規受注指数の改善がみられたことに加え、販売価格指数が上昇しており、コスト増の販売価格への転嫁が進んでいることがうかがえる。

鉱工業生産は3ヵ月連続で上昇、原油価格上昇は生産にとっては好材料

企業の実体面については、足下まで引き続き底堅い。4月の鉱工業生産指数は前月比+0.7%と、3ヵ月連続で上昇した。主な押し上げ要因となったのは、指数全体のおよそ75%を占める製造業が同+0.5%上昇したことである。

製造業のうち、耐久財関連製造業は前月比+0.4%と3ヵ月連続で上昇した。耐久財関連の中でも最大のウェイトを占める自動車・同部品については、新車販売の減少に沿う形で▲1.3%と低下した。一方、機械が同+2.3%が4ヵ月ぶりの上昇に転じたことに加えて、コンピューター・電子部品が同+1.2%上昇するなど、資本財の増加が全体を押し上げた。また、非耐久財関連製造業は、同+0.5%と2ヵ月ぶりの上昇となった。主要業種で前月から低下したのはプラスチック・ゴム製品のみであり、幅広い業種で生産が増加、とりわけ飲食料品・たばこ（同+0.6%）、化学（同+0.5%）、石油・石炭製品（同+1.2%）が大きく押し上げに寄与した。

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



製造業以外では、公益部門が前月比+1.9%と2ヵ月連続で上昇し、大幅に低下した2月からの持ち直しが続く結果となった。また、鉱業については、原油価格の上昇を背景に同+1.1%と3ヵ月連続で上昇した。原油価格の上昇は、コストの上昇という点では米国経済にとって悪材料である半面、エネルギー産業の生産を押し上げるという点ではプラスの影響をもたらしている。

鉱工業生産指数の上昇を受け、4月の鉱工業の稼働率は前月差+0.4%ptと3ヵ月連続で上昇し、78.0%となった。稼働率は依然、長期平均（1972-2017年平均：79.8%）を下回りつつも、着実な上昇が続いている。設備投資に関して、3月のコア資本財出荷は前月比▲0.8%と2017年1月以来の減少に転じた。また、先行指標となるコア資本財受注も同▲0.4%と2ヵ月ぶりに減少したが、いずれもこれまでの増加トレンドの反転を懸念するほどの弱さはない。

経済見通し

2018年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.3%となり、前期（同+2.9%）から成長率が鈍化する結果となった³。減速の最大の要因は、最大の需要項目である個人消費が同+1.1%と2013年4-6月期以来の低い伸びに留まったことである。

米国経済の先行きに関して、1-3月期に減速が見られた個人消費の持ち直しが最大の焦点となるが、4-6月期には個人消費が再加速すると見込む。企業の好業績、旺盛な労働需要を背景に、労働市場は先行きも改善が続くとみられ、家計の所得環境の改善が継続する可能性が高い。加えて、2018年から実施されている税制改革による家計への恩恵が本格化するの4-6月期からとみられており、可処分所得を押し上げることが見込まれる。1-3月期の個人消費の減速は、高い伸びとなった前期からの反動という側面もあるため、原油価格の上昇や金利上昇といった向かい風がありつつも、4-6月期には個人消費の伸びは加速する公算が大きい。

また、足下まで堅調を維持する設備投資は、稼働率の上昇や労働需給ひっ迫に伴う省力化、生産性向上ニーズの高まりから、増加基調が続くと見込む。税制改革による設備投資減税（即時償却）も、設備投資の増加を後押しするとみられ、家計部門、企業部門のバランスの取れた安定成長が続く見通しである。ただし、景気循環が長期化・成熟化する中、前期比ベースのGDP成長率は徐々に減速していくという見通しに変更はない。

³ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「個人消費の減速で米GDP成長率は鈍化」（2018年5月1日）参照。https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180501_020069.html

図表7 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	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 〈前年同期比、%〉	1.2	3.1	3.2	2.9	2.3	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0				
個人消費	1.9	3.3	2.2	4.0	1.1	2.9	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1	2.0	2.7	2.8	2.5	2.4
設備投資	7.2	6.7	4.7	6.8	6.1	4.5	5.7	6.2	6.1	5.9	5.7	5.4	-0.6	4.7	5.8	5.8
住宅投資	11.1	-7.3	-4.7	12.8	0.0	6.9	4.5	4.0	3.3	2.9	2.3	1.8	5.5	1.8	3.3	3.5
輸出	7.3	3.5	2.1	7.0	4.8	5.1	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0	-0.3	3.4	4.6	3.9
輸入	4.3	1.5	-0.7	14.1	2.6	4.3	3.7	3.9	4.1	4.0	4.0	3.9	1.3	4.0	4.7	4.0
政府支出	-0.6	-0.2	0.7	3.0	1.2	0.6	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.8	0.1	1.0	0.0
国内最終需要	2.4	2.7	1.9	4.5	1.6	2.9	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5
民間最終需要	3.1	3.3	2.2	4.8	1.7	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3	3.0	3.0	3.0
鉱工業生産	1.0	5.0	-1.5	7.7	2.3	7.0	2.3	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4	-2.0	1.6	3.9	2.9
消費者物価指数	3.0	0.1	2.1	3.3	3.5	2.0	2.4	2.0	2.0	2.2	2.3	2.4	1.3	2.1	2.6	2.2
失業率 (%)	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	4.9	4.4	3.9	3.7
貿易収支 (10億ドル)	-138	-141	-135	-154	-163	-166	-166	-167	-167	-167	-167	-168	-505	-568	-662	-669
経常収支 (10億ドル)	-113	-124	-101	-128	-138	-141	-142	-142	-142	-144	-146	-149	-452	-466	-563	-582
FFレート (%)	1.00	1.25	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	0.75	1.50	2.50	3.00
2年債利回り (%)	1.24	1.29	1.36	1.70	2.16	2.50	2.66	2.86	2.99	3.06	3.16	3.21	0.84	1.40	2.55	3.10
10年債利回り (%)	2.44	2.26	2.24	2.37	2.76	3.01	3.17	3.35	3.45	3.50	3.59	3.62	1.84	2.33	3.07	3.54

(注1) 網掛けは予想値。2018年5月21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