

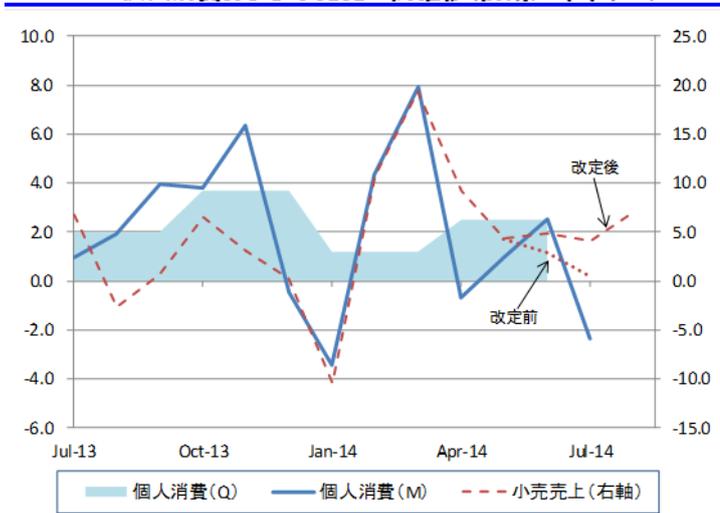
米国経済 UPDATE : 回復はあくまで緩やかで、FOMC はハト派色踏襲

米国経済は、8月には小売売上高など消費が回復した一方で住宅着工は減少するなど、強い指標と弱い指標が時に入れ替わりつつも、緩やかな成長が続いている。これに対して、雇用情勢をみると、6か月連続して前月比20万人以上増加していた非農業部門雇用者数が、8月は14.2万人増にとどまるなど、回復に若干の息切れ感が出てきた。そうした中、9月に開催されたFOMCでは、声明文、記者会見ともに従来からのハト派色を踏襲しており、早期の利上げ観測はひとまず後退した。労働市場の「量」のみならず「質」の面でも改善が進み、家計が安心して住宅購入などを進められるようになってはじめて、米国経済は金融危機から「全快」することになる。しかし、FOMCによるFF金利予測をみると金利正常化は2017年以降、つまり、当分は雇用の完全回復には至らずにインフレ圧力はマイルドという見立てとなっており、「全快」にはまだ時間がかかるという見通しである。

米国経済は7~9月期も緩やかな成長が続く

米国の景気は、強い指標と弱い指標が時に入れ替わりつつも、総じてみれば、緩やかな成長が続いている。足下では一部の指標で伸び率の加速がみられるものの、7月の個人消費が前月比マイナスでスタートしていることから、7~9月期の実質GDP成長率は、潜在成長率（今年の大統領経済報告では2.3%と推計）を下回る可能性もある。このように、米国の景気は、堅調といえば堅調ではあるが、依然として「過熱」状態からは程遠い「ぬるま湯」程度の状態が続いている。

GDP個人消費および小売売上高推移(前期比年率、%)



(出所)米国商務省

景気の地合いがさほど悪いわけではなく、先行きに対する悲観的な見方は少なかった。実際、8月の小売売上高は前月比0.6%増（年率換算7.1%増）、新車販売（乗用車と軽トラック）も前月比6.4%増となり、伸び率が回復した。

8月の小売売上高の発表時には、同時に6、7月の伸び率が上方改定されており、これにより、最近続いていた消費の下ブレ傾向が修正され、緩やかな成長軌道が続いていることが改めて示された形である。

米国経済は、1月に、寒波の影響を受けて消費活動、生産活動が共に低迷を余儀なくされた後、2、3月には寒波で押さえられていた消費、生産活動が再開して経済は急回復を見せた。しかし、第2四半期に入ると、2、3月の反動増に対する反動もあって、むしろ回復ペースが鈍化していき、7月のGDPベースでの個人消費は前月比マイナス（0.2%減、年率換算2.3%減）に転落した。

もっとも、消費者信頼感指数が示すように雇用増を背景として消費者マインドが上昇していることや、信用不安、大規模テロといった消費を落ち込ませる特段の悪材料もみられないことから、

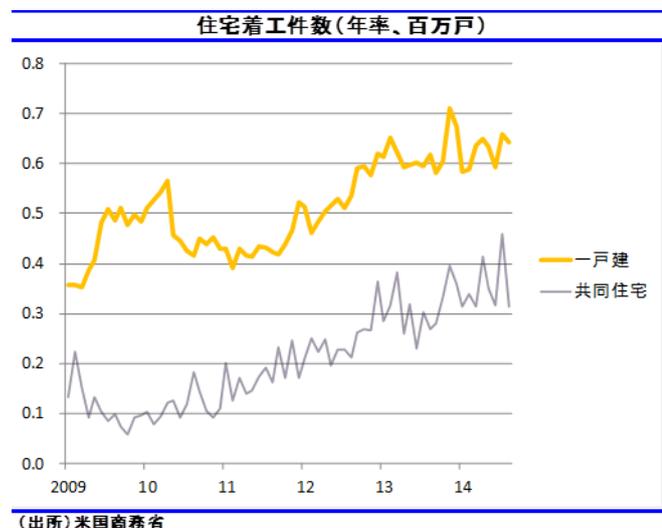
住宅着工は停滞圏を脱せず

このように8月には消費が回復をみせる一方で、住宅投資は住宅着工件数が前月比14.4%減の95.6万件となり、7月の増加分(22.9%増)の大半を帳消しにする結果となった。

GDPベースで住宅投資の推移をみると、リーマンショックを脱した後、2011年後半から昨年(2014年)の第3四半期までは、平均すると前期比年率で二桁の成長を続けてきた。しかし、昨年(2014年)第4四半期からは2四半期連続のマイナスとなり、また、今年(2015年)第2四半期も伸び率は7.2%にとどまるなど、住宅投資は成長が止まり、停滞状態にある。

そもそも、サブプライムローンで大損害を被った米銀は若年層やクレジットヒストリーに問題のある層に対する融資態度を厳格化しており、雇用の質の改善が遅れて賃金上昇も鈍い中で、若年層の持ち家志向は低下している。そうした状況下で、昨年5月にはバーナンキFRB議長(当時)の発言を受けて住宅ローン金利の急上昇(30年固定金利:2013年5月:3.54%→6月:4.07%)が生じ、さらには、10月にも政府機関閉鎖が発生、そのため、住宅ローン申込用収入証明の入手が一時困難となった。

こうしたイベントを「きっかけ」として住宅投資は急減速、その後、今年になっても、1月には住宅ローン融資規制が強化されるなど、金融機関の融資態度は依然として厳しい。7月時点では融資態度の若干の緩和が報告されているものの、若年層など一次取得者にとって、住宅を購入しようという環境は一向に整ってこない。



そのため、住宅着工件数を、持ち家中心の一戸建てと賃貸中心の共同住宅に分けてみると、一戸建てにおいて、特に停滞が顕著となっている。双方を合計した着工件数全体も、昨年来、90~110万戸の間で推移しており、未だにこの「停滞圏」内にとどまっている。

住宅投資の停滞は、大物耐久財の消費にも悪影響を及ぼしている。小売売上高ベースでみると、大物耐久財のうち自動車は、一部で「自動車ローン版サブプライム問題」が懸念されるほどに容易にファイナンスを付けられたこともあり、水準としてはリー

マンショック前を上回っている。これに対して、住宅新築と密接に関わりをもつ家具や家電は、リーマンショック前の9割程度でとどまっている。これらの耐久財消費が、住宅投資と歩調を合わせて本格化しない限りは、米国経済が金融危機から「全快」することはない。

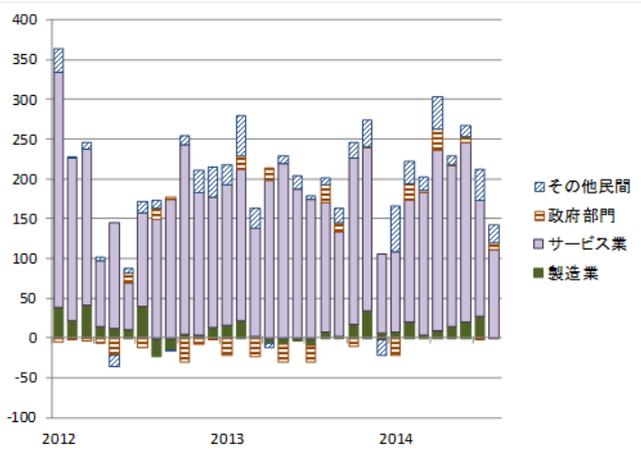
その意味でも、雇用の質を改善して、家計が安心して消費・投資できるような環境を作り出すことが求められている。

雇用は「量」の改善継続にやや息切れ感

そこで肝心の労働市場の状況をみると、足下の雇用回復の勢いは、「量」の拡大を足場として「質」を改善し、家計の消費・投資を後押しするのではなく、逆に、経済拡大のペースが緩やかであることから、

むしろ、「量」の拡大を促す力が弱まり、少々、息切れしつつあるようにみえる。

非農業部門雇用の増加数推移(千人)

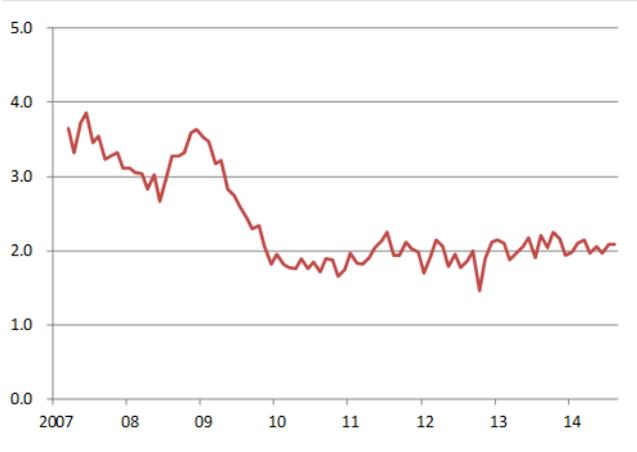


(出所)米労働省

8月の雇用者数（農業部門を除く）は前月比14.2万人増となり、それまで6か月連続してクリアしていた20万人増の水準を大きく下回った。この14.2万人という増加数は、必ずしも、雇用情勢を悲観するものではないが、失業解消に向けて必要となる雇用増加数の目途である20万人と比較すれば大幅な未達となる。また、増加数のトレンドも、4月の30.4万人増をピークとして、以降、22.9万人増、26.7万人増、21.2万人増、そして8月の14.2万人増と漸減してきており、先行きが気になるところである。

他方、失業率は、8月には0.1%Pt低下して、6月と並び再び6.1%とリーマンショック時（2008年9月）と同水準まで低下しているが、その半面で、労働参加率も0.1%Pt低下して6月と並び62.8%となり、2000年にピークをつけて以降の最低水準に並んだ。内心では職を求めながらも依然として労働市場に戻れずにいる人々や、戻ったとしても意に反してパートタイム雇用を続けている人々を失業者としてカウントした、いわゆるU6失業率も0.2%Pt改善したとはいえ、12.0%と未だに高水準にとどまる（2008年9月は11.0%）。

民間部門時給の推移(前年同月比、%)



(出所)米労働省

雇用の「量」の改善が鈍り始めれば、「質」の改善は遠のく。その結果、給与（民間時給）の上昇は年率2%程度と抑制された状態が長らく続き、賃金からのインフレ圧力も引き続きマイルドなものにとどまっている。

そのため、8月の消費者物価指数（エネルギーと食品を除くコア）は前月比変わらず、7月の個人消費デフレーターも前月比0.1%増、個人消費デフレーター（コア）も0.1%増となっており、足下ではむしろ物価指標は伸び率を鈍化させる傾向にある。

FOMCのスタンスは変わらず

こうした状況の下、FRBでは、9月16~17日に金融政策を決定するための公開市場委員会（FOMC）を開催した。声明文のうち、経済認識については6月のFOMCとほとんど変わっておらず、①経済活動は緩やかに拡大、②労働市場はさらにやや改善、③ただし、未活用の労働資源が大量に存在、④インフレ率が2%を下回る水準が続く可能性はやや低下といった内容となった。

また、今回のFOMCでは、経済予測が改定された。ただし、こちらについても、前回（6月）公表時からの変更は限定的であり、GDPと失業率は若干の下方修正、インフレ率はほぼ変わらずとなった。FOMCメンバーにとって、6月以降の経済の動きは、ほぼ想定内であったものとみられる。

FOMCメンバーによる経済見通し(中心レンジ¹⁾)

	2014	2015	2016	2017	長期
実質GDP成長率 ²	2.0~2.2	2.6~3.0	2.6~2.9	2.3~2.5	2.0~2.3
(6月時点)	2.1~2.3	3.0~3.2	2.5~3.0	-	2.1~2.3
失業率 ³	5.9~6.0	5.4~5.6	5.1~5.4	4.9~5.3	5.2~5.5
(6月時点)	6.0~6.1	5.4~5.7	5.1~5.5	-	5.2~5.5
個人消費デフレーター ²	1.5~1.7	1.6~1.9	1.7~2.0	1.9~2.0	2.0
(6月時点)	1.5~1.7	1.5~2.0	1.6~2.0	-	2.0
個人消費デフレーター(コア) ²	1.5~1.6	1.6~1.9	1.8~2.0	1.9~2.0	-
(6月時点)	1.5~1.6	1.6~2.0	1.7~2.0	-	-

注1: FOMCメンバーの予測のうち、上位3つ、下位3つの予測値を除外したものである。

注2: 第4四半期の前年第4四半期との比較。

注3: 第4四半期の数値。

出所: FRB

今後の金融政策については、声明文で、10月のFOMCにおいて追加資産購入の停止を予定していることを改めて言明した。また、追加資産購入の停止後については、「相当の期間、現在のFF金利の誘導目標範囲を維持するのが適切」という文言

を、6月の声明文から変更することなく、そのまま残した。この「相当の期間」に関して、イエレン議長は、機械的に決めるものではなく、FOMCが様々な経済データを基に判断するものであると、記者会見において強調した。

また、「経済情勢によっては、通常の水準と考えられるレベルよりも低いところに、しばらくの間、FF金利の誘導目標水準がとどまることが正当化される」可能性についても、6月の声明文から変更せず、そのまま残している。

8月下旬には、FOMC(7月分)の議事録公表やジャクソンホールでの講演などを受けて、一時期、FOMCの「タカ派色の強まり」を指摘する声が強まり、早期の利上げ観測が出ていた。しかし、今回のFOMCのスタンスは、これまでのハト派色をそのまま引き継いでおり、早期の利上げ観測はひとまず後退した。

なお、今回、FOMCは、GDP予測とともに2017年までの各年末のFF金利について、各メンバーの見通しを公表している。2014年末については1人を除き現状(0.125%(0~0.25%))維持となっているのに対して、2015年末については、メンバーの予測の中央値が1.375%、平均値が1.27%となっている。何Pt刻みの利上げとなるかにもよるが、FOMCメンバーも、年央あるいはそれより若干前あたりからの複数回の利上げを想定しているものと考えられる。

また、メンバーが考える長期的なFF金利水準は平均で3.79%となっているが、2016年末のFF金利見通しの平均値は2.68%、2017年末も3.55%となっており、3.79%を下回る。これは、経済が十分に回復し、U6失業率の改善など雇用情勢が質的にも改善するには長い時間がかかり、それまではインフレ圧力も限定的という米国経済に対するメンバーの見方を示しているといえる。

以上