

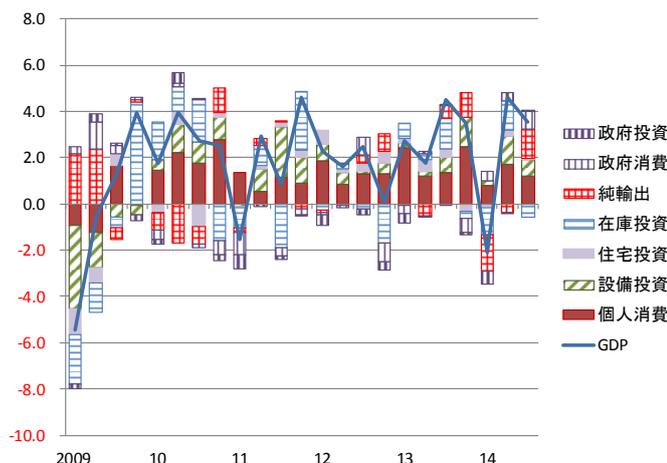
米国経済 UPDATE : GDP (3Q)、FOMC と、概ね想定軌道通り

米国の7～9月期の実質GDPは、前期比年率3.5%増となった。軍事費の増加がサプライズ要因となったものの、これを除くとほぼ予想通りの伸びである。また、GDP統計では輸出が強めに出ているが、この分を除くと、米国経済は、潜在成長率(2%台前半)に沿った成長軌道へと戻りつつある。足下の景気指標をみると、企業や家計のマインドは引き続き良好・堅調であり、また、賃金上昇圧力は依然として鈍いものの、雇用情勢は着実に改善している。そうした中、FRBは予定通りに10月のFOMCにおいて資産購入プログラムの終了を決定した。今後は、景気状況を見ながら利上げを模索する時期に入っていくが、状況はこれまでのところ概ねFRBのシナリオ通りに動いているものと考えられる。

7～9月期GDPは、軍事費の急増を除けば概ね想定軌道通り

米国の7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率3.5%増と、市場予測(Bloomberg集計では3.0%増)よりやや強めの数値となった。その原因は政府支出の増加であり、同4.6%増となってGDPを0.83Pt押し上げた。これは、主に軍事費の増加(同16.0%)によるものであり、軍事費だけでGDPを0.66Pt押し上げている。この「軍事費要因」を除くとGDP成長率は2.9%増となり、概ね市場予測通りとなる。

実質GDP成長率(寄与度、前期比年率、%)



(出所)米国商務省

また、第3四半期は純輸出が強め(GDP成長を1.32Pt押し上げ)の推計(詳細後述)となっているため、これを考慮にすれば、7～9月期は、寒波による失速(1～3月期)とその反動増(4～6月期)の後に、潜在成長率(2%台前半)に沿った成長軌道へと戻りつつある状態と評価できる。

需要項目別に概観すると、個人消費は前期比年率1.8%増(寄与度1.22Pt)となり、2～2%台前半のトレンド伸び率と比べるとやや弱めとなった。自動車・同部品は同9.9%増と順調に伸びたが、冷夏の影響もあり、飲食品(同1.1%減)などが振るわなかった。ただし、10月の消費者信頼感指数(総合)

は、雇用に対する将来見通しなどが大幅に改善して、前月比5.5Pt伸びて94.5と2007年10月以来、7年ぶりの高さとなるなど、10～12月期に向けて、個人消費の堅調なトレンドは崩れていないものとみられる。

他方、住宅投資は、7～9月期の伸び率が個人消費と同じ前期比年率1.8%増となったが、こちらは、前年同期比でみると1.0%減となり(個人消費は前年同期比2.3%増)、昨年来の停滞から脱していない。

住宅投資が伸びない原因として、「期待所得の低さ」、「住宅ローン承認の難しさ」、「高水準の学生ローン残高」が指摘され(7月開催のFOMC議事録)、また、高水準の学生ローン残高を抱えたり、職の見通しに不安を持つ若年層は、特に住宅ローンの承認がおりにくいと指摘されている(9月開催のFOMC議事録)。米国では、高騰を続ける大学の学費を賄うために多くの学生が学生ローンを利用するが、その債

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

務総額は、2006年第1四半期の5,093億ドルから2014年第3四半期には1兆3,072億ドルへと2.5倍以上に拡大し、なおも前年同期比8%で増え続けている。この額は、サブプライム化が懸念されている自動車ローンの総額をさらに3,500億ドル以上も上回っており、若年層の家計を逼迫させる大きな要因となっている。

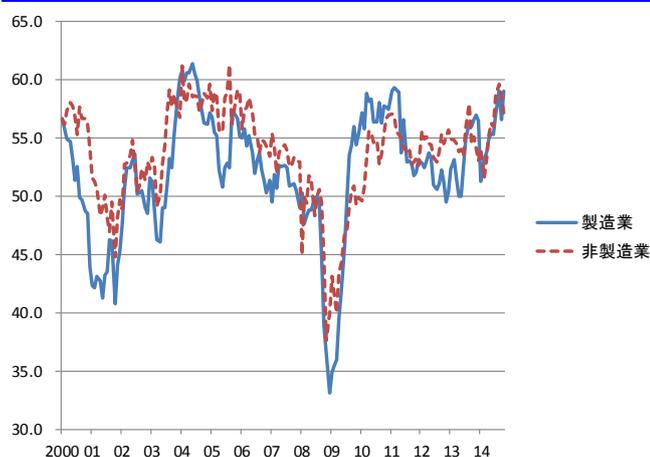
設備投資は、前期比年率で5.5%増（寄与度0.68Pt）と堅調な伸びをみせており、このうち機械投資が同7.2%増（寄与度0.41Pt）、構築物投資が同3.8%増（寄与度0.11Pt）であった。ただし、設備投資の先行指標となる非国防資本財受注（除・航空機）が、7月以降、前月比0.1%減、0.4%増、1.6%減と冴えない状況が続いていることから、設備投資は10～12月期には減速する可能性がある。

輸出は、前期比年率7.8%増（寄与度1.03Pt）、輸入は同1.7%減（寄与度0.29Pt）となった。世界経済の減速が懸念される中で、輸出は4～6月期の同11.1%増につづき、強めの数字が維持された。ただし、GDP発表後の11月4日に公表された9月分の貿易統計では、実質輸出が前月比1.8%減、8月分も同1.0%増から0.8%増へと下方修正されるなど想定外の弱さとなった。そのため、GDPベースの7～9月期の輸出は、今後、改定値が発表される際に下方修正される見込みである。貿易統計では、8月まで6カ月連続して実質輸出が前月比で増加を続けており、8月も年率にすれば10%の増加を記録していることから、9月の減少がここまでの増加の後の反動減にとどまるのか、あるいは、EUや中国などの景気減速により輸出に基調変化が生じつつあるとみるべきかは、もう少し、様子を見る必要がある。

企業の景況感指数は高水準維持

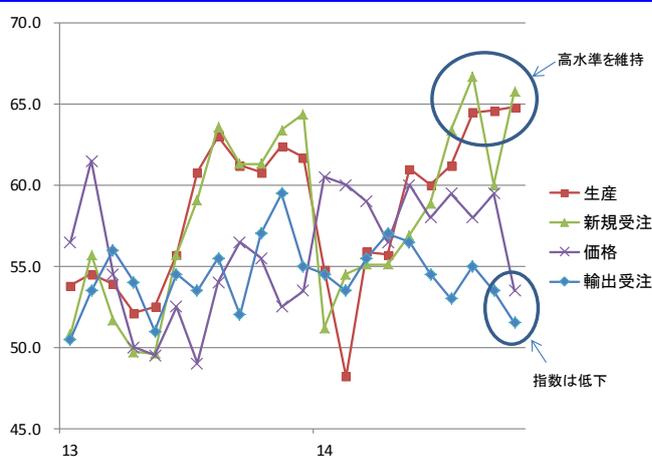
こうした経済の現況を、全米の企業に向けた景況感のアンケート調査であるISM指数から確認してみると、10月のISM指数は、製造業（総合指数）が59.0となり、前月から2.4Pt上昇して8月に記録した高水準を回復した（50超が企業活動の拡大、50未満が縮小を示す）。内訳項目をみると、新規受注は大幅に伸びて65.8となり、8月の水準をほぼ回復、生産は4か月連続で上昇して64.8となり、2004年5月以来の高水準となっている。その反面、価格指数は9月の59.5から10月は53.5に急低下してインフレの鈍化を示唆、また、輸出受注は2か月連続低下、トレンドとしては、昨年11月の59.5、あるいは今年4月の57.0から低下傾向に入っており、10月は51.5まで下がった。

ISM指数の推移（総合指数）



(出所) Institute for Supply Management

ISM指数の推移（製造業・内訳）



(出所) Institute for Supply Management

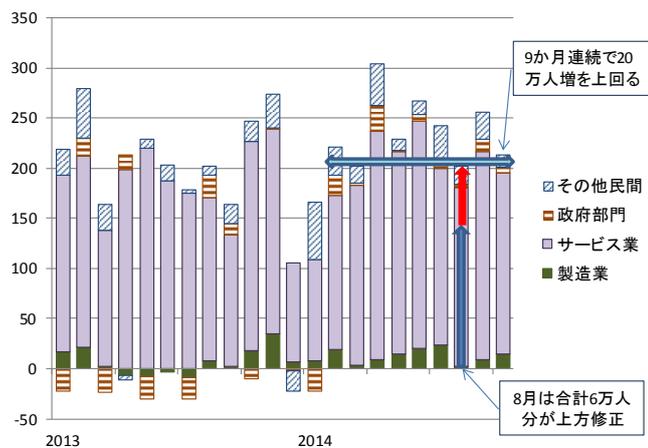
非製造業については、10月は総合指数が前月比1.5Pt低下して57.1となった。依然として水準は高いが、8月の59.6からは2か月連続の低下。活動指数(62.9(9月)⇒60.0(10月))、受注(61.0(9月)⇒59.1(10月))とも低下したが、これらも高水準を維持している。これに対して、雇用は9月から1.1Pt伸びて59.6となり、2005年8月以来の水準となった。製造業も、雇用指数は55.5と悪くはなく、いまのところ雇用の伸びに陰りは見られない。

以上をまとめてみれば、企業からみた米国経済の姿は、内需を中心に好調であり、雇用も伸びているものの、インフレ圧力は弱く、また、外需も徐々に弱まってきている状況である。

雇用は改善するが、依然として時給の伸びは停滞

このように、米国経済の堅調さは消費を中心とする内需に支えられており、その内需を支えているのが好調な雇用情勢であるといえる。この構図は、10月の雇用統計においても改めて確認される形となった。

非農業部門雇用の増加数推移(千人)



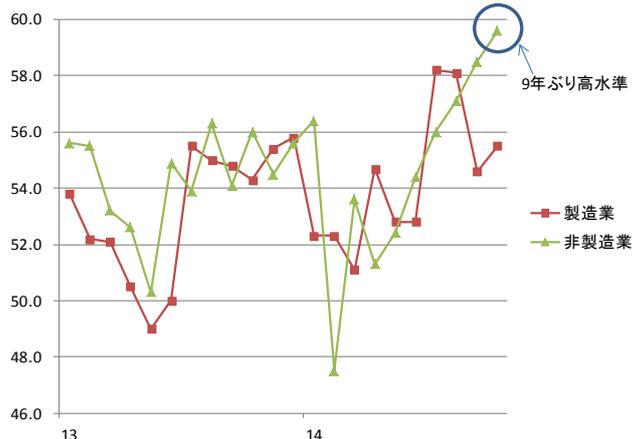
(出所)米国労働省

民間部門時給の推移(前年同月比、%)



(出所)米国労働省

ISM指数の推移(雇用)



(出所)Institute for Supply Management

10月の雇用者数(農業部門を除く)は前月比21.4万人増となり、今年2月以来、9か月連続で20万人以上の増加となった。8月の増加数が、当初は14.2万人と発表されていたが、その後、2度の上方改定により、ついに20.3万人増となり、20万人を上回った。また、失業率は、前月比0.1Pt低下して5.8%、U6失業率(内心では職を求めながらも労働市場に戻れずにいる人や、意に反してパートタイム雇用を続けている人を失業者としてカウント)も前月比0.3Pt低下して11.5%となった。労働参加率が3か月ぶりに上昇していることから、10月は、労働市場自体が拡大する中での失業率低下であり、「価値ある低下」であると言える。

このように、雇用情勢は着実な改善が続いているが、これに対して賃金は相変わらず極めて鈍い上昇率にとどまっている。10月の時給(民間部門)の伸び率は、前年同月比2.0%増であり、2012年10月以来、1.9%~2.2%増の狭いレンジでの推移が続いている。前月比でみると、むしろ時給の伸びは足下でやや鈍化傾向にあり、増加を続ける雇用者数が賃金にはいまだ反映されてきていない。

これまでの超金融緩和策の下、米国経済は、「雇用

情勢改善⇒賃金上昇⇒インフレ率上昇」と進むルートのうち、現在は、最初の「⇒」の部分において滞っている状況にある。リーマンショックによる金融危機に際しては、雇用者のうちのパートタイム比率がこれまでの景気後退期にはみられなかったほど急上昇して、賃金が上昇しにくい雇用構造に変化した。上述のように、足下ではU6失業率も低下して、労働需給が量・質ともに少しずつ逼迫に向かっているのは事実だが、2つの「⇒」がクリアされて最終的にインフレ圧力が高まるまでには、まだ「相当の期間」を要するものと考えられる。

FOMCの金融政策も想定通り

こうした状況の下、FRBでは、10月28～29日に開催された金融政策を決定するための公開市場委員会（FOMC）において、予定通りに、資産購入プログラム（量的緩和＝QE）の終了を決めた。より正確には、FRBは2012年9月のFOMCにおける決定によって、FRBの証券保有残高を一定ペースで増やすように証券の買い増しを行ってきた（いわゆるQE3）。しかし、労働市場など経済状況の回復を鑑みて、FRBは、昨年12月のFOMCにおいて、買い増し額の縮小方針（いわゆるTapering）を表明、以来、FOMCのたびに縮小を続けてきており、ついに10月のFOMCにおいて買い増しが停止されることとなった。

こうした政策の転換にあたり、10月のFOMCでの声明文では、これまで記載されていた「甚大な労働資源の活用不足が存在（there remains significant underutilization of labor resources）」という文言が、「労働資源の活用不足が徐々に減少（underutilization of labor resources is gradually diminishing）」に置き換えられた。実際に、10月のFOMCまでに明らかになっていた9月の雇用統計でも、非農業雇用者の増加数、失業率、U6失業率ともに順調に改善しており、こうした労働市場の状況がQE3終了を支持した形である。

また、買い増しプログラムが終了したことにより、今後の金融政策、特に金利引き上げについても、記述が丁寧になった。まずは、9月の声明文とほぼ同様に、QE3終了後も現状の0～0.25%という誘導目標水準を「相当の期間（a considerable time）」維持することがおそらくは適当となろう、という記述が踏襲された。そのうえで、「雇用とインフレの目標達成に向けて、経済状況の改善が予想以上の進展を示せば、現在予想されているよりも早期にFF金利誘導目標水準の引き上げが実施されるだろう。逆に、改善が予想より遅ければ、引き上げは予想より遅い実施となろう」という懇切丁寧な説明が追加された。これは、利上げが予め決められたスケジュールに則るのではなく、その時点その時点での状況を判断したうえで決められるものであるというFRBの方針を念押ししているものと思われる。

この文言を含めて声明文全体への反応としては、FOMCが若干、タカ派よりにシフトしたという見方も示されているが、ほぼ想定通りに進んできている経済実体の軌道と同様、金融政策に関しても、超金融緩和の出口に向けて、FRBは概ね想定していた通りの道を歩んでいるものと考えられる。

以上