

Economic Monitor

米国経済 UPDATE：9 月利上げ開始は見送り

9 月 16～17 日に開催された FOMC で、FRB は、政策金利の利上げ開始を見送った。海外の経済・金融情勢を懸念したものだが、FOMC メンバーは、GDP 成長率や政策金利の長期見通しを下方修正した。足元の米国経済は、輸出や設備投資にやや不安を残しながらも、雇用の安定した増加を背景として家計消費や住宅建設といった個人部門が堅調に伸びており、総じて良好に推移している。ただし、海外の不安要因を振り切ってまで利上げを決断できるほどに過熱した状態ではなく、利上げ開始時期がさらに先送りされる可能性もある。

利上げ見送り、海外経済情勢に加え米国経済の過熱感の薄さも

米国で FOMC（連邦公開市場委員会）が 9 月 16～17 日に開催されたが、焦点となっていた政策金利の引き上げは見送られることとなった。前回声明文と今回声明文を比較すると、今回は、「最近の世界の経済および金融情勢の展開は、経済活動をいくらか抑制するかもしれず、短期的にはインフレにさらに下方圧力を及ぼすことが考えられる」との一文が追加されており、これが利上げ見送りの大きな要因であると分かる。声明文ではさらに、「FOMC は海外情勢の展開を監視する」としている。イエレン議長は、記者会見において今回の決定について丁寧な説明を加えているが、中国経済などの減速への懸念、世界各国での株価の下落とその後の市場の乱高下など、新興国を中心に海外経済情勢が不安定さを増していることが、米国の経済活動とインフレに悪影響を及ぼす恐れがあり、この点を含めた総合判断として今回は利上げを見送り、様子を見ようという趣旨である。

では、いつまで利上げを先送りするのか。イエレン議長は、記者会見の冒頭発言において、「これらの（海外の）最近の展開からくる影響を過大評価するつもりはなく、我々の経済見通しを根本的に変えてしまうようなものとは考えていない」と明言しており、これまで用心深く構築してきた金融政策正常化への道筋自体が崩れつつあるというわけではない。声明文も、海外情勢へのコメントが追加されたほかは、ビジネス分野の固定投資の評価を上方修正したくらいでほとんど変化はない。今回公表された FOMC メンバーによる 2015 年末の金利見通しの分布は、マイナス 0.125%（＝利下げ）が 1 名登場しており、そのほか、0.125%（利上げなし）が 3 名いるが、0.375%（利上げ 1 回）が 7 名で最多、0.625%（利上げ 2 回）が 5 名、そして 0.875%（2 回の利上げのうち 1 回は 0.5Pt）が 1 名となり、年内の利

FOMCメンバーによる経済見通し(中心レンジ¹⁾)

	2015	2016	2017	2018	長期
実質GDP成長率 ²	2.0～2.3	2.2～2.6	2.0～2.4	1.8～2.2	1.8～2.2
(6月FOMCでの見通し)	1.8～2.0	2.4～2.7	2.1～2.5	n.a.	2.0～2.3
失業率 ³	5.0～5.1	4.7～4.9	4.7～4.9	4.7～5.0	4.9～5.2
(6月FOMCでの見通し)	5.2～5.3	4.9～5.1	4.9～5.1	n.a.	5.0～5.2
個人消費デフレーター ²	0.3～0.5	1.5～1.8	1.8～2.0	2.0	2.0
(6月FOMCでの見通し)	0.6～0.8	1.6～1.9	1.9～2.0	n.a.	2.0
個人消費デフレーター(コア) ²	1.3～1.4	1.5～1.8	1.8～2.0	1.9～2.0	—
(6月FOMCでの見通し)	1.3～1.4	1.6～1.9	1.9～2.0	n.a.	—
FF金利誘導目標水準 ⁴	0.375	1.375	2.625	3.375	3.50
(6月FOMCでの見通し)	0.625	1.625	2.875	n.a.	3.75

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。

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。

注4: 中心レンジではなく参加者全員による各年年末の見通しの中央値

出所: FRB

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。見通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。

上げ開始派が依然として多数を占めている。

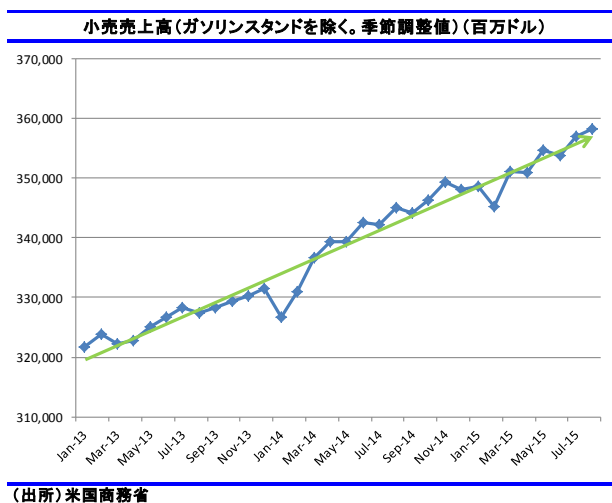
このように海外情勢が利上げ見送りの主因として前面に出ている一方で、米国国内経済の状況についても、利上げの必要性に差し迫ったものが感じられないという面がある。FOMC メンバーによる経済・金利見通しをみると、長期の見通しの部分で、実質 GDP 成長率、政策金利が 6 月と比べて引き下げられており、米国の潜在成長率が 6 月時点に想定していたよりも実際には低く、政策金利の均衡水準も 0.25Pt 低くなるというように、FOMC メンバーの米国経済に対する見方が変化している。ゴールとなる政策金利が低下すれば、今後の利上げペースもより緩やかなものでも良いということになる可能性が高い。

また、後述するように、米国経済は、雇用の安定した増加を背景として家計消費や住宅建設といった個人部門が堅調に伸びており、総じて良好に推移しているが、労働需給では、失業率が 5.1%まで低下してもなお労働参加率は停滞して賃金上昇ペースも加速せず、設備についても稼働率に余裕があるなど、経済に過熱感が生じていない。海外経済が落ち着きを取り戻して年内には利上げ開始というのがメインシナリオではあろうが、もし海外で不安定な状況が続くようであれば、年明けまで利上げ開始が先送りされる可能性も低くはないとみられる。

以下、米国経済の現況を、需要項目別に概観する。

個人消費は安定した増加が続く

個人消費に関して、小売売上高の状況から足元の状況を見ると、8 月は前月比 0.1%増、昨年来のガソリン価格乱高下の影響を除いて実態のトレンドをみるために、ガソリンスタンドの売上げを除外して算出してみると、同 0.3%の増加となった。過去 3 か月の平均伸び率は前月比 0.3%増、1~8 月の平均伸び率は同 0.4%増、2013 年 1 月からの平均でも同 0.4%増と安定して伸びており、右図に見られるように、8 月もそうしたトレンド上にある。店舗業態別では、自動車・同部品（1~8 月平均で同 0.6%増）が牽引しているものの、自動車とガソリンを除いても、同 0.3%増加している。無店舗販売やスポーツ・趣味・書籍等店舗が伸びている（1~8 月平均で同 0.6%増）。



背景には、順調な雇用の拡大があり、そのため消費者信頼感指数も引き続き高水準で推移している。ただし、昨年来のガソリン価格低下による家計の購買力（実質可処分所得）向上の影響は、相変わらずほとんど見られず、また、信頼感指数も今年に入ってから上昇が止まり、頭打ちとなっている。足元では、9 月のミシガン大学消費者信頼感指数が前月比で約 6Pt 低下した。個人消費や雇用に関連する直近 8、9 月の指標には特段の悪化は見られず、これは、最近の株価の乱高下や新興諸国の為替急落などが消費者心理に影響を及ぼしつつあるものと考えられる。

この先の消費の見通しについては、これらの不安要素も影響して、当面は増加ペースが加速することは考えにくい。その一方で、株価の下げが現状程度であれば、逆資産効果を通じて消費を冷やすには至らず、

また、雇用増と消費増の好循環は途切れていないことから、引き続き、均せば前月比 0.3%程度の緩やかな増加が続いていくことが想定される。

住宅着工・着工許可件数は増加トレンドの中、小幅な動き

次に、住宅投資に関しては、ここ数か月、住宅着工件数、着工許可件数ともに、前月比で 10%以上の増減が生じるなど激しい動きを見せていたが、8 月は着工件数が前月比 3.0%減、着工許可件数が同 3.5%増となり、比較的安定した状況となった。右図でトレンドをみれば、住宅建設が一段上の水準へとシフトしつつあるとみられる。

住宅建設の内訳（共同住宅（賃貸中心）と一戸建て（持家中心））をみると、いずれについても増加トレンドが継続しているが、共同住宅は、4、6 月にそれぞれ着工件数が前月比 4 割近く増加した後、7 月に 2 割超減少し、8 月もマイナスとなるなど、やや一服感が出ている。ただし、消費者物価指数（家賃）は直近の 8 月も前月比 0.3%と高めの上昇が続いており、賃貸住宅の新規建設余地はいまだ大きいものと考えられる。

他方、一戸建ては 8 月の着工件数はマイナスとなったが、7 月に約 1 割増えており、足元で堅調さを維持している。住宅投資の「3 重苦」（住宅ローンの審査基準の厳しさ、若年層家計を圧迫する学生ローンの残債、鈍い賃金上昇率）は基本的には変わってはおらず、住宅取得が難しい環境が続いているものの、雇用改善が安定的に持続していることから、持家需要も緩やかながら着実に拡大しているものと考えられる。

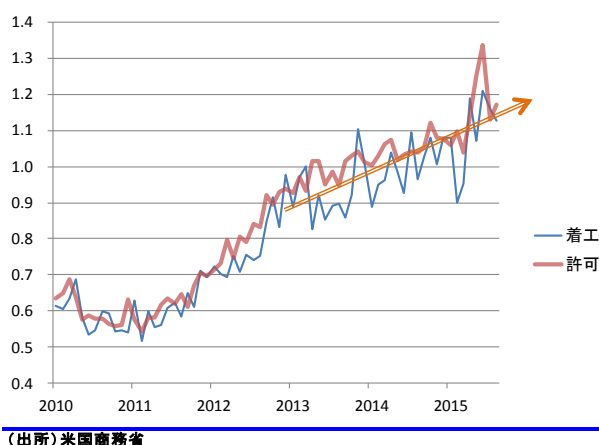
設備投資回復期待に水を差す稼働リグ数減少

設備投資については、先行指標となる資本財コア（非国防資本財（航空機を除く））受注がようやく増加傾向になってきたものの、今年上半年の GDP を引き下げる大きな要因となってきた鉱業関連の構築物投資が、下期も依然として引き下げ要因として働きつづける懸念が出てきた。

資本財コア受注は、6 月が前月比 1.5%増、7 月も同 2.1%の増加となり、8 月こそ同 0.2%減となったものの、トレンドは上向きになりつつある。

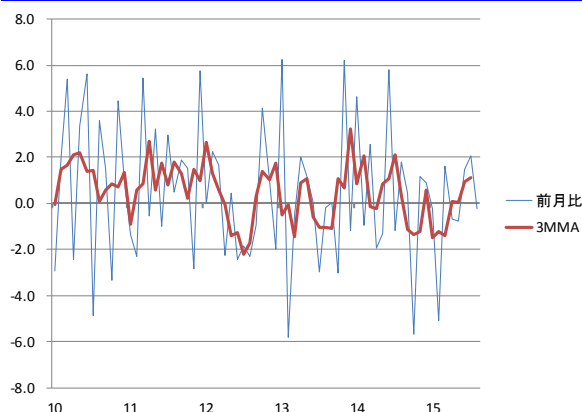
その一方で、底打ちしかけていた原油・ガス掘削リグの稼働数が再度、減少に転じている。リグ稼働数の増減率は、鉱業関連の構築物投資の増減率と概ね一致した動きを示す。リグ稼働数の増減を週次でみると 4 月頃からは徐々に減少ペースが緩やかとなり、6 月の第 4 週でついにわずかではあるが増加に転じた。その後は徐々に回復傾向を強めていたものの、8 月中旬はほぼ横ばいで推移した後、下旬から 9 月にかけて再度減少に転じた。直近の 9 月 18 日時点では、6 月につけた底の水準を下回っている（稼働数は、米石油サービス会社 Baker Hughes の Rig count のデータによる）。このペースでいくと、7～9 月期の稼働数は前期比年率 15～20%程度のマイナスとなり、鉱業関

住宅着工件数、許可件数（年率、百万戸）



（出所）米商務省

非国防資本財（航空機除く）受注の推移（%）



（出所）米商務省

連の構築物投資も同程度の減少率となる可能性が高い（GDP を 0.1Pt 強、設備投資を 0.6～0.9Pt 程度、各々引き下げ）。

外需は 7 月の改善は継続困難か

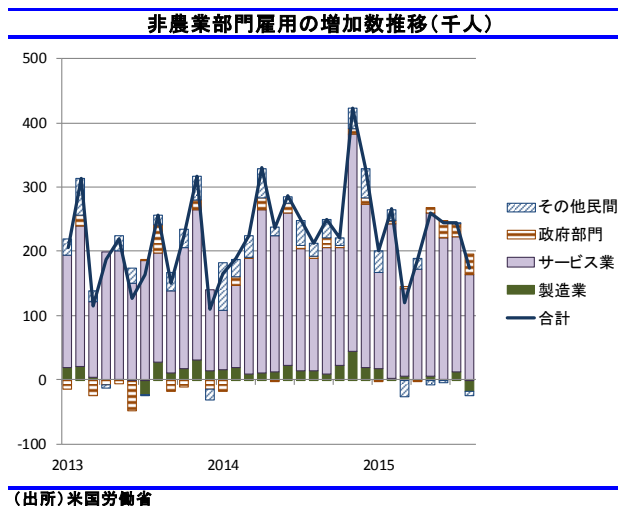
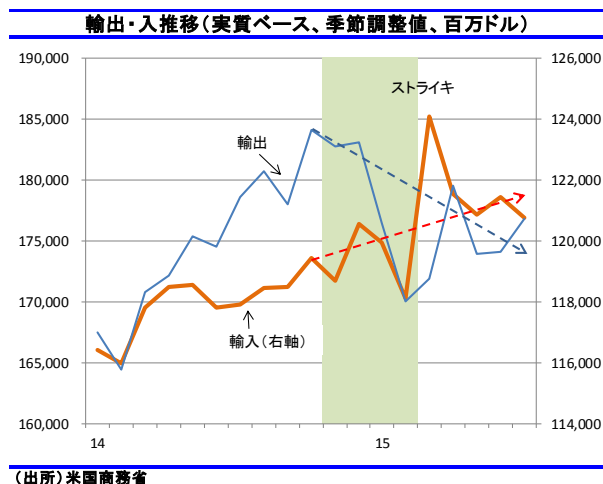
次に、外需に関しては、7 月の実質輸出が前月比 0.9% 増、実質輸入は同 0.9% の減少となった。輸出では、自動車・同部品が同 4.7% 増と大きく伸びて牽引した。輸入は、飲食料と消費財がともに同 5% 以上と大幅に減少したために、その他の主要品目はプラスだったが、全体でマイナスとなった。前月比減少が続いていた資本財輸入は、同 0.5% 増と 4 カ月ぶりにプラスに転じた（品目別増減は名目ベース。以下同）。

輸出のトレンドは、西海岸港湾労働者のストライキによる急減からの回復の途上にあるが、昨年来の動きの中でみれば、スト前の昨年 10 月をピークとしての減少傾向から依然として脱していない。輸出は、今後も、ドル高の悪影響を受けることになる。ドル高の状況を名目実効為替レートで確認すると、今年 3 月まで 8 か月連続の上昇の後、4、5 月の小休止をはさみ、6～8 月は再びドル高が進行しており、9 月の足元の水準は、前年同月比で 14% 上昇している。また、輸出の 7.6%（2014 年）を占める中国経済の減速に加え、19.2%（ただし、サプライチェーンの一部としての輸出が大半ではある）を占めるカナダのリセッション入り、さらには 2.6% を占めるブラジルの深刻な景気後退など、外需をとりまく環境は悪化の一途を辿っている。輸出の先行きは楽観できない。

他方、輸入については、依然として、2 月のストライキによる急減からの回復、および、昨年来の増加トレンドの軌道上にあるものとみられる。7 月単月では前月比マイナスとなったものの、このまま輸入の伸びが腰折れしていく要因は見当たらない。8 月以降は、国内消費の拡大に合わせてトレンド程度の増勢を続けていくものと考えられる。

雇用は安定的かつ順調に拡大、賃金上昇は前月比ではやや加速

このように、米国経済は個人部門に牽引されているが、その個人部門は雇用の安定的かつ順調な拡大に支えられている。8 月の雇用増加数（農業部門を除く。前月比）は、17.3 万人増となった。8 月単月では 20 万人を下回ったものの、6、7 月が上方修正されたために直近 3 か月では平均 22.1 万人増、年初来では 21.2 万人増と安定して増えている。失業率も、7 月から 0.2Pt 低下して 5.1% となり、2008 年 4 月以来の水準に低下、また、失業の定義を広げて推計した U6 失業率は 7 月から 0.1Pt の低下で 10.3% と 2008 年 6 月以来の低水準となっている。長期失業率は 7 月と同じ 1.39% にとどまったものの、低下ト



レンドは崩れていないものとみられる。

このように労働市場では、雇用増・失業減が順調に継続しているその一方で、労働参加率や賃金上昇率の停滞は、労働市場に依然として不稼働な労働力が残されていることを示している。具体的には、労働参加率は、3か月連続で62.6%に張り付いたままで、改善していない。賃金（時給）上昇率も、8月は7月と同じ前年同月比2.2%増となり、2009年8月を最後に2.3%以下の伸びが続く。

ただし、毎月20万人以上の雇用増というペースが、着実に失業率を引き下げていることは事実である。転職などに伴い一定数は失業が発生すること（自然失業率）を考慮すれば、近年の動きがそういつまでも続いていくことはありえず、近々、賃金上昇率の加速という臨界点を越えることになる。現状は、自然失業率が思ったより低く、臨界点越えの時期が後ずれしている形ではあるが、賃金上昇率は前月比では6月以降、横這い、+0.24%、+0.32%と足元で加速傾向が見られており、これがどこまで継続するのかが注目される。

以上