

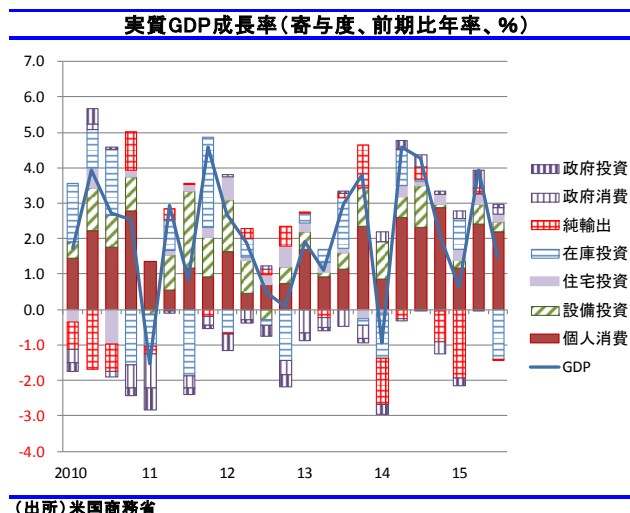
米国経済 UPDATE: 7～9 月期 GDP も堅調で年内利上げ開始に一步前進

米国の 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 1.5% 増となった。在庫投資のマイナス寄与を除けば同 2.9% 増となり、米国経済は堅調を維持しているといえる。好調な個人消費や住宅投資などの個人部門が、引き続き経済を牽引している。また、GDP 統計発表の前日に公表された 10 月の FOMC 声明文では、次回 12 月の FOMC での利上げ開始の可能性が明記された。8、9 月の雇用増加数の鈍化などから利上げ開始時期先送りの見通しが高まっていたが、FOMC 声明文と好調な GDP 統計によって、これが覆されて年内利上げ開始に一步前進した形となっている。

7～9 月期 GDP は個人部門が牽引して堅調

米国の 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 1.5% 増となった。各需要項目の寄与度をみると、在庫投資のマイナス（▲1.4%Pt）が大きく、これを除けば同 2.9% 増と 4～6 月期（同 3.9% 増）に続いて潜在成長率を超える高めの成長が続いている。

需要項目別にみていくと、個人消費は、前期比年率 3.2% 増加した。財とサービスに分けると、財は同 4.5% 増。そのうち、耐久財が同 6.7% 増であり、自動車も同 5.1% 増と好調。2014 年以降の各四半期の伸び率を平均すると、財消費が同 3.9% 増、耐久財が同 6.7% 増、自動車が同 6.5% となっている。ここ 2 年ほどの好調な個人消費は、財消費、特に耐久財消費が支えており、その状況は直近においても変わっていない。その一方で、サービス消費も、7～9 月期は同 2.6% 増となり、今年に入ってから継続して 2% 台の成長を続けて安定して伸びている。



これに対して、設備投資は前期比年率 2.1% 増となり、伸び率は 4～6 月期（4.1% 増）からほぼ半減した。機械投資は同 5.3% 増えたが、構築物投資が同 4.0% 減少した。鉱業関連構築物投資が同 47.1% 減少して全体を引き下げた。後述するように油価の低迷が影響して米国の原油・ガス掘削リグ稼働数が減少を続けるなど、鉱業関連構築物投資は 3 四半期連続で同 4 割以上の減少を続けており、10～12 月期も減少が続く可能性がある。

住宅投資は前期比年率 6.1% 増。4～6 月期の伸び（9.3% 増）からは鈍化したが、6% という伸び率は 2011～2014 年の平均（6.3% 増）程度とそれほど悪い数値ではない。足元でも、住宅建設動向は依然堅調を維持しており、10～12 月期以降も概ね順調に推移していくことが見込まれる。

純輸出は、GDP 成長への寄与度こそ ▲0.0% とほぼ横這いを維持したが、輸出は同 1.9% 増（4～6 月期は同 5.1% 増）、輸入も同 1.8% 増（同 3.0% 増）と伸びは大きく鈍化した。輸出先市場の経済減速やドル

高を受けて輸出が振るわない一方で、輸入も弱めの数値となった。

以下では、各需要項目に関する月次指標を概観することにより、足下の米国経済の動きを確認する。

個人消費は自動車販売が牽引

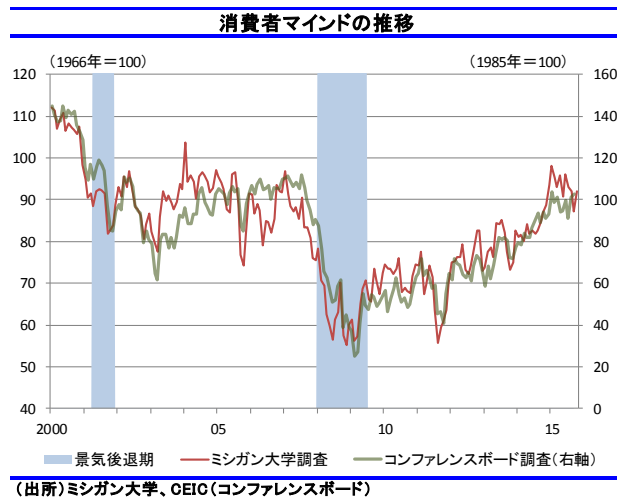
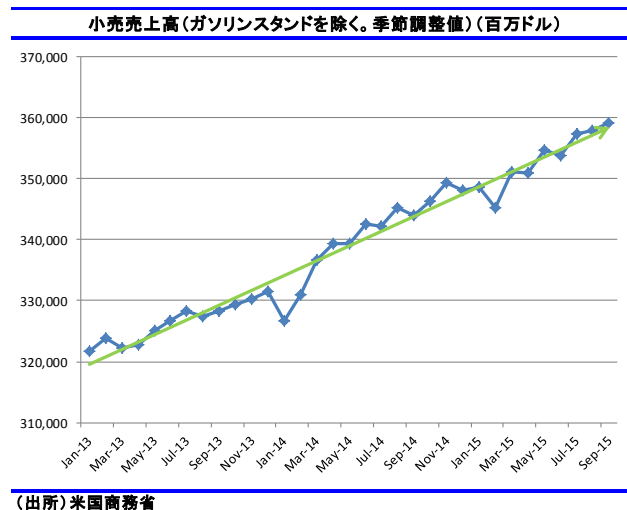
個人消費に関して、小売売上高の状況から財の消費の状況をみると、9月は前月比横這いとなった。これに対して、ガソリンスタンドの売上げを除外して、昨年来のガソリン価格乱高下の影響を除いた実態のトレンドをみると、同0.4%の増加となる。1～9月平均でも同0.4%増となっており、右図に見られるように、小売売上高は、堅調な増加が続いている。

店舗業態別では、9月は、自動車・同部品が同1.7%増と牽引した。1～9月平均でも自動車・同部品は同0.7%増となっており、消費の伸びを支えている。小売売上高からガソリンスタンドだけでなく自動車も除くと、9月単月では同0.1%減、1～9月平均でも同0.2%増と増加ペースはかなり減速する。現在の堅調な個人消費は、その伸びの半分程度を自動車販売が支えており、そうした傾向が9月は強く出ている。

自動車の販売増は、新車販売統計からも確認できる。9月の新車販売台数（乗用車・ライトトラック）は、3か月連続して前月比増加して年率1,807万台となり、2005年7月以来の水準に達した。雇用が増加し、かつ、抑制気味であるとはいえ賃金も増えていて、可処分所得が上昇している家計の懐具合には余裕がある。そうした中で、ガソリン価格が低下する一方で、住宅ローンは審査が厳しくて借りられなくても自動車ローンであれば借入可能となれば、消費者が新車購入に向かうのは自然な流れであろう。

こうした新車販売の増加に対しては、自動車版サブプライム・ローンの増加など、クレジットリスクの高まりを懸念する見方もある。確かに、自動車ローン残高は近年急速に増えて約1兆ドルにまで達しており、それに伴ってサブプライム・ローンの残高もまた増加してきている。しかし、自動車ローン全体に占めるサブプライム・ローンの割合が大きく増えているわけではなく、また、自動車ローンの延滞率に上昇傾向も見られない。したがって、米国経済のリスク要因としてフォローしておくことは必要であろうが、少なくとも現時点ではメジャーなリスクと考える必要はないとみられる。

今後の消費の見通しについては、消費者信頼感指数をみると、今年に入ってから上昇が止まり頭打ちとなっていたが、足元では持ち直しの動きを見せている。10月のミシガン大学消費者信頼感指数は、前月比で約3Pt上昇、また、コンファレンスボードの信頼感指数も、8、9月は連続して前月比プラスとなっている。後述するよう



に、輸出や鉱業関連の設備投資などは減少傾向にあるが、現状程度のマイナスであれば個人消費に大きな影響を及ぼしてくることはないものとみられ、引き続き、緩やかな増加が続いていくことが想定される。

住宅建設動向は増加トレンド維持

次に、住宅投資に関して住宅建設動向をみると、こちらも、概ね堅調な増加傾向を辿っている。9月の住宅着工件数は、共同住宅が牽引して前月比 6.5%増の 120.6 万件、着工許可件数については、共同住宅が不調で同 5.0%減の 110.3 万件となった。許可件数は前月比減少したものの、これも増加トレンドの中での動きとみられ、比較的堅調な住宅投資という姿に変わりはない。

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、一戸建てについてはペースは緩やかながら着実に増加してきているのに対して、共同住宅は6月頃までの急増の後には減少傾向となり、やや一服感が出ている。

今後の見通しについては、まず、一戸建ては、NAHB 住宅市場指数（建設業者への現在および将来の売上状況等についてのアンケート調査）でみると、10月は前月比 3Pt 上昇して 64 となり、2005 年 10 月以来の高水準となった。指数の内訳では6か月先までの将来指数が 7Pt 上昇して 75 となるなど、業者は市場の活性化を見通している。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いないものの、雇用・所得の拡大が長く続いていること、ローン審査基準も優良ローンについては緩和傾向にあることなど、環境は少しずつ改善に向かっている。一戸建ては、今後も着実な増加が見込まれる。

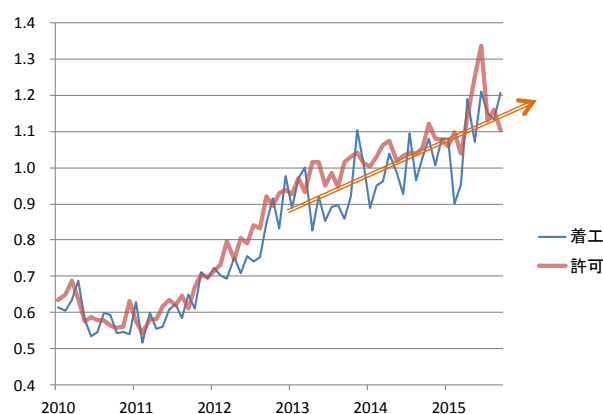
また、足下でやや不調となっている共同住宅についても、消費者物価指数（家賃）が直近の9月は前月比 0.4%上昇と上昇ペースを加速して 2007 年 10 月以来の上昇率となっており、賃貸住宅の需給は依然として引き締まった状態にあるものとみられる。そのため、賃貸住宅建設は再度、増加に向かうことが予想される。

以上より、住宅投資もまた、個人消費と同様に緩やかな拡大の継続が見込まれる。

稼働リグ数が減少を続け設備投資を下押し

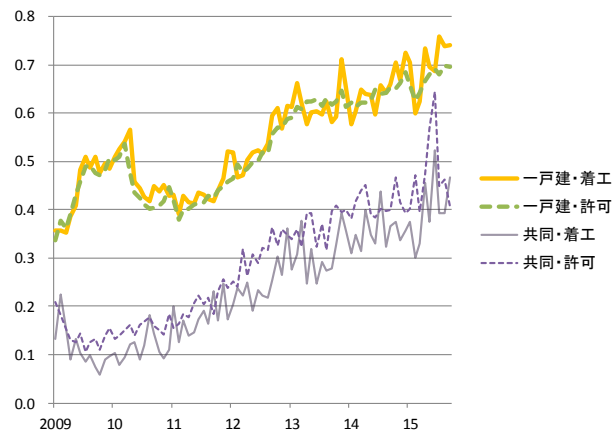
設備投資については、先行指標となる資本財コア（非国防資本財（航空機を除く））受注が足下で萎みつつあり、また、今年上半期の GDP を引き下げる大きな要因となってきた鉱業関連の構築物投資も、下期も依然として引き下げ要因として働き続ける状況となってきた。

住宅着工件数、許可件数（年率、百万戸）



（出所）米国商務省

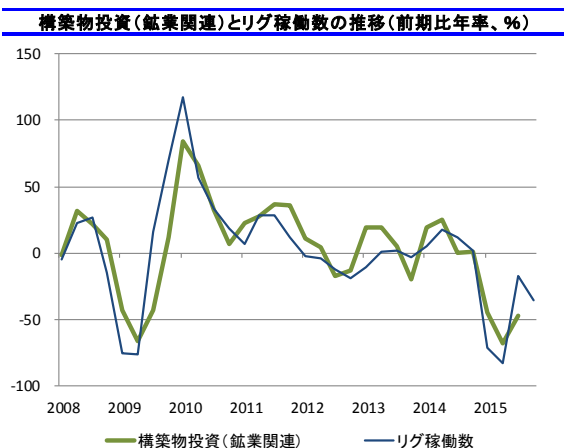
住宅着工・許可件数（建物種類別年率、百万戸）



（出所）米国商務省

資本財コア受注は、6月が前月比1.5%増、7月も同1.9%増となり増加傾向が見えつつあったが、8月が同1.4%減、9月も同0.1%減となり、トレンドは再び下向きになりつつある。

さらには、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月と7月に857で一旦底を打った。その後は増加に転じて徐々に回復傾向を強めていたものの、8月下旬から再度減少に転じ、直近の10月30日時点では、稼働リグ数は775まで低下している（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）。仮に稼働数が回復せずに年末まで足下の水準が続くとすると、10～12月期も、稼働数は同3割以上減少することになり、設備投資全体の足を引っ張り続ける恐れが出ている。

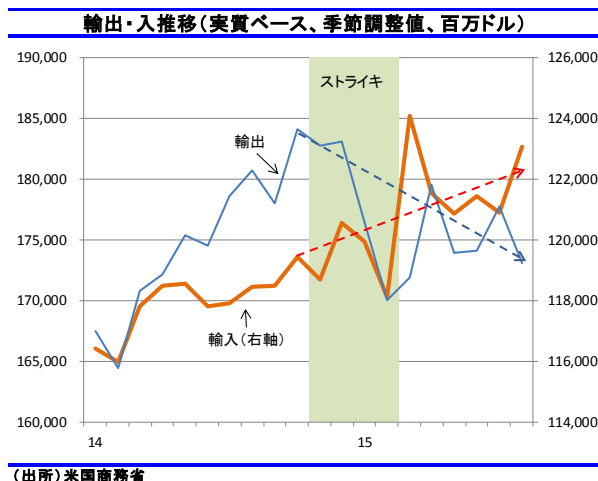


この1年で、リグの稼働数および鉱業関連の構築物投資の絶対額が急激に縮小したために、その不振がGDPに与えるインパクトもまた縮小してきているが、それでも10～12月期においてもGDPを0.2%Pt程度、設備投資全体を1%Pt以上、引き下げる可能性が出てきた。

8月の外需は大幅な悪化

次に、外需に関しては、8月の実質輸出が前月比1.5%減、実質輸入は同3.1%の増加となった。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ったが、それもほぼ一巡、スト前の昨年10月をピークとした減少トレンドへと収斂しつつある。主要品目別では、8月は資本財が同0.3%増と加勢を維持している他は、全て（消費財、投入財、飲食料、自動車・同部品）でマイナスとなった。昨年来のトレンドでは、資本財と消費財で悪化が目立つ。

こうした輸出減少の背景としては、新興国を中心とする海外経済の減速と、ドル高が挙げられる。海外経済については、中国、カナダ、ブラジルなど、主要輸出先国で経済がリセッション入り（カナダ、ブラジル）、あるいは減速（中国）をしているさなかであり、当面は、輸出先市場の景気加速は期待しにくい。



また、ドル高についても、名目実効為替レートは、今年3月まで8か月連続で上昇した後、4、5月の小休止をはさみ、6～9月は再びドル高が進行しており、9月は前年同月比で15%上昇した。10月にはややドル安方向に戻っていたものの、米国が、この先、利上げを開始して、その後スローペースとはいえ利上げを継続していくことを見込めば、ドルは緩やかながら上昇していくものと考えられる。このように、輸出に対する逆風が続く。

他方、輸入については、ストライキによる急増減を経て、昨年来の増加トレンドの軌道上に戻っている。8月は輸入が急増しているため9月はその反動から前月比では減少に転じる可能性があるが、トレンドとしては、引き続き、国内消費の拡大に合わせて増勢を続けていくものと考えられる。その結果、貿易収支は、マイナス幅が拡大する。今後、外需はGDPのマイナス要因として寄与することが見込まれる。

8、9月の雇用が減速

このように、米国経済は引き続き個人部門に牽引されて成長を続けているが、その個人部門を支えてきた雇用の拡大ペースが足元で鈍化している。9月の雇用増加数（農業部門を除く。前月比）は、14.2万人増となった。8月の増加数も、速報値の17.3万人が13.6万人へと下方修正された。振れを均すために3か月ごとの平均をとると、4～6月が平均23.1万人増であったのに対して、7～9月は平均16.7万人増となり、増加幅が3分の2に縮小した。ヘルスケア関連や派遣労働者の伸びが鈍化した。

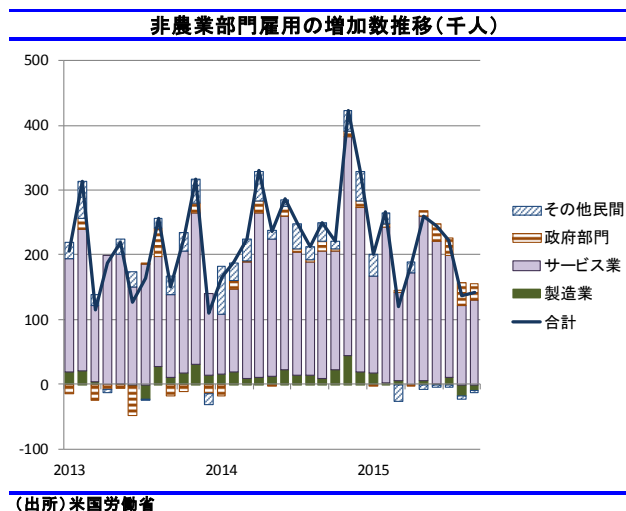
ただし、失業関連統計には悪化の兆しは出ていない。失業率は、8月と同じ5.1%にとどまり2008年4月以来の低水準を維持した。失業の定義を広げて推計したU6失業率は8月から0.3Ptの低下で10.0%と2008年5月以来の低水準、長期失業率は8月から0.05Pt低下して1.34%となり、こちらは2008年9月以来の低水準となっている。週次で集計される失業保険新規申請者数も足元の10月24日では26.0万人となるなど減少傾向が続いており、1988年、2000年、2006年など、過去、バブル景気を謳歌していた時期と同水準ないしはそれを下回る水準まで減少してきている。

そのため、雇用増加ペースが鈍化しても、今のところは賃金への影響は小さい。9月の時給上昇率は、前年同月比では3か月連続して2.2%増となった。2009年後半以来続く1.5～2.5%のレンジ内に引き続き収まっている。ただし、足元の動きをより正確に示す前月比では時給上昇率は0.04%減となり、ごくわずかながら昨年12月以来の減少に転じた。今後、雇用情勢にどのような動きが生じるのか、これまで以上に注意が必要となってきた。

10月FOMCの声明は既往スタンス維持の表明

こうした雇用増の鈍化などから、10月FOMC（27～28日）を迎える前には、FRBによる利上げ開始が年明けにずれ込むのではないかとという見方が増えて来ていた。

しかし、そうした中で公表された10月FOMCの声明文は、年内利上げ開始の可能性を明示した内容となり、予想外にタカ派との受け止め方が大勢となった。具体的には、声明文では、「次の会合で誘導目標レンジを引き上げることが適切かどうかを決めるにあたっては、委員会は最大限の雇用と2%のインフレという目標に向けて、実績値と予想値の双方の動きを評価していく」と、直接的な言葉を用いて言及している。そのため、FF金利先物からみる年内利上げ開始の可能性も47%（10月30日時点）と、ほぼ半々



のところまで上昇した。

ただし、これまでもイエレン議長は年内利上げの可能性に繰り返し言及してきていることを考えれば、これはイエレン議長がタカ派にスタンスを変えたのではなく、むしろこれまでのスタンスを維持していることを改めて示したものだといえる。上記のように、市場が、利上げ開始は年明け以降という流れに傾いてきていたために、今回の **FOMC** でこうした明示的な文言を入れておかないと、利上げ開始先送りの見方が既成事実化してしまい、12 月に利上げをしようとしたときに、マーケットに与える影響が過度に大きくなってしまう恐れがあった。したがって、**FRB** は、この文言を通して、年内利上げというオプションを確保しようとしたものと考えられる。

また、9 月 **FOMC** での利上げ開始見送りの大きな要因となった新興国経済や市場の混乱について、前回の声明文では、「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ない、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」と記載していたが、今回の声明文では、これを削除した。9 月 **FOMC** 以降、米国の利上げが遠のいたことにより市場が落ち着き、この面での利上げ環境は整ってきた。ただし、今回、「タカ派」と受け止められる声明文が出されたことにより利上げ期待が高まり、それが再度、市場の混乱に繋がっていく可能性もある。この点について、**FRB** では、今回声明文にも書かれているように「注意深く見守る」スタンスである。

以上を踏まえた上で、利上げのタイミングを見通せば、個人部門を中心に堅調な国内経済指標が続くことと、比較的落ち着いた新興国経済・市場動向を前提に、現時点では、12 月の利上げ開始をメインシナリオとするのが妥当であると考えられる。

以上