

米国経済 UPDATE：利上げ開始したが、今後のペースはさらに緩やかに

FRBは、12月15～16日に開催されたFOMCで、政策金利の引き上げ開始を決めた。だが、米国経済の実体は、個人消費や住宅投資は堅調に推移しているものの、輸出が弱く、早期の過熱が懸念される状態とはいえない。また、海外経済情勢などの懸念要因も消えてはならず、そのために当面の利上げペースは非常に緩やかなになるものとみられる。2016年の利上げは、0.25%Pt×2～4回程度となる見通しである。

2016、2017年の利上げペースはより緩やかに

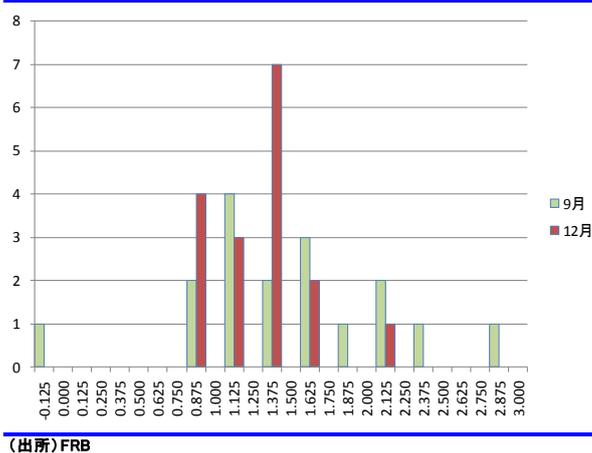
米国でFOMC(連邦公開市場委員会)が12月15～16日に開催され、政策金利(FF金利誘導目標水準)が0.25%Pt引き上げられ、0.25～0.50%となった。前回10月のFOMC声明文で、12月利上げ開始の可能性を強く示唆し、それ以降も発言の機会があるごとに繰り返し年内利上げに言及するなど、FRBは今回の利上げを事前に市場に浸透させることに努めてきた。そのため、利上げ自体にサプライズは全くなかった。

むしろ、今回注目されたのは来年以降の利上げペースであり、イエレン議長自身、これまでも、いつ利上げを開始するかではなく、その後の利上げ経路まで含めて見てほしいと強調していた。そこでFOMCメンバーによる2016年末の政策金利予測をみると、中央値は、9月FOMCも今回のFOMCも1.375%で変わらない。ただし、メンバーの分布の仕方はかなり変化しており、9月FOMCでは1.375%を挟んで広く、かつ、金利が上振れする方向に分布していたが、12月FOMCではむしろ1.375%が上限になりつつある。FOMCメンバーが考える来年の利上げペースは9月より鈍化しており、0.25%Ptずつ、2～4回の範囲に絞られてきているとみられる。

2017年末についても、中央値が2.625%から2.375%に低下、分布をみても、9月FOMCでは1.875～3.375%を中心として広く分布していたものが、12月FOMCでは1.875～2.375%と、9月FOMCの下限の部分に絞られてきた。

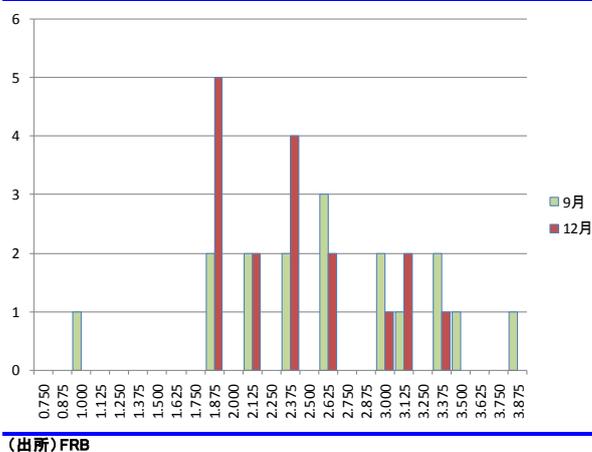
声明発表後の記者会見において、イエレン議長は、今回の利上げ開始が米国経済に対する自信を反映したものであると述べている。その上で、金融政策は発動してから経済に効果が及ぶまでに時間を要するために、その分を考慮した早めの利上げが必要となることを声明文でも記者会見でも説明している。

FOMCメンバーの政策金利予測(2016年末時点)の人数分布(人)



(出所)FRB

FOMCメンバーの政策金利予測(2017年末時点)の人数分布(人)



(出所)FRB

だがその一方で、声明文に、利上げをしてもなお、金融政策のスタンスとしては緩和的であることを明示しており、さらには、インフレ率の上昇が進まず目標未達が長引きそうであれば利上げを休止すると明言するなど、慎重さも同時に強調している。

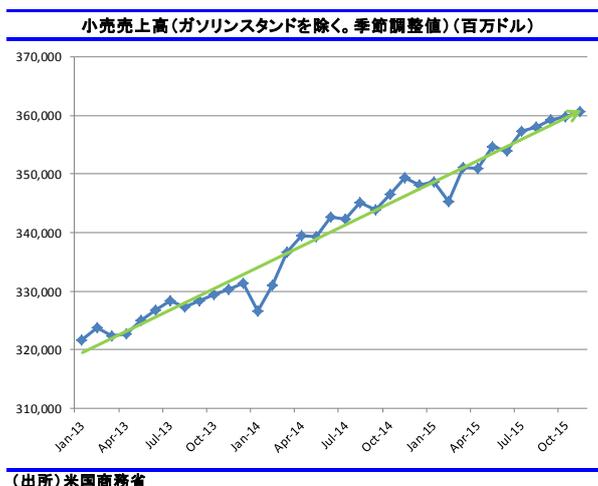
後述するように、米国経済の実体は堅調ではあるが早期に過熱が懸念される状態ではなく、労働市場の余剰も、これまで相当削減されてはきたものの、労働参加率の低さや賃金上昇率の鈍さといった形でいまだに残っている。さらには、海外経済情勢についても、声明文では言及部分が大きく減らされたものの、まだ下振れリスクとして燻っている。また、イエレン議長は、会見で、景気に中立的となる金利水準自体が現在は低下している点にも言及している。これらの諸要因を勘案した結果が、上述したような FOMC メンバーの予想利上げ経路ということであろう。

以下、利上げ決定の根拠となった米国経済の現況を、需要項目別に概観する。

個人消費はホリデー商戦が堅調にスタート

個人消費に関しては、感謝祭明けから始まるホリデー（クリスマス）商戦は、概ね順調な滑り出しとなった。11月の小売売上を商戦の対象と考えられる自動車・部品、ガソリンを除くベースでみると、前月比0.5%増となる。雇用所得環境が良く、消費者信頼感指数も高水準を維持していることから、これからの後半戦にも期待が持てそうである。

ただし、小売全体の状況は、足下でやや減速気味である。11月の小売売上高は、前月比0.2%増となった。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績をみても同0.2%増。10月（同0.1%増）に続き、やや弱めの結果となっている。これまで小売売上を牽引してきた自動車・部品が10月（同0.3%減）、11月（同0.4%減）と連続してマイナスとなったことから、小売全体の伸びも鈍化してきている。新車販売台数は、10月までは4カ月連続で増加していたが、11月は同0.4%減となった。



新車販売台数については、ここ数か月、2005年7月以来の高水準で推移しており天井感を指摘する声もある。しかし、可処分所得増、自動車ローン審査基準の緩さ、ガソリン価格低下と、消費者が自動車購入を進める条件は整っている。また、消費者が乗車している自動車の平均年数は自動車の品質向上に支えられて過去最長の11.5年にまで到達するなど、買い替え需要の先食いをしていないわけではない。これらの条件が変わらない限り、単月での好不調はあっても、トレンドとして自動車販売の緩やかな拡大が当面持続する可能性は高いものと考えられる。さらには、ガソリン価格低下により大型車志向が強まっていることも、販売金額ベースを押し上げて消費拡大に貢献していくと考えられる。

住宅着工・着工許可件数、11月はいずれも好調

次に、住宅投資に関しては、直近11月は、住宅着工件数、着工許可件数ともに前月比で10%超の増加（各々、10.5%増、11.0%増）となり好調であった。

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、許可数が前月比 26.9%増となり、2012 年 3 月以来の増加幅となった。着工件数も同 16.4%増と大幅に伸びた。共同住宅は 4~6 月の急増の後に一服感が出ていたが、再度、勢いが出てきた。ただし、消費者物価指数(家賃)は足元で上昇が鈍化してきており、市場需給がやや緩み始めている可能性もある。

一戸建ては 11 月の着工件数が前月比 7.6%増、許可件数が同 1.1%増と着実な伸びを示している。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）は基本的に変わってはいないものの、所得雇用環境の改善が安定的に継続していることから、持家への投資も緩やかながら着実に拡大している。

設備投資の加速を阻害する鉱業関連構築物投資と製造業の不振

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 6 月以降、8 月を除いて前月比プラスを続けており、9 月が同 0.5%増、10 月が同 1.3%増とペースは緩やかながら増加傾向が維持されている。

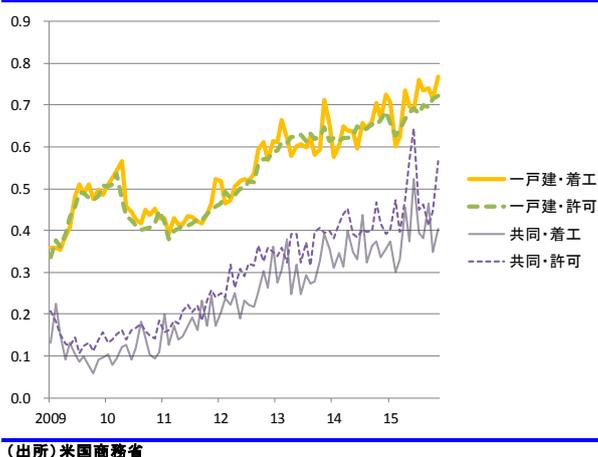
ただし、鉱業関連の構築物投資には改善が見られない。原油・ガス掘削リグ稼働数の増減率は鉱業関連構築物投資の増減率と概ね一致した動きを示すが、リグ稼働数の増減を週次でみると 6~8 月に一旦、増加に転じていたものの、その後は前週比 1~1.5%減程度で再び減少が続いている。直近の 12 月 18 日の数値は前週比横這いとなったものの、足元でのエネルギー価格の値下がりやを踏まえると、リグ稼働数が本格的に反転・増加に向かうことは当面期待できない。10~12 月期のリグ稼働数は、前期比年率 4 割程度のマイナスとなることが予想される（稼働数は、米石油サービス会社 Baker Hughes の Rig count のデータによる）。

また、後述するドル高等による輸出減少が、製造業の景況感を悪化させている。11 月の ISM 景況感指数総合（製造業）は 48.6 となり、拡大・縮小の境界となる 50 を割り込んだ。この先、製造業の設備投資に悪影響を及ぼすことが懸念される。このように、設備投資の勢いを削ぐ要因が引き続き目立つことから、この先の伸びは比較的緩やかなものにとどまるものとみられる。

外需は輸出が減少してトレンドに回帰

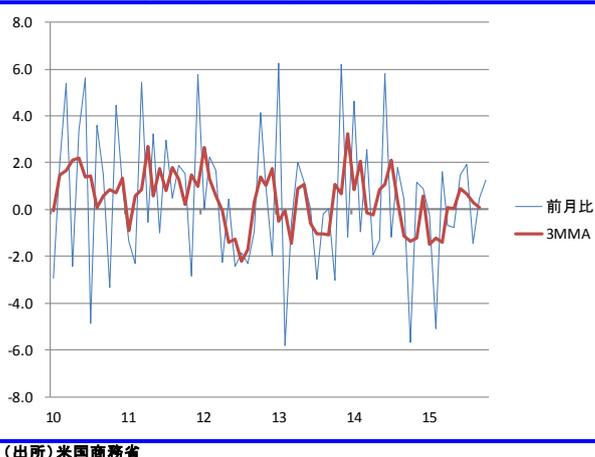
次に、外需に関しては、10 月の実質輸出が前月比 2.4%減、実質輸入はほぼ横這い（同 0.01%減）となった。

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

非国防資本財(航空機除く)受注の推移(%)



(出所)米国商務省

輸出は、9月に前月比2.8%増と急増したが、単月の振れであり、10月の減少でこの分はほぼ帳消しとなり、スト前の昨年10月をピークとした減少トレンドに回帰した。主要品目別（名目ベース）では、全て（消費財、資本財、投入財、飲食料、自動車・同部品）がマイナス。8～10月の3か月平均をみても、消費財と資本財が微増しているほかは、減少となっており、総じて振るわない。

輸出には、ドル高と、中国、カナダ、ブラジルなど主要輸出先国の経済不振とで二重の影響が出ている。ドルの名目実効為替レートでみると11、12月とドル高が進んでおり、今回のドル高の動きが始まる直前の昨年7月との比較では2割程度のドル高となっている。図の輸出の下落トレンドは、ストによる乱高下の時期を挟んだ後、ドル高による影響が顕在化してくる部分と重なるものとみられる。来年は、米国の利上げが緩やかとはいえず進むことが予想される以上、為替レートについてもトレンドとしてドル高が続くことがメインシナリオであり、輸出に対する悪影響も続くことが見込まれる。

他方、輸入については、10月は増加しなかったものの、内需の成長に合わせた昨年来の増加トレンドの軌道上にある。米国の内需が来年も堅調に伸びれば輸入の増加もまた続くことになるため、外需は、来年も、米国経済にとって成長率を引き下げる要因として作用し続けることになる。

雇用増加数は20万人台を維持、利上げの決め手に

最後に、雇用の状況について、11月の雇用増加数（農業部門を除く）は、前月比21.1万人増となった。2カ月連続で20万人台を維持し、12月FOMCでの利上げの決め手となった。業種別では、サービス業が同16.3万人増と引き続き雇用増の中心となっており、また、建設業が10月が同3.4万人増、11月も同4.6万人増と足下で増加ペースを上げており、住宅建設のほか、商業用ビル建設などの活発化も期待される。これに対して製造業は同0.1万人減となり、業況悪化の影響が出ている。

失業率は5.0%で前月と変わらず。失業の定義を広げて推計したU6失業率は前月から0.1%Pt上昇して9.9%。また、長期失業率は前月から0.06%Pt低下して1.30%となり、2008年8月以来の低水準となった。

こうして雇用増が続く一方で、賃金上昇率や労働参加率の改善は依然として鈍い。11月の賃金（民間時給）上昇率は、前月比0.2%増、前年同月比2.3%増となり、10月の同0.4%増、2.5%増から減速した。労働参加率は、0.1%Pt上昇したものの62.5%と依然として低水準のままである。このように賃金の上昇が限定的であり、また原油価格がさらに低下し、しかもドル高傾向が進んでいる状況においては、インフレも加速しない。FOMCがベンチマークとするPCE（個人消費）デフレーターは、直近10月は前年同月比で2カ月連続して0.2%上昇、PCEコアは10カ月連続で1.3%上昇と、鎮静化された状況が続いている。

