

雇用堅調だが、インフレ圧力は顕在化せず

～利上げ開始時期の見方は交錯～

趙 玉亮

要旨

米国では、4月の雇用統計が予想外の下振れとなった3月分から回復し、市場に一定の安心感をもたらした。しかしながら、個人消費や物価関連の指標が低調な内容となり、景気減速懸念は払しょくできずにいる。こうしたなか、利上げの開始時期については、一部では後ずれ観測が浮上したものの、年内に実施するとの予想は依然根強い。一方で、これまでプラス面が強調されてきた原油安・ドル高への警戒も確認されており、今後大きな注目点となる。

経済情勢の現状と先行き

15年1～3月期の米国GDP速報によれば、実質GDP成長率は、前期比年率0.2%、と2014年10～12月期（同2.2%増）から大きく減速した。内訳をみると、悪天候や西海岸のストライキなど一時的要因が影響していることから、個人消費が10～12月期から鈍化したほか、原油安・ドル高の悪影響が表面化し、設備投資や純

輸出の寄与度（年率換算）がそれぞれ▲0.4ポイントと▲1.3ポイントと、ともに経済成長率を押し下げた。先行きは、悪天候や西海岸のストライキなど一時的な要因が剥落したこともあり、内需の拡大で経済成長が加速すると見込まれる。ただし、原油安・ドル高の影響が当面残り、それが経済の下振れリスクとして意識される点に留意したい。

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	14年11月	14年12月	15年1月	15年2月	15年3月	15年4月	15年5月	直近の状況
雇用・賃金・物価関連	失業率(%)	5.8	5.6	5.7	5.5	5.5	5.4		市場予想に一致
	非農業部門雇用者数増加(万人)	42.3	32.9	20.1	26.6	8.5	22.3		市場予想にほぼ一致、3月から改善
	時間当たり賃金(前月比、%)	0.4	-0.2	0.6	0.1	0.2	0.1		伸び悩み
	(前年比、%)	2.1	1.8	2.2	2.0	2.1	2.2		
	PCEデフレーター(前月比、%)	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	0.2			伸び悩み
	(前年比、%)	1.2	0.8	0.2	0.3	0.3			
	コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1			伸び悩み
消費関連	(前年比、%)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3			伸び悩み
	小売売上高(前月比、%)	0.5	-0.9	-0.8	-0.5	1.1	0.0		市場予想に届かずにいる
	(前年比、%)	4.7	3.3	3.7	1.9	1.7	0.9		
企業関連	ミシガン大学消費者信頼感指数	88.8	93.6	98.1	95.4	93.0	95.9	88.6	市場予想を下回る
	鉱工業生産(前月比、%)	1.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3		5ヶ月連続マイナス
	稼働率(%)	79.8	79.5	79.2	78.9	78.6	78.2		小幅低下
	ISM製造業指数	57.6	55.1	53.5	52.9	51.5	51.5		総じて良好
	ISM非製造業指数	58.8	56.5	56.7	56.9	56.5	57.8		
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,007	1,080	1,080	900	944	1,135		市場予想を上回る強い結果
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,079	1,077	1,059	1,098	1,038	1,143		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	449	495	521	538	484			
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	4,950	5,070	4,820	4,890	5,210			
輸出入	輸入(前年比、%)	2.3	4.4	-1.0	-4.9	-0.2			輸入停滞の状況が続く
	輸出(前年比、%)	0.1	0.0	-4.0	-3.9	-6.5			輸出減少の幅が拡大

(資料) Datastreamより作成

4月の経済状況を確認すると、経済指標は強弱まちまちで、雇用は堅調だが、インフレ圧力は顕著化していない。

雇用関連では、失業率は5.4%と前月(5.5%)から0.1ポイント低下した。非農業部門雇用者数が3月から22.3万人増と、市場予想通りの改善を見せた。業種別にみると、原油安・ドル高の影響で「鉱業」や「製造業」での雇用が低調である。一方、建設業は悪天候など一時的な要因の剥落に伴い、大きく回復した(4.5万人増)。このほか、非製造業全般は依然堅調であった。賃金については、伸び悩んでいる状況が依然変わっていない。ただし、ウォールマートやギャップなど一部の小売企業による賃上げの動きが見られる。小売業は雇用人数が多いため影響が大きく、全体の賃金水準にどれほど反映されるか、また他業種に波及していくかが注目される。

企業部門については、ISM指数が示す経営者マインドは総じて良好であるものの、稼働率は投資が活発になるとされる80%を目前に、やや足踏みした。また、原油安・ドル高の影響を受け、鉱工業生産は5ヶ月連続でマイナスとなった。

さらに、4月の個人消費は前月比0.0%と低調だった。悪天候の影響は4月には剥落し、冷え込んだ消費は持ち直しに転じるとの期待もあったが、期待外れの結果であった。その一因として、4月の税金払いが大きく増えて家計の消費マインドを冷やしたとの説^(注1)がある。個人消費を中心に内需牽引型の経済成長が期待されているだけに、5月以降の統計データへの注目がいっそう集まりそうである。また、消費者マインドを示すミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)は88.6と、

前月の95.9から大きく低下、約2年ぶりの下げ幅を記録した。これらを受け、先行き景気減速への警戒感が再び意識されている。

住宅関連では、予想を上回った良好な内容となった。4月住宅着工件数は113.5万件と、市場予想の101.5万件を上回り、07年以来の高水準となった。これは、悪天候などで遅れた着工テンポの回復だと見てよい。建設許可件数は114.3万件で、前月比約10万件多かった。

物価面では、3月のコアPCEデフレーターは前月比0.1%(前年比1.3%)と横ばいだった。一方で、4月の輸入物価指数は前月比で▲0.3%と、10ヶ月連続のマイナスであった。生産者物価指数(4月)も、前月比▲0.4%と予想外に低下し、食品・エネルギーを除くコア指数も同▲0.2%とマイナスとなった。物価の低調さは、連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ判断にも影響すると市場では警戒が高まった。先行きは、ドル高の影響が長期化するなか、輸入物価が当面弱い動きが続く、それが国内物価を押し下げる役割を続けると考えられる。また、原油価格は60ドル/バレル前後に一定の回復を見せたものの、価格変動がまだ大きく、物価への影響としては不確実性が依然として高いと考える。

以上から、企業部門や個人消費関連の経済指標はやや弱い結果となったものの、それは一時的なものと判断される。逆に雇用の堅調さや所得改善の兆しが確認されたことから、経済成長率は4~6月期には強まると予想する。ただし、原油安・ドル高局面の下で、物価は軟調なままで推移する状況が当面続き、インフレ指標

が目標（2%）の達成にはもう少し時間がかかるだろう。

金融政策と注目点：

①利上げに関して

米金融政策の最大の注目点は利上げの開始時期であろう。利上げ時期については、年内実施の見方が根強い。ただし、消費やインフレ関連指標の低調さを受けて、景気減速懸念が払しょくできていないなか、市場の一部は、利上げが後ずれるのではないかとの観測もあった。

一方で、FRBが20日公表した連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨（4月開催分、以下4月議事要旨とする）によれば、多くのFOMCメンバーが6月の利上げは時期尚早と考えていたことや、当面は会合ごとに利上げ判断をするとの姿勢を維持するとの内容が明らかになった。また、イエレン・FRB議長は22日の講演で、「景気改善が続けば、年内の利上げが適切」であると指摘した。これは、利上げに関して「経済データ次第で年内に実施する」との従来のスタンスを改めて確認した発言と見てよいだろう。

このため、利上げの時期に関しては、観測が交錯しているものの、年内との想定は現時点で変わっておらず、秋以降に夏場の労働市場やインフレ動向などを踏まえて、最終的に決定を下すだろうと考えられる。

利上げの時期だけでなく、利上げの影響や市場との対話戦略など多くの側面も議論されている。イエレン議長は今月6日に国際通貨基金（IMF）のラガルド専務理事と会談した際に、「株式市場のバリュエーションが総じてかなり高い」、「長期金利水準が低く、FRBの利上げを

受けて、金利が急上昇する可能性がある」と利上げの影響への懸念を示した。また、4月の議事要旨では、「利上げの明確なシグナル表明について協議」するとの意見がある一方、「多くのメンバーは明確なシグナルを送ることに反対」する見方もあり、利上げに関してFRBが市場に送るメッセージは確定的なものは何もありません。また、「利上げ後の金利変動幅の拡大リスク」も同議事要旨で指摘されたが、利上げが迫りつつあるなか、こうした側面を巡る議論にも今後、留意していきたい。

②「原油安・ドル高」への警戒強める

これまで、原油安・ドル高は経済成長にとってプラスに寄与すると受け止められていた。しかしながら、足元では、原油安・ドル高が経済成長へのマイナスの影響が表面化しており、それを懸念する声が高まった。

4月議事要旨では、「原油価格の下落が予想したほどの消費押し上げにつながらなかった」、「ドル高が経済成長の足かせとなっている」と原油安・ドル高を不安視している。ちなみに、去年12月にイエレン議長は記者会見で、「原油安が今後、米国の景気に総じてプラスに働く」と指摘した。3月中旬の議会証言で、ルー財務長官は「強いドルは米国の利益だ」と繰り返しつつ、フィッシャー・FRB副議長も「ドル高は米国の良好な経済力を反映している」とドル高を肯定的に評価していた。

このように、足元では、原油安・ドル高への評価が変化しつつあることが確認された。特に、現段階のドル高は物価を押し下げるだけでなく、製造業など国内

産業の価格競争力を低下させるとともに、輸入拡大を促すことにもつながり、経済成長を押し下げる可能性のある懸念要因として、認識されつつある。今後、ドル高に関する政策当局の発言や、対応策を講じることに至るかが、大きな注目点であろう。

金融情勢

米国の長期金利（10 年債利回り）は、欧州債利回りの大幅上昇や、イエレン議長が金利急上昇の可能性を指摘したことを背景に、4 月末から 5 月半ばにかけて大幅に上昇した。それ以降は、強弱まちまちな経済指標を受けて、2.2%台前後で推移している。先行きは、景気回復予想や年内にも想定される利上げが迫るなか、上昇圧力が高まる一方、米国債市場への資金流入など金利低下圧力もある。当面、2%台前半での推移を予想する。

米株式市場は、荒い動きが続いているが、総じて上昇傾向を辿った。市場予想通りに改善した雇用統計を好感したほか、本来は下落要因であるはずの軟調な経済指標が利上げ時期の後ずれ観測を浮上させたことから、上昇する局面もあった。その後、発表された住宅関連指標も底堅

い結果となったことなどを受けて、続伸した。先行きは、株式市場はバリュエーションが高いと複数のFOMCメンバーが指摘しているように、金融政策の正常化に向かうなか、一定の調整が起きる可能性が高いと考える。その一方で、業績の底打ちから株価が上昇する余地もあり、政策動向や、FOMCメンバーの発言などをにらみながら、当面は高値圏でもみ合う展開が続くと予想する。

このほか、中国の成長減速やギリシャ問題など外部リスクは、当面残るとみられ、注意深くその動向を見る必要がある。

(15.5.25 現在)

注：

注1：詳しくは下記 Miller(2015)を参照。

参考文献：

Rich Miller(2015) “Tax Man Deserves Some Blame for Disappointing U.S. Retail Sales”, Bloomberg Business, 14 May 2015.

