

堅調な雇用環境、12月利上げは確実視される状況に

～利上げの影響や地政学リスクには要注意～

趙 玉亮

要旨

鉱業や製造業を除く米経済部門の多くは底堅い推移を続けている。こうしたなか、イエレンFRB議長の議会証言や10月の雇用統計などを受け、12月FOMCでは利上げを決定することがほぼ確実視される状況になっている。最近の金融市場では、長期金利や株式市場に大きな変動が見られたが、今後は利上げの影響や地政学リスクの高まりに注意する必要がある。

米国経済：現状と見通し

2015年7～9月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比年率で2.1%と、4～6月期の同3.9%増から減速した。しかし、経済成長を押し下げた在庫投資のマイナス寄与を除けば、2%台後半の堅調な経済成長が続いていると捉えることも可能である。今後、こうした内需が牽引する経済成長が続いていくと予想する。

一方で、最近の米経済情勢については、12月連邦公開市場委員会(FOMC)を控えて雇用の動向が非常に注目されているなか、10月の雇用統計は、市場予想を上振れて年内利上げ決定を後押しする良好な内容となった。具体的には、失業率は5.0%と前月よりさらに0.1ポイント低下した。非農業部門雇用者数は前月から27.1万人増と、8、9月に見られた雇用増加のペース鈍化から再び加速した。

雇用の動きを業種別にみると、主に建設業、卸売・小売業、医療・保健、専門職・ビジネスサービスなどで増加が目立っている。好調

な住宅市場の動向に牽引されたと見られる建設業での雇用増加は理解しやすい。これに対し、卸売・小売業での雇用急増は、主に衣服・アクセサリ(前月から2万人増)、商業ストア(同1.1万人増)、自動車販売(同0.6万人増)で起きており、堅調な個人消費を背景に好調を期待する年末商戦に備えるため例年以上の採用が行われたという一時的な要因である可能性が高い。また、医療・保健、専門

図表1 米国雇用関連指標

	15年8月 ①	15年9月 ②	15年10月 ③	③-②
失業率(%)	5.1	5.1	5.0	-0.1
非農業雇用者数増減	153.0	137.0	271.0	134.0
鉱業	-10.0	-11.1	-4.5	6.6
建設	8.0	12.0	31.0	19.0
製造業	-19.0	-9.0	0.0	9.0
非製造業	174.0	147.0	244.0	97.0
運輸・倉庫	5.2	4.9	-2.1	-7.0
公益	1.2	0.3	-0.3	-0.6
卸売	5.4	0.3	9.7	9.4
小売	4.1	5.8	43.8	38.0
情報・通信	-4.0	11.0	-1.0	-12.0
金融・保険	7.9	0.9	6.0	5.1
不動産	6.3	-0.4	-0.9	-0.5
専門職・ビジネスサービス	35.0	33.0	78.0	45.0
教育	2.8	-0.6	0.2	0.8
医療・保健	53.1	47.1	56.7	9.6
芸術・娯楽	8.2	12.1	-0.4	-12.5
その他サービス	-8.0	6.0	10.0	4.0
政府	28.0	-12.0	3.0	15.0

資料：米国労働省、単位(千人)。

職・ビジネスサービスについては、未充足求人人数 (Job Openings) と採用数 (Hires) とのギャップがこの数ヶ月間急拡大しており、こうした強い雇用ニーズが雇用の増加につながったと考えられる。

これに加え、今回は賃金上昇の加速の兆候も見られた。10月の民間部門の賃金上昇率 (時間あたり賃金の前年比、以下同じ) は2.5% (09年7月以来の高水準) と、前月より0.2ポイント高まり、今年1月以来となる上昇幅となった。業種別にみると、前月より雇用が大きく増加した産業で、賃金上昇の加速が目立つ。具体的には、建設業は前月より0.6ポイント、卸売業は同0.7ポイントそれぞれ高まった。一方、小売業については、8月から賃金上昇率がすでに加速し始めていたが、10月は3.2%と前月から変わらなかった。しかし、民間部門全体の上昇率

(2.5%) より高い水準であり、これらの部門での賃金上昇が全体を牽引した。

また、懸案だった労働市場の質的改善も一部で進んだ様子が見て取れる。長期失業率は前月より0.2ポイント上昇と悪化したが、10月の労働参加率はやや上昇したほか、縁辺労働者や経済的な理由によるパートタイム労働者も考慮に入れた広義失業率 (U6) も同0.2ポイント低下した。

労働市場以外の経済指標に目を転じると、堅調な雇用や高水準の消費者マインドを背景に、個人消費は底堅く推移している (図表2)。企業部門について、ドル高や海外経済の減速を受けて製造業は振るわなかったほか、資源安が続くなかで鉱業・採掘業も低調であるのに対し、好調な個人消費に支えられている非製造業では、景況感が良好さを保っている。

図表2 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年5月	15年6月	15年7月	15年8月	15年9月	15年10月	15年11月	直近の状況
雇用・賃金・物価関連	失業率 (%)	5.5	5.3	5.3	5.1	5.1	5.0		非農業部門雇用者数の増勢は再び加速
	非農業部門雇用者数増加 (万人)	26.0	24.5	22.3	15.3	13.7	27.1		
	時間あたり賃金 (前月比、%)	0.2	0.0	0.2	0.4	0.0	0.4		上昇率は加速
	(前年比、%)	2.3	2.0	2.2	2.2	2.3	2.5		
	PCEデフレーター (前月比、%)	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1			伸び悩み
	(前年比、%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2			
	コアPCEデフレーター (前月比、%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1			
(前年比、%)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3				
消費関連	小売売上高 (前月比、%)	1.2	▲ 0.0	0.8	0.0	▲ 0.0	0.1		前月から小幅に増加
	(前年比、%)	2.5	1.8	2.6	2.0	2.2	1.7		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	90.7	96.1	93.1	91.9	87.2	90.0	93.1	連続の上昇
企業関連	鉱工業生産指数 (前月比、%)	▲ 0.4	0.0	0.8	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2		振るわない
	設備稼働率 (%)	77.6	77.5	78.0	78.0	77.7	77.5		
	耐久財受注 (前月比、%)	▲ 2.3	4.1	1.9	▲ 2.9	▲ 1.2			冴えない
	ISM製造業指数	52.8	53.5	52.7	51.1	50.2	50.1		製造業景況感が冴えないが非製造業景況感是好調
	ISM非製造業指数	55.7	56.0	60.3	59.0	56.9	59.1		
住宅関連	住宅着工件数 (千戸、季調値)	1,072.0	1,211.0	1,152.0	1,116.0	1,191.0	1,060.0		着工件数はやや減速
	建設許可件数 (千戸、季調値)	1,250.0	1,337.0	1,130.0	1,161.0	1,105.0	1,150.0		
	新築住宅販売件数 (千戸、季調値)	513.0	469.0	503.0	529.0	468.0			新築の販売減速 中古の販売は好調さを保っている
	中古住宅販売件数 (千戸、季調値)	5,320.0	5,480.0	5,580.0	5,300.0	5,550.0	5,360.0		
輸出入	輸出 (前年比、%)	▲ 6.9	▲ 6.4	▲ 7.1	▲ 9.9	▲ 6.6			輸出の減少幅の縮小
	輸入 (前年比、%)	▲ 4.8	▲ 2.8	▲ 4.4	▲ 3.5	▲ 5.5			

(資料) Datastreamより作成

住宅関連の指標について、直近の新築販売や着工件数はやや減速を示したものの、全体としては良好な数字を示し続けている。

先行きについては、完全雇用の下で労働市場の質的改善が引き続き進むと考えられる。一方で、供給制約に直面し始めるなか、前述した小売業での一時的要因が剥落することもあり、雇用増加のペースは8月、9月に近い水準に戻るだろう。

先行きの民間消費については、好調な雇用や所得増加を踏まえ、年末商戦を迎えて引き続き好調さを維持することができよう。住宅セクターについては、家賃上昇が加速しているなかでマイホーム志向や投資需要が高まっているほか、外国人による購入も旺盛であるなど、住宅市場の回復を促すファクターが多く見られ、大方市場予想通り年内に利上げが開始されたとしても、その後の利上げペースは緩やかなものである

と想定されており、住宅部門に与える影響は限定的にとどまると考える。一方で、海外経済の減速のほか、ドル高や資源価格の低下傾向などを踏まえると、製造業や鉱業の先行きについては、引き続き低調さが続く可能性が高い。

金融政策：年内利上げ観測はほぼ確実視の状況

①10月 FOMC 声明文とイエレン議長の見解

10月 FOMC では利上げが見送られたが、

次回12月のFOMCで利上げを実施すべきか判断するとの文言が加えられた声明文が出されたことを受け、12月利上げ観測が再浮上した。11月に入り、4日にイエレンFRB（連邦準備制度理事会）議長が議会証言で「12月利上げの現実的な可能性がある」と述べ、さらにダドリー・ニューヨーク連銀総裁もそれに同調したことで、年内利上げ観測は一段と強まった。

②10月 FOMC 議事要旨

10月 FOMC は、前述した10月の雇用統計（11月6日に発表）の前に開催されたものだが、18日に公表された議事要旨の中身は FOMC メンバーにおける利上げを巡る意見を確認するうえで有益である。今回の議事要旨は、9月分の議事要旨より利上げのタイミングやペースについての議論に多くの紙面を割き、一步踏み込んだ内容となった（図表3）。

図表3 10月議事要旨における利上げ関連の内容

参加者全体		大半の参加者は12月のFOMCまで利上げの条件は整う可能性が高い。利上げの開始タイミングより、その後のペースが重要だ
早期利上げを巡る意見	積極派	政策決定の遅れを回避する理由
		金融市場の不確実性を増す
		政策正常化の開始を市場により重要だと思わせる
		超低金利下、金融不均衡を生じさせる
		経済回復に対する自信のシグナル
	連邦公開市場委員会の信頼性を損なう	
	慎重派	危機管理のアプローチで早期利上げに対する慎重な意見
		海外金融市場の変動への懸念は弱まるものの、経済減速したりや物価目標が達成できない潜在性がある
		経済は利上げが可能に耐える体力的に不確実性
		金融政策の正常化開始は引締めを意味するとの懸念
2%物価目標の信頼性を損なう		

（資料）FRBが公開する議事要旨に基づき作成

利上げのタイミングについて、参加者の間で完全なコンセンサスが得られているわけではないものの、「大半の参加者は12月のFOMCまで利上げの条件は整う可能性が高い」との記述があり、年内利上げを支持する材料となった。また、利

上げ開始のタイミングより、その後のペースが重要だとの認識が参加者の間ではほぼ共有されたが、これは市場の先行きの不透明感を払しょくし、安心感につながると捉えることも可能だ。

実際、次回 FOMC での利上げ観測が高まるとともに、FOMC メンバーは今後の利上げペースに関連する発言が相次いでおり、例えば、「初回利上げを実施する際、FOMC は同時に将来の利上げを漸進的なペースで進めていく方針を明確かつ効率的に伝達することが極めて重要」（エバンス・シカゴ連銀総裁、12 日）、「会合ごとに利上げすることを意味しない」（ロックハート・アトランタ連銀総裁、19 日）などの発言があった。

長期金利と株式市場の動向

中国経済への過度の懸念が後退したことでリスク回避ムードが後退した一方、米国の年内利上げ観測が一段と強まったことから、9 日の長期金利（10 年債利回り）は 2.34%（終値ベース）と約 4 ヶ月ぶりの高水準をつけた。その後は、急上昇した反動や、当面の利上げペースが緩やかなものになるとの想定もあり、金利

上昇は一旦収束した。ただし、目先の長期金利は、利上げの開始が迫れば、上昇圧力が再び高まる可能性が高い。

一方、株式市場については、上値が重かった。10 月末には再浮上した年内利上げの可能性を好感した金融セクターや、原油価格の上昇を背景にエネルギーセクターがリードして上昇し、7 月下旬以来の高水準に回復する場面があった。しかし、その後は利上げの影響への懸念や原油価格の下落に伴って反落した。直近は公表された FOMC 議事要旨から不透明感が払拭されたことなどから、ダウ工業株 30 種平均は 17,700 ドル台に戻っている。先行きの株価については、利上げの影響に加え、ドル高や原油安の影響から企業業績の伸びは鈍化するとみられ、株価は上値の重い展開が続くと予想する。また、足元では地政学リスクが高まったことに留意する必要がある。

(15. 11. 25 現在)

