

雇用と物価の先行き不透明感が増す米国経済

～16年内の利上げは1回、9月実施を予想～

趙 玉亮

要旨

堅調な個人消費や住宅部門に牽引され、4～6月期は成長は加速すると見込んでいるものの、企業部門が足かせとなり低成長にとどまる可能性が高い。

5月の雇用増加ペースの急減速や英国のEU離脱懸念などから、6月FOMCでの追加利上げは見送られた。市場の焦点となる利上げについては、FOMC参加者の大勢見通しでは16年内に2回の利上げ予想がそのまま維持された。当社では利上げについて、雇用と物価の見通しに不透明感が増すなか、今後の雇用統計と物価上昇の動向に注目しながら、年内は1回、9月に実施される可能性が高いと予想する。

米国経済の現状と先行き

16年1～3月期の実質GDP(改定値)は前期比年率0.8%と、速報値(同0.5%)から上方修正されたものの、3四半期連続の減速となったことに変わりはない。5月分の経済指標はまちまちだが、個人消費と住宅は依然底堅く推移している。6月の消費者マインド(ミシガン大学消費

者信頼感指数)は、高水準での推移を継続しているほか、4、5月の小売売上高は年初の弱さから改善を示している。住宅着工と販売も、堅調に推移している。このように、堅調な個人消費や住宅部門に牽引される格好で、16年4～6月期には成長は加速へ転じると予想している。

一方で、原油価格の回復やドル高の小

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年12月	16年1月	16年2月	16年3月	16年4月	16年5月	16年6月	直近の状況
雇用・賃金・物価関連	失業率(%)	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	4.7		雇用増加のペースが減速
	非農業部門雇用者数増加(万人)	27.1	16.8	23.3	18.6	12.3	3.8		
	時間当たり賃金(前月比、%)	▲0.0	0.5	0.0	0.2	0.4	0.2		賃金上昇加速の動き
	(前年比、%)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.5	2.5		
	PCEデフレーター(前月比、%)	▲0.1	0.1	▲0.1	0.1	0.3			伸び悩み
	(前年比、%)	0.7	1.3	1.0	0.8	1.1			
	コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2			
	(前年比、%)	1.4	1.7	1.7	1.6	1.6			
消費関連	小売売上高(前月比、%)	0.4	▲0.5	0.3	▲0.3	1.3	0.5		年初の弱さから持ち直しの動き
	(前年比、%)	2.8	2.8	3.6	1.7	3.0	2.5		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	92.6	92.0	91.7	91.0	89.0	94.7	94.3	高水準で推移
企業関連	鉱工業生産指数(前月比、%)	▲0.4	0.5	▲0.2	▲1.0	0.6	▲0.4		弱まる
	設備稼働率(%)	75.4	75.8	75.6	74.8	75.3	74.9		
	耐久財受注(前月比、%)	▲3.9	3.7	▲3.3	2.0	3.4			持ち直し
	ISM製造業指数	48.0	48.2	49.5	51.8	50.8	51.3		製造業経営者マインドは改善 非製造業のそれ悪化
住宅関連	ISM非製造業指数	55.8	53.5	53.4	54.5	55.7	52.9		
	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,160.0	1,128.0	1,213.0	1,113.0	1,167.0	1,164.0		堅調に推移
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,201.0	1,188.0	1,162.0	1,077.0	1,130.0	1,138.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	538.0	526.0	538.0	531.0	619.0			
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	5,450.0	5,470.0	5,070.0	5,360.0	5,450.0			
輸出入	輸出(前年比、%)	▲10.2	▲9.3	▲5.9	▲8.1	▲6.9			輸出が弱い
	輸入(前年比、%)	▲8.2	▲6.5	▲0.6	▲11.8	▲6.9			

(資料) Datastreamより作成

幅修正で鉱業と製造業が直面する市場環境はやや改善したものの、5月の鉱工業生産指数と設備稼働率はともに前月より低下した。企業設備投資の先行指標とされるコア耐久財の新規受注については、前年同期比でマイナス圏内で推移しており、弱い動きが続いている。世界経済の減速に加え、ドル高基調の長期化が見込まれるなか、鉱業と製造業が重石となり、企業設備投資は軟調さを継続すると見込まれる。このため、企業部門が足かせとなり米国経済は今後も低成長にとどまる可能性が高い。

雇用については、5月の雇用統計は市場予想を大きく下回った。失業率は4.7%と前月より0.3ポイント低下したが、これは主に労働参加率の低下によるものと見られており、労働市場から退出した求職者が今後労働市場に戻ることで失業率が上昇する可能性も残っている。一方で、非農業部門雇用者数は前月より3.8万人増と急減速し、13年12月以来の低い水準であった。単月のデータにすぎず、雇用増加ペースの鈍化をあまり懸念しすぎる必要がないとの意見もある。しかし、

大きな災害など目立った特殊要因がなかったなか、4月の非農業部門雇用者増加数も下方修正されたことも踏まえれば、以下の二つの可能性が指摘できる。一つは、完全雇用状態に達しつつあるなかでの雇用増加のペース鈍化である。そうであれば、労働市場は供給制約に直面するため、今後労働需給がひっ迫して賃金上昇につながりやすくなる。もう一つは、景気後退に差し掛かっており、すなわち経済活動の弱さを反映した雇用増加ペースの鈍化である。市場と政策当局者の間では、特に後者の可能性について懸念を高めている。現時点で、上述のどちらの可能性かを判明するのは時期尚早だが、経済状況の認識や利上げ見通しへの影響が大きいだけに、今後雇用指標などを注意深く見極めたい。

物価については、15年半ばから回復基調を辿ってきた。原油価格の持ち直しやドル高要因の剥落により、先行きは上昇が継続すると見られる一方で、足元の上昇率の鈍化や期待インフレ率がやや低下していることもあり、先行きの不透明性が高まっている。

図表2 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(16年6月時点)

(%)

	2016年	2017年	2018年	長期(longer-run)
実質GDP	1.9~2.0 (2.1~2.3)	1.9~2.2 (2.0~2.3)	1.8~2.1 (1.8~2.1)	1.8~2.0 (1.8~2.1)
失 業 率	4.6~4.8 (4.6~4.8)	4.5~4.7 (4.5~4.7)	4.4~5.0 (4.5~5.0)	4.7~5.0 (4.7~5.0)
PCE デフレーター	1.3~1.7 (1.0~1.6)	1.7~2.0 (1.7~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.6~1.8 (1.4~1.7)	1.7~2.0 (1.7~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	
FFレート 誘導水準	0.875 (0.875)	1.625 (1.875)	2.375 (3.000)	3.000 (3.250)

(資料)FRB資料より作成

(注)メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。GDP、PCEは各年第4四半期の前年比。FFレートはメンバー全員の予想中央値。下段()は前回見通し。

長期(longer-run)とは、適切な金融政策の下で、経済にさらなる大きなショックがない場合に、収斂すると予測した水準である。

FFレートの誘導水準を0.125%単位に予想の幅を細分化した。

6 月 FOMC は利上げを見送り

6月14～15日開催のFOMCでは、市場予想通り政策の据え置きが決定された。FOMC 終了後に発表された声明文では、「労働市場の改善ペースが鈍化する一方、経済成長に加速が確認された」と経済の現状認識をやや上方修正としたものの、雇用と物価の先行き不透明感が増しているほか、英国のEU離脱を問う国民投票への懸念が急速に高まっていたこともあり、FRBは慎重に対応したと考えられる。

一方で、FRB理事・地区連銀総裁による経済見通しの大勢予想では、16年内の0.5% (0.25%ずつ2回分) の利上げ見通しが引き続き維持されている。しかし、17、18年の利上げ想定が下方修正され、とくに18年内の利上げ幅（中央値）は0.75%と大きく引き下げられ、先行きの利上げペースの見通しがさらに下方修正されている。世界経済の減速やドル高の長期化、米国経済の低成長への懸念などを踏まえた下方修正と思われる。

失業率見通しについては変化がなかった。物価見通しについて、16年末までのPCEデフレーターとコアPCEデフレーターはともに実際の水準に沿って引き上げられた。17、18年は3月時点の見通しがそのまま維持された。

16 年内の利上げ予想と今後の注目点

当面の市場の焦点は 16 年内の追加利上げに集まっている。早ければ 7 月の

FOMC で追加利上げが行われる可能性は残るものの、16 年内の利上げは引き続き不透明要因が多く指摘できる。

まず、足元では一部の経済指標が改善を示しているものの、景気が過熱している兆しは見当たらない。前述したように、米国経済は今後も低成長を継続する可能性が高い。このため、当面追加利上げを急ぐ必要がないのではないかとの見方が根強い。

図表3 弱い雇用統計の原因と利上げへの影響

雇用の現状	原因	経済状況	利上げへの影響
一時的な弱まり	特殊要因によるか、異常値か	雇用増加のペースがその後回復する。経済活動が弱まる懸念が和らぐ。	-
労働市場の供給制約	完全雇用に達しつつあるなかで雇用増加ペースの鈍化	労働需給がひっ迫し賃金上昇しやすく 物価上昇の加速につながる	利上げを促す
労働市場の弱さの兆し	経済活動が弱まっている	成長減速或いは景気後退の可能性	利上げは困難

（資料）農中総研作成

また、雇用と物価の先行き不透明感が増しているという点である。声明文の中では、労働市場の雇用増加の減速が言及されたが、先行きについては改善するという見方が維持されている。しかし、雇用・物価と利上げの関係については図表3で示したように、「完全雇用に達しつつあるなかで雇用増加のペース鈍化＋物価上昇の加速」の二つが同時に満たされる場合、利上げを促すシナリオになる。そこで、雇用増加は今後どうなるかが問題となるが、その動向や可能性を確認するには一定の時間が必要となる。物価については、これまで原油価格の下落による物価下押し効果は16年後半から17年初めにかけて、剥落する可能性が高い。それに伴い物価上昇の加速が見られるか

どうか、どれだけ加速するかが今後の注目点の一つである。

なお、英国の EU 離脱派が勝利したことで国際金融市場は不安定しており、今後実体経済に影響を及ぼす可能性もある。

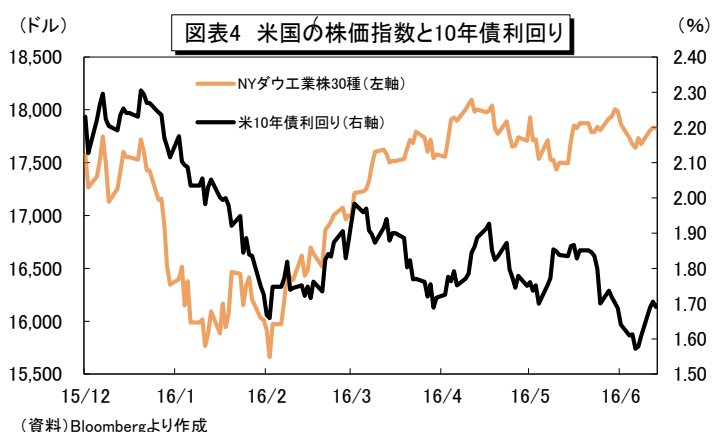
以上から、6 月 FOMC では年内 2 回の利上げ予想が維持されたものの、雇用と物価の見通しについての不透明感が高まっており、年内 2 回利上げの実現性は弱まっている。引き続き、筆者は 16 年内は 1 回の利上げ(9 月実施)とこれまでの予想を維持する。ただし、国際金融市場の混乱が長引けば、12 月実施か、或いは 16 年内に利上げがゼロ回の可能性もないとは言えない。

金融市場の動向

①債券市場

5 月半ばから高まった 6 月の利上げ観測は市場予想を下回った雇用統計の発表などを受け、大きく後退した。加えて、英国の EU 離脱リスクを意識する動きが加速して投資家の不安心理は広がっている。こうしたなか、米国の長期金利(10 年債利回り)はリスク回避的な米債買いが進んだことで低下傾向を強め、16 日には 1.58%と約 4 年半ぶりの低い水準を付けた。しかし、6 月半ば以降は、英国民投票に絡んだ投資家のリスクオフが一服し、イエレン FRB 議長の議会証言では長期経済の見通しに関して楽観的な見方を示したこともあり、安全資産とされる米国債が売られ、長期金利は 1.7%台まで戻った。

英国の国民投票で EU 離脱派の勝利と



なったことを受け、金融市場では大きな混乱が当面続くとみられる。一旦後退したリスク回避姿勢が再び強まるとともに、金利低下圧力も高まるだろう。また、追加利上げ観測はしばらく沈静化したままとなる可能性も高く、長期金利は低水準での展開と予想する。

②株式市場

株式市場については、6 月の利上げ観測が後退したことによる低金利環境の長期化見通しを背景に、月初には回復する流れとなった。その後、原油価格の下落や EU 離脱リスクの高まりを嫌気し、下落に転じた。直近で英国の EU 残留期待を背景に株価は持ち直し、23 日には 18,000 ドル台を回復した。

先行きについては、利上げ観測が後退する一方、国際金融市場の混乱が継続するほか、業績面でのサポートが厳しいこともあり、当面調整圧力が高い状態が続くと考えられる。先進国間の政策協調の動向や、FOMC メンバーの発言などに一喜一憂する展開と見られる。

(16. 6. 24 現在)