

## 利上げの環境は整ったが、9月実施に不透明感増す

～中国経済の先行き懸念拡大やFOMC議事要旨を受けて～

趙 玉亮

### 要旨

15年4～6月期のGDP(速報)に続き、7月の経済指標は総じて堅調な結果となった。これを受け、市場では利上げの環境が整ったと受けとめ、一時9月利上げへの意識が一段と強まった。しかし、原油安が進んだことでインフレ見通しが低下したことに加え、新興国とくに中国経済の先行き懸念も高まっている。こうしたなか、7月分の議事要旨が発表され、「利上げの条件はまだ満たしていないが、その時期が近づいている」と従来のスタンスが繰り返され、明確な9月利上げコンセンサスが確認されず、9月の利上げ観測は後退した。

### 経済情勢の現状と先行き

2015年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率で2.3%と、1～3月期の同0.6%増から上昇した。また、米議会予算局(CBO)が推計した15年の潜在成長率(1.7%)を上回っており、再加速が確認される堅調な内容であった。

直近の経済状況を詳しく確認してみたい(図表1)。雇用市場は引き続き堅調

に推移している。失業率は前月と同じ5.3%で、非農業雇用者数は堅調とされるラインである20万人を超えている。そのうち、非耐久財製造関連での雇用増(2.3万人)が顕著だったほか、小売、ビジネスサービスや医療・保健関連を中心に非製造業雇用も堅調な動きを続けている。一方、雇用はひっ迫しつつあるものの、賃金の動きは依然として低調である。時

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年2月	15年3月	15年4月	15年5月	15年6月	15年7月	15年8月	直近の状況
雇用・賃金・物価 関連	失業率(%)	5.5	5.5	5.4	5.5	5.3	5.3		堅調な結果
	非農業部門雇用者数増加(万人)	26.6	11.9	18.7	26.0	23.1	21.5		
	時間当たり賃金(前月比、%)	0.1	0.3	0.2	0.2	▲0.0	0.2		伸び悩み
	(前年比、%)	2.0	2.1	2.3	2.3	2.0	2.1		
	PCEデフレーター(前月比、%)	0.2	0.2	0.0	0.3	0.2			伸び悩み
	(前年比、%)	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3			
	コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1			
(前年比、%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3				
消費関連	小売売上高(前月比、%)	▲0.5	1.5	0.0	1.2	0.0	0.6		前月から改善
	(前年比、%)	1.9	2.1	1.3	2.5	1.8	2.4		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	95.4	93.0	95.9	90.7	96.1	93.1	92.9	やや低下
企業関連	鉱工業生産指数(前月比、%)	▲0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.3	0.1	0.6		改善が続き
	設備稼働率(%)	78.4	78.3	78.0	77.7	77.7	78.0		連続低下から上昇に転じ
	耐久財受注(前月比、%)	▲3.5	5.1	▲1.7	▲2.3	3.4			3ヶ月ぶり増加
	ISM製造業指数	52.9	51.5	51.5	52.8	53.5	52.7		非製造業が好調
ISM非製造業指数	56.9	56.5	57.8	55.7	56.0	60.3			
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	900.0	954.0	1,190.0	1,072.0	1,204.0	1,206.0		市場予想とほぼ同じ 着工は07年10月以来の高水準
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,098.0	1,038.0	1,140.0	1,250.0	1,337.0	1,119.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	545.0	485.0	523.0	517.0	482.0			新築の販売減、中古販売は 引き続き好調
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	4,890.0	5,210.0	5,090.0	5,320.0	5,480.0	5,590.0		
輸出入	輸入(前年比、%)	▲5.0	▲1.0	▲5.1	▲5.5	▲3.5			輸入停滞の状況が続く
	輸出(前年比、%)	▲4.1	▲6.5	▲4.6	▲6.9	▲6.4			輸出の減少幅拡大

(資料) Datastreamより作成

間当たりの賃金は伸び悩んでいるほか、15年第2四半期の雇用コスト指数も33年ぶりの低い伸びとなり、物価上昇圧力が高まらないとの懸念が高まっている。

個人消費の3割強を占める小売売上高(7月)は、前月から幅広い項目で改善を示した。消費者マインドも引き続き高い水準を維持している。住宅関連については、販売と着工ともに好調さを示し続けている。中古住宅販売は7月に559万戸と、8年半ぶりの高水準となった。住宅着工件数(7月)は120.6万戸と、7年9ヶ月ぶりの高水準となった。

企業部門については、主に自動車販売の好調さに支えられる製造業が強かったため、鉱工業生産指数はマイナスからプラスに転じた。一方で、ISM非製造業指数は10年ぶりの高水準を記録し、米経済活動の3分の2を示す非製造業の好調さが示されている。

先行きについては、しっかりとした内需を背景に経済成長が続くとのこれまでの見方を踏襲する。雇用は非製造業を中心に好調さを保ちながら、実質賃金の増加が強まるなか、個人消費は堅調に推移する可能性が高い。また、住宅セクターについては、雇用や家計状況が改善しつつあるほか、住宅ローンなどの審査基準が緩和され始めたことも見て取れるなど、回復傾向を続ける可能性が高い。一方で、海外経済の減速のほか、ドル高や資源価格の低下などを考えると、製造業や鉱業の先行きについては、あまり楽観視することができない。

## 金融政策と注目点

当面の金融政策の焦点は9月に利上げが開始されるかどうかにある。前述した

主要経済指標から確認される景気状況は、堅調であるといえよう。年内の利上げ実施がほぼ確実視されているなか、こうした経済指標の発表を受け、市場では一時9月利上げの地合いが整ったとの声も多く見受けられた。

しかし、現時点では、9月利上げ開始に向け、いくつかの懸念要因が残されている。

まず、原油をはじめとする資源価格の低下やドル高を背景に、物価上昇率が低迷し、FRBの2%物価目標を達成するのが当面難しくなった点だ。また、新興国とくに中国経済の先行き不透明感が強まっている。株価の暴落や、中国人民銀行が人民元の対ドル基準値の計算方法を変更し、結果的に人民元安となったことから、市場に大きなショックをもたらした。米国の利上げによるドル高進行が米国経済に悪影響を及ぼすリスクが拡大するとの懸念も高まっている。

## 7月分のFOMC議事要旨

こうしたなか、7月開催の連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨が発表された。それによれば、FOMCメンバーの間では、9月利上げ開始の明確なコンセンサスが得られていないことが確認された。「利上げの条件はまだ満たしていないが、その時期が近づいている」、「雇用のさらなる改善に伴い、物価の上昇率も2%の目標に近づく確信を得てから利上げをする」との見方が優勢であった。この点は、従来のスタンスが繰り返されただけで、大きな変化が見られていない。また、雇用、インフレ、GDPなど経済状況を巡る参加者間の認識も、見方が分かれていることが確認された(図表2)。このため、

9月に利上げが開始されるとの市場観測が後退した<sup>(注1)</sup>。

なったこともあり、非製造業セクターの雇用増を中心に8月分の雇用統計も堅調

に推移する可能性が高い。フィッシャー副議長は利上げの時期への言明を避けたものの、8月10日に「経済は完全雇用に近いとし、現在のインフレの大部分は一時的なもので、いずれ状況は安定するだろうから、今の低水準が

永遠に続くことはない」と発言し、7月分の議事要旨に照らすと、9月利上げを支持する可能性があるとし唆された。

以上から、海外経済やインフレ低迷が懸念されるなか、市場は大きく混乱しており不透明感が増しているのも確かだが、筆者は9月利上げの可能性が依然高いと見ている。

### 今後の注目点

これから9月FOMCの開催まで、8月分の雇用統計のほか、投票権を持つFOMCメンバーらの動向にも注目が集まる。とくに、利上げ時期に関する発言はなおさらである。市場とのコミュニケーションがスムーズに行われれば、利上げによる金融市場へのショックは抑えられるようになると考えられるが、市場への情報発信が足りなければ、大きなショックが発生するリスクもある。このため、27~29日に開催されるジャクソンホール・シンポジウムでの要人発言は、9月利上げの手がかりを確認するための重要なイベントになる<sup>(注2)</sup>。

また、海外要因とくに中国経済の動きは、9月利上げ決定に影響する可能性がある重要な要因の一つでもあるため、引

図表2 FOMC参加者の経済認識

	雇用	インフレ	GDP
経済認識積極派	雇用が堅調、失業率が低下	原油安やドル高の影響で、一時的な要因が剥落すれば2%目標に上昇	再加速、1~3月期は一時的な要因によって影響された
経済認識慎重派	労働市場の緩みが残存しており、さらに改善する余地がある	2%目標に上昇する確信が得られていない。下振れリスクや海外不安定要因がある	上昇したものの、以前予測した水準より低い

(資料) 7月分FOMC議事要旨に基づき作成

ただし、7月のFOMC会合は4~6月期GDPや雇用統計などが発表される前に行われた。堅調な経済指標の発表を受け、ロックハート・アトランタ連銀総裁が9月利上げに傾いていると発言したように、FOMCメンバーらは利上げ時期については9月も含めて、オープンとしている可能性が高いため、同議事要旨の内容をことさらハト派的と判断する必要はないと見ている。

### 9月利上げの可能性が依然高い

投票権を持つFOMCメンバーらの最近の発言を追ってみると、9月利上げを示唆するメンバーも少なくない。

現時点で、ロックハート・アトランタ連銀総裁の9月利上げ言明に加え、ラッカー・リッチモンド連銀総裁はタカ派で、早期の利上げに積極的だった。

また、パウエル理事は8月5日の発言のなかで明確な利上げ開始時期に関するメッセージを送らなかったものの、2回の雇用統計を重視すると発言した。7月分の雇用統計は堅調で、これまで8月の新規失業申請件数が低水準で推移しているほか、ISM非製造業景況感指数のうち雇用が59.6と05年5月以来の高水準と

き続きその動きに注意する必要がある。

## 金融市場

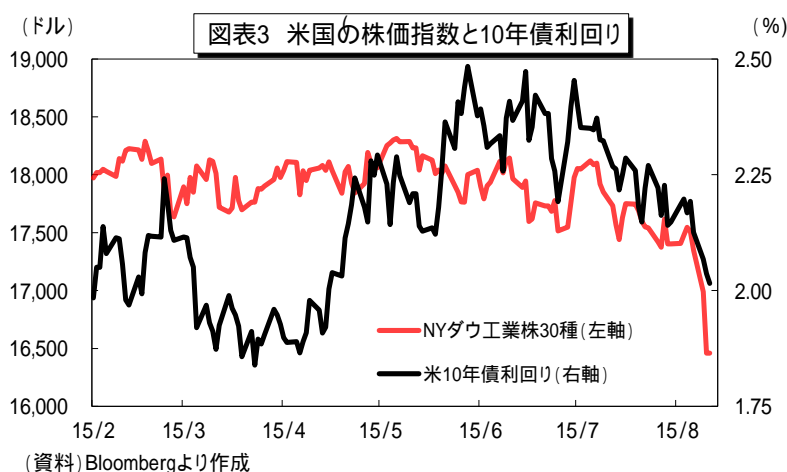
### 債券市場

堅調な経済指標を受け9月利上げへの意識が月初に一旦強まったものの、中国株式市場での乱高下や人民元安を受け中国経済の先行き懸念が拡大し、安全資産

とする資源価格の低下を受け、エネルギーセクターの株価下落が目立ったほか、アップル社などのハイテク株の下落も大きかった。21日のNYダウ工業株30種は16,459.75ドルと17,000ドル台割れ、約10ヶ月ぶりの安値となった。

先行きは、不安定な海外要因が落ち着き

を取り戻すにつれて、市場では再び米国内の経済状況や金融政策の動向に焦点を移すと考えられる。企業業績の伸び率鈍化のほか、9月利上げへの意識が再び高まるなか、株価は総じて上値の重い展開が続く可能性が高い。一方で、海外経済の懸念要因で



とされる米国債の買いが進んだ。また、原油価格の下落を受けインフレ見通しが低下したほか、7月分FOMCの議事要旨で9月利上げコンセンサスが得られていないことが確認されて9月利上げ観測が後退したこともあり、足元はリスク回避的な動きで長期金利が低下傾向をたどっており、21日は2.04%と5月以来の低水準となった。

先行きは、海外要因への懸念や原油価格の下落が一巡するにつれ、9月利上げ観測が再び強まる可能性もあり、これまで金利低下の反動で上昇圧力が高まると見ている。ただし、当面、2.0%前半での推移を予想する。

9月利上げへの期待が後退するとしても、米国経済にも悪影響がもたらされかねないため、株価の押し上げ要因にはなりにくい。当面、FOMCメンバーの発言などをにらみながら、株式相場は17,000ドルを意識した推移となると予想する。

<注>

(注1)：ブルームバーグのフェデラルファンド金利予想確率調査によれば、FOMC議事要旨が公表された後の8月20日の9月利上げ確率は前日比で、約10ポイント低下した。

(注2)：イエレン議長はこの年次経済シンポジウムに参加しないと報道されている。

(15.8.24 現在)

### 株式市場

米株式市場は、中国経済の先行き懸念や9月利上げが意識されるなか、足元下げ足を早めている。また、原油をはじめ