

消費主導で総じて堅調な経済情勢

～ 大統領選、原油価格の動向と年内利上げに注目～

趙 玉亮

要旨

直近 1 ヶ月は総じて堅調な経済指標が多く発表された。また、7～9 月期の経済成長も加速すると見込まれ、雇用増加の拡大と個人消費との良好な循環が続くなか、内需に牽引される経済成長が実現しつつあると評価できる。

年内の注目要因としては、大統領選、OPEC 総会と原油価格、また年内利上げを巡る動向が挙げられる。

経済基調：総じて堅調、7～9 月期は成長加速

労働市場では、9 月の非農業部門雇用者数は前月比 15.6 万人増と市場予想を下回ったものの、まずまずの数字で、年内利上げを妨げるものではないと思われる。失業率は前月より 0.1 ポイント上昇したが、労働参加率の上昇によるものであり、決して悪い内容ではない。また、9 月の賃金上昇率はやや加速し、前年比 2.6% 上昇（8 月より 0.1 ポイント増）となった。

物価については、消費者物価指数(CPI)は前年比 1.5% 上昇(前月より 0.4 ポイント増)と加速しており、ガソリンと家賃の上昇が上昇率押上げに大きく寄与した。

9 月の小売売上高は前月比 0.6% と、直近 3 ヶ月で最大の増加率であったが、ガソリン価格の上昇や建築関連の販売増による寄与が大きかった。一方、消費者センチメント(ミシガン大学消費者信頼感指数、速報値)は 87.9 と 1 年ぶりの低水準、6 ヶ月後の先行き景況感を示す期待指数も 76.6 と悪化したが、大統領選に伴う先行きの不透明感の増大によると指摘されている。また、住宅着工件数は前月比約 9% 減となったが、建築許可件数は同 6.3% 増となったこともあり、大きな懸念には至らないと思われる。

経営者マインドを示す ISM 製造業・非製造業景況感もともに改善した。鉱業・製造業セクターについては、鉱工業生産と稼働率はともに前月より 0.1 ポイント上昇とわずかな改善にとどまっている。このところ原油価格は持ち直しており、50 ドル/バレル前後の水準で推移しているが、それは主に OPEC の減産合意への期待が下支えとなっていると見られ、11 月末の交渉次第では再下落する可能性もある。一方で、年内の利上げ観測が高まりつつあることを背景に、再びドル高が進行している。世界経済の低成長状況、

また原油価格と為替水準の先行き不確実性が根強いなか、鉱業・製造業は設備投資や生産拡大に依然慎重であり、しばらく足踏み状態が続くだろうと見ている。

以上のように、堅調な雇用環境を背景に、消費も底堅いという良好な循環が続いている。当面は個人消費が経済成長をけん引していく成長パターンに変わりはないだろう。ちなみに、直近アトランタ連銀が公表した GDPNow は 2.0%（10月24日時点）と、成長率が加速する可能性が示されている。もちろん、年間ベースで見れば、14、15年に比べ成長は減速気味だが、潜在成長率（米国議会予算局の試算で年率 1%台前半）を上回っており、安定的な成長と見ることができる。

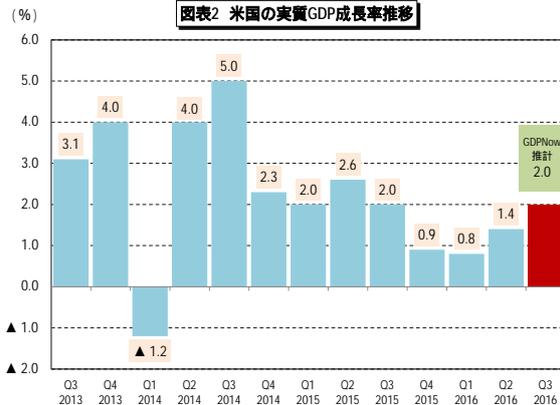
以上の経済情勢を踏まえ、16年内の注目要因としては、異常気象と年末商戦など定例の関心事項のほか、「大統領選（11月8日）」、「原油価格の動向（OPEC 総会、11月30日）」、「年内の利上げ（連邦公開市場委員会（FOMC）、12月13・14日）」の三つの重要なイベントが挙げられ、見極める必要がある。

図表1 米国のインフレ推移(前年比)



(資料) Datastreamより農中総研作成

図表2 米国の実質GDP成長率推移



(資料) Datastreamより作成。GDPNowは10月24日現在の推計値。

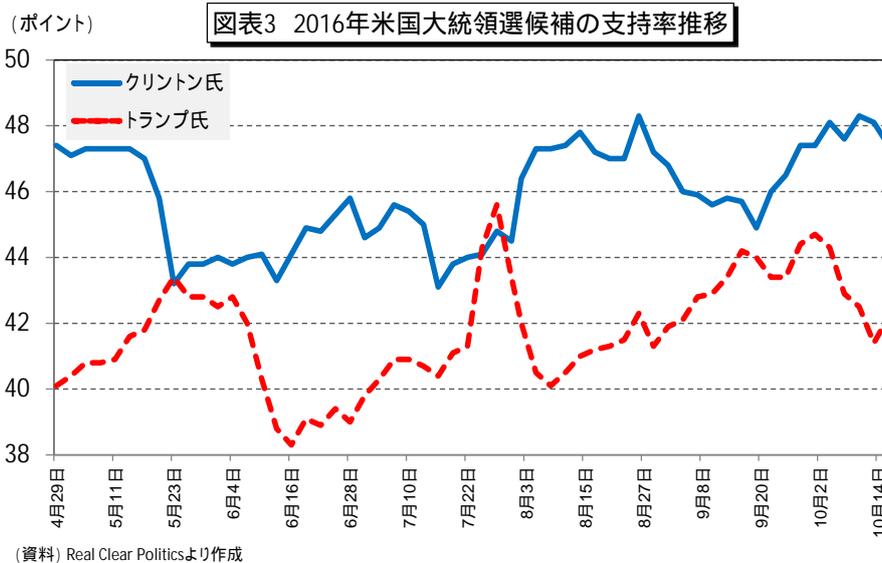
当面の注目要因： 大統領選

11月8日に大統領選の投票日を迎える。現時点では、ヒラリー・クリントン氏が勝利する確率が高いとされている。9月半ばのトランプ氏のスキャンダル浮上の影響を受け、クリントン氏が優勢となっている。「どちらの候補が勝利するか」との予測についても、クリントン氏が87%、トランプ氏が13%（10月20日時点、FiveThirtyEight社による）と大きな開きが見られる。

図表3が示す通り、過去の支持率の推移から、クリントン氏が終始優勢で、トランプ氏がそれを追いかけるという支持率の差が「拡大 縮小・接近 拡大」する循環が見て取れる。投票日が迫

るなか、トランプ氏の支持率が再び盛り返すには、時間的には厳しい。このため、投票日まで大きなサプライズ材料が出るか、が注目されている。

また、大統領選後の金融市場のシナリオについては、オバマ路線の継承が想定されているクリントン氏が当選した場合、金融市場には安心感が広がる可能性が高い。とは言え、やや左寄りの政策路線、例えば「ウォールストリートを対象に規制強化する」等の主張が実際に政策として実施されるとの懸念が強まれば、金融株の下落を通じて株価が下押しされるなど金融市場に悪影響が及ぶ可能性もある。一方、仮にトランプ氏が当選した場合、為替操作などを巡って中国や日本を名指しで批判したことを踏まえると、為替の急変動など全般的なリスクオフの流れが強まる懸念される。



当面の注目要因：11月末のOPECの減産合意と原油価格の動向

9月末に開催した臨時総会で、OPECは大方の市場予想に反して、生産目標を3,250~3,300万バレル/日の水準に設定するといった、実質的な減産合意を発表した。減産合意の詳細な内容はまだ決まっておらず、11月30日開催予定の総会に先送ったとはいえ、これを受けて原油価格は反発した。

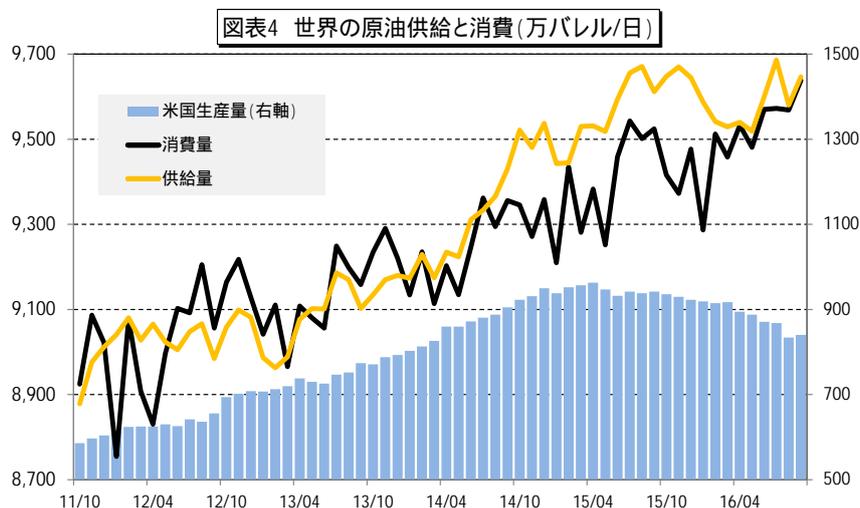
しかし、11月末の総会で合意に達しない場合、原油価格は再下落する可能性が高い。一方、合意した場合、原油市場にもたらすインパクトが大きいだけに、その可能性と今後の原油価格の見通しに市場の関心が集まっている。以下、世界の原油需給とOPECメンバー国間の対立関係から簡単に説明したい。

減産達成できても、原油の過剰基調に変わりはない

まず、原油の需給関係については、図表4が示す通り、世界の供給過剰基調は14年半ばから顕在化し始めた。その背景には、米国等でのシェールオイル開発のほか、OPECの増産も挙げられる。15年後半以降、原油価格の低下を背景に供給量と消費量との差が縮まったものの、原油の過剰基調には変わりはない。また、16年9月時点でOECD諸国の原油在庫は約30.5億バレルに達し、過去5年の平均値より3.8億バレル多く、市場の過剰感を強めた^(注)。

こうしたなか、OPECの減産合意には、原油市場の過剰基調を緩和する効果より、これまでのOPECの「増産容認+低価格維持」戦略から舵を切る姿勢の変化の方が意味大きいと思われる。

(注) 商業在庫、米国エネルギー情報局(EIA)より。



(資料) EIA, Datastreamより作成。

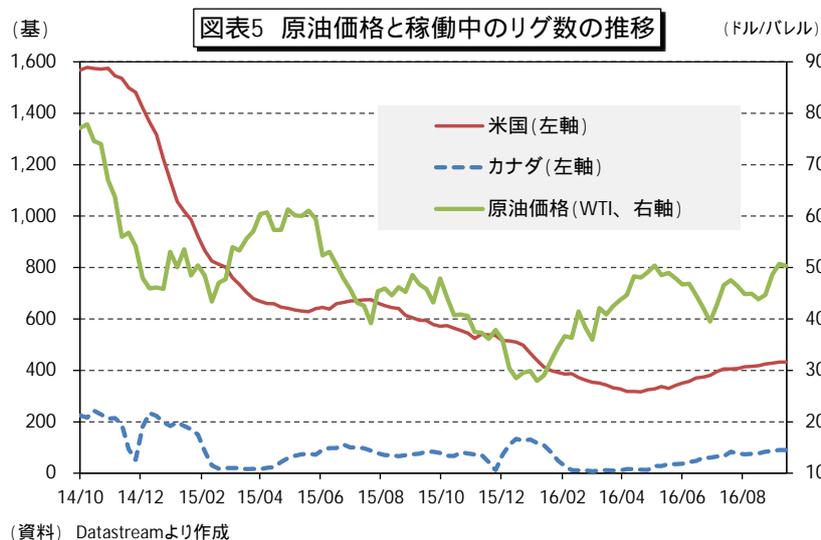
OPECメンバー国間の溝は深い

また、OPEC内での合意達成のハードルも高い。この10年間でサウジは積極的な増産路線を取り、約150万バレル/日の生産拡大を実現したのに対し、イラク、イラン、ナイジェリアなどは戦争あるいは経済制裁などから市場シェアを失った経緯があり、増産意向が強かった。減産目標及び減産枠の割当を巡っては、サウジとイラン、イラクなどの対立姿勢が目立っていた。しかも、過去の経験から見れば、こうしたOPEC内の対立はなかなか解消できず、メンバー国間の溝は深い。なお、OPECの生産目標は公表されているものの、実際の生産量は加盟各国に委ねられており、割り当てられる生産量より増産したことに対する罰則さえ設けられておらず、拘束力はあまりない。このため、生産枠は破られがちである。

OPEC と北米の競争関係からは 40 ~ 50 ドル台の価格水準で均衡か

原油価格の今後の見通しについては、当面 40 ~ 50 ドル台/バレルの水準で推移する可能性が高いと見ている。

前述したように、減産合意への期待が原油価格の下支えとなっている。また、40 ドル台半ばの価格水準においては、北米のシェールオイル生産は、再び増加に転じる可能性がある。原油開発の状況を示す指標の一つである稼働中のリグ数は、16 年半ば頃に減少から増加に転じている。一般的に米国のシェールオイル生産コストに比較して、カナダの生産コストは高いと見られているが、カナダの稼働中リグ数さえ回復しつつある現状からは、米国のシェールオイル産業がこの価格水準で息を吹き返し増産する可能性が十分にある。中長期的に見れば、OPEC と北米との競争関係により 40 ~ 50 ドル台の原油価格水準が定着すると考えられる。



当面の注目要因： 年内の利上げ

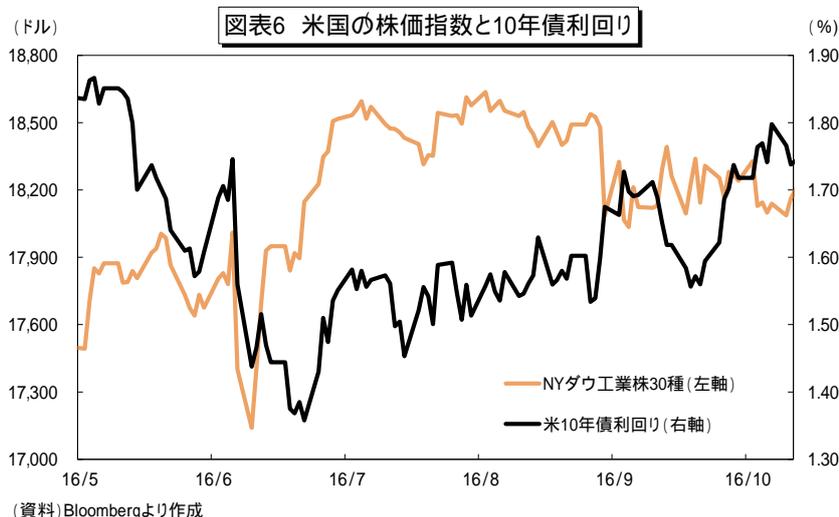
金融市場では年内の利上げ観測が高まっている。前述したように、最近発表された経済指標の多くは堅調なものであり、特に物価上昇の加速も見られた。また、9月のFOMC後投票権を持つメンバーの多くは、低金利の長期化による経済リスクに懸念を示したことから、年内1回の利上げがコンセンサスとなりつつある。

繰り返しになるが、リスク要因が顕在化しなければ、当総研も年内1回の利上げの可能性が高いと予想している。時期については、大統領選への影響を考慮して、次回11月は利上げを見送る可能性が高く、12月になるだろう。ただし、12月FOMCまでには、重要なイベントが多く、例えば大統領選の結果や、OPECの合意状況等も影響を与える要因となりうる。また、欧州ではイタリアの

金融市場の動向 と見通し

国民投票などのリスク要因もあり、これらの要因を十分見極める必要がある。

年内の利上げ観測の高まりとともに、金融市場では金利上昇、株価の調整が見られた（図表6）



9月のFOMC（20～21日）で利上げが見送られた後、長期金利（10年債利回り）は一旦低下し、1.5%台後半の水準で一旦もみ合った。その後は、堅調な経済指標が発表されたことや、FOMC投票メンバーらの年内利上げを示唆する発言などから、上昇に転じ、一時1.8%に迫った。足元では1.7%台半ばの水準で推移している。

当面は、年内の利上げ観測が強まることを背景に、長期金利がじりじりと上昇していく展開を予想する。ただし、前述した重要なイベントによるリスクの顕在化に加え、また日本などからの資金流入もあり、反対に低下する可能性も否定できない。

株式市場については、利上げ時期が近づいているとの観測などから一定の調整が見られた一方、堅調な国内経済と総じて良好な企業決算が好感されたこともあり、足元のNYダウ工業株30種平均株価は18,000ドル台前半で推移している。

引き続き、業績が持ち直しつつあるものの、割安感に乏しく、株価は高値圏での上値の重いもみ合いが想定される。原油価格や利上げ観測などの要因もあり、セクター別のパフォーマンスの差が拡大する可能性がある。

（16.10.24現在）