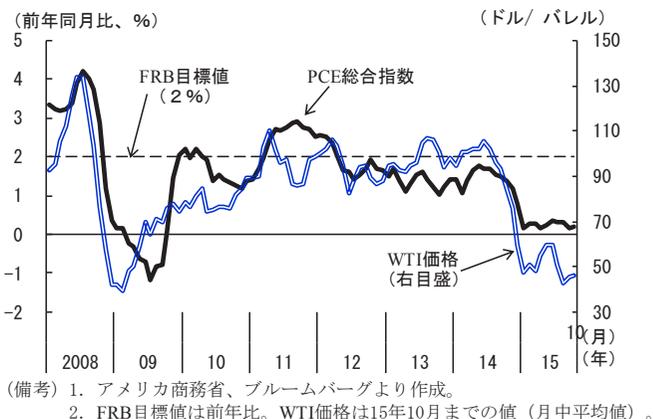


第2-2-13図 PCEデフレーター：
コア物価上昇率はおおむね横ばい



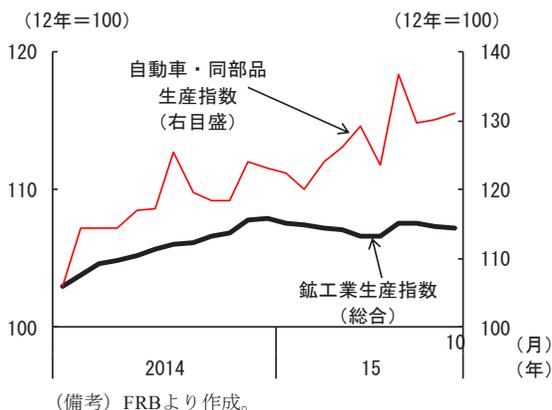
第2-2-14図 PCE総合と原油価格：
原油価格が下押し要因に



3. 製造業を中心に弱めの動きもみられる企業部門

企業部門をみると、原油価格下落やドル高の影響を受けて製造業には自動車や航空機関連を除いてやや弱めの動きがみられる一方、非製造業はおおむね堅調に推移している(第2-2-15図、後掲第2-2-25図)。

第2-2-15図 鉱工業生産：自動車は全体を上回るテンポで増加



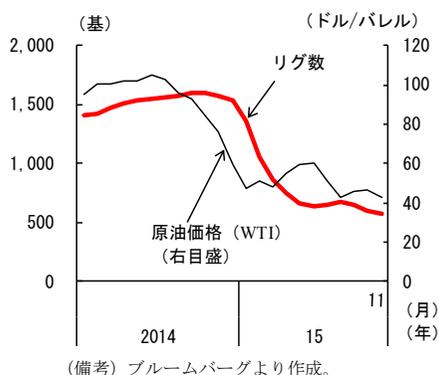
(1) 原油価格下落等の影響

原油価格下落の影響を確認するため、リグ (原油の採掘を行うための掘削設備) の稼

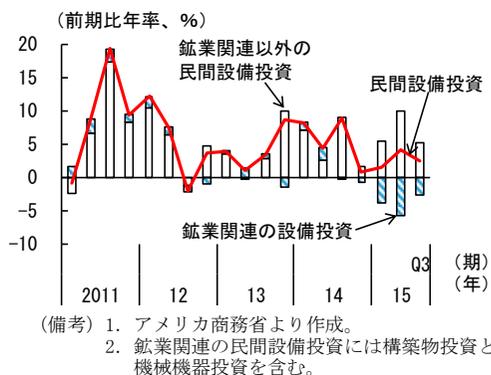
働数をみると、原油価格の下落にラグを伴い15年に入ってから低下し始め、5月以降おむね横ばいで推移している（第2-2-16図）。このような状況を受け、鉱業関連の設備投資は14年10～12月期以降、マイナスが続いている（第2-2-17図）。一方、設備投資全体としては、鉱業以外の投資が堅調に推移しているため、持ち直している。

また、企業の収益動向をみると、全体と比較してエネルギーや資源等のセクターで減益が目立っており、中でも金属・鉱業が大幅に悪化している（第2-2-18図）。鉱工業生産指数をみても、一次金属は14年10～12月期から15年1～3月期にかけて前期比5%減少し、以降低水準で推移している。

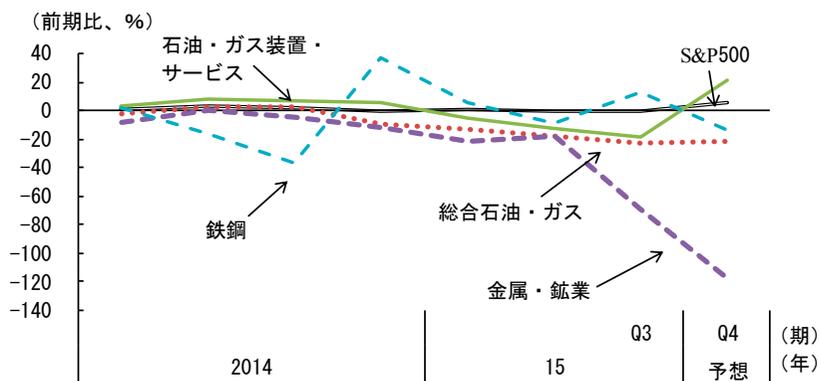
第2-2-16図 原油価格とリグ数：
原油価格の下落を受けリグ数は減少



第2-2-17図 設備投資動向：
鉱業以外が鉱業関係の下押し圧力を上回る



第2-2-18図 S&P500におけるエネルギー、資源等セクターの収益動向：
金属・鉱業は悪化



(2) ドル高の影響

14年半ばから15年初めには大幅なドル高が進行した。国際機関では、ドル高の継続によって15年～16年にかけてアメリカの実質経済成長率が1%ポイント程度押し下げられると試算している（第2-2-19表）。

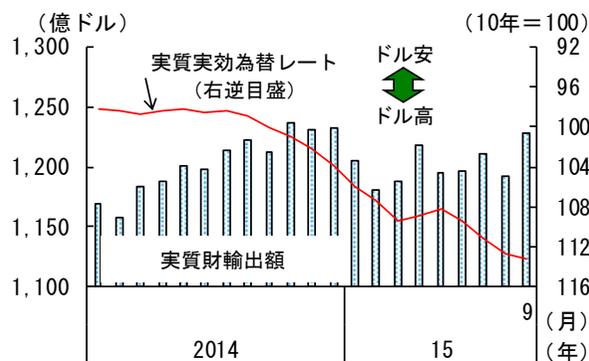
輸出の動向を確認すると、ドル高が進んだ14年半ば以降、ラグを伴って輸出が伸び悩む傾向がみられる（第2-2-20図）。また、ドル高は企業収益の下押し要因となる傾向がみられる（第2-2-21図）。

第2-2-19表 ドル高の影響（国際機関の試算）

	各年の経済成長率への 下押し寄与度		試算の前提
	15年	16年	
IMF	▲0.7%pt	▲0.8%pt	14年8月から15年2月にかけての ドル高が継続する前提
OECD	15～16年の2年で ▲1.3%pt		名目実効為替レート（10年=100） 15年：113.336 16年：113.156
世界銀行	▲0.8%pt	—	14年中頃から15年3月にかけての ドル高（15%増価）が継続する前提

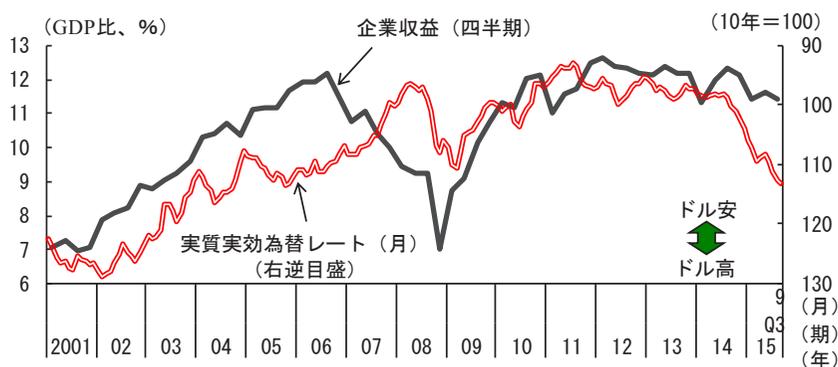
（備考）IMF（2015）、OECD（2015）、世界銀行（2015）より作成。

第2-2-20図 実質実効為替レートと輸出動向：ドル高が輸出に影響



（備考）アメリカ商務省、BISより作成。

第2-2-21図 実質実効為替レートと企業収益：ドル高は収益に重石



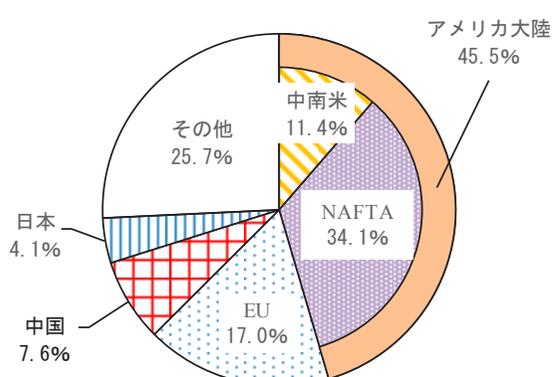
(備考) 1. アメリカ商務省、BISより作成。
 2. 企業収益は、税引き前利益/名目GDP。

アメリカの輸出は5割弱がアメリカ大陸 (NAFTAや中南米) 向けとなっている (第2-2-22図 (1))。カナダやブラジルでは資源価格の下落の影響で経済が減速しており、これらの国向けの輸出も減少している。一方、前述の中国経済の減速の影響については、アメリカの輸出依存度は世界平均より著しく低く、中国向け輸出比率も限られていることから、アメリカ経済への波及効果は限定的であると考えられる (第2-2-22図 (2))。

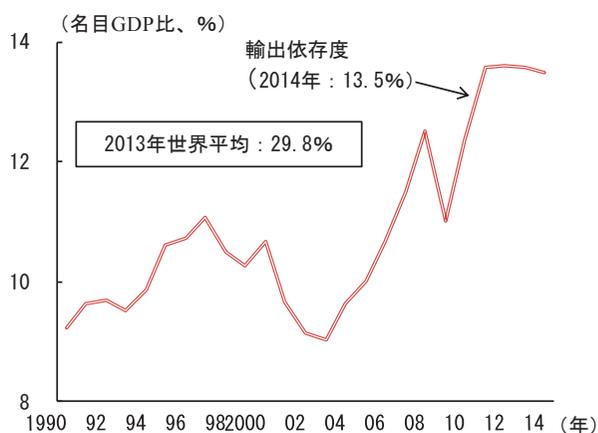
第2-2-22図アメリカの輸出先シェアと輸出依存度 (14年)

(1) 輸出先シェア：アメリカ大陸
 向けが大半

(2) 輸出依存度：低水準ながら
 緩やかな上昇傾向



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
 2. 中南米はメキシコを除く。



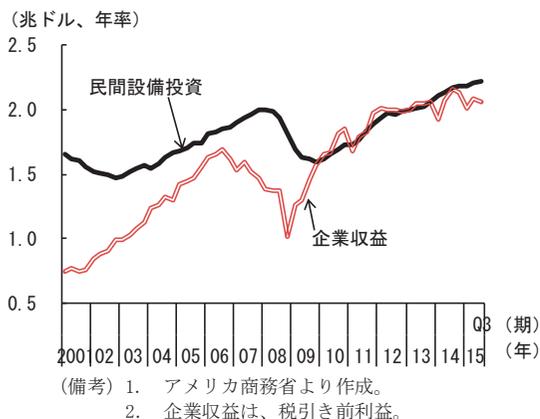
(備考) 1. アメリカ商務省より作成。
 2. 輸出依存度の世界平均は世界銀行より作成。

(3) 設備投資の動向

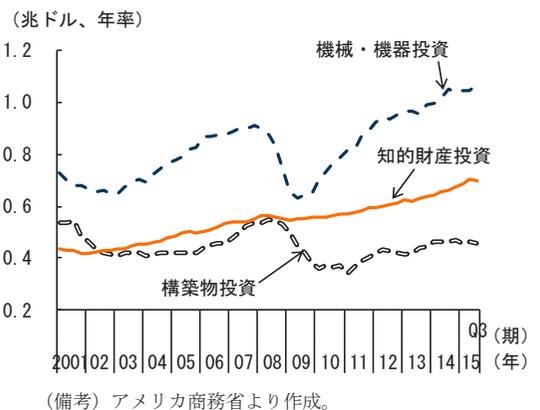
アメリカ経済が世界金融危機後6年以上にわたって回復を続ける中、企業が史上最高水準の収益レベルを記録しているにもかかわらず、設備投資の伸びが緩やかなものにとどまっており、中長期の成長実現の観点から問題であるとの指摘がある。

設備投資と企業収益の関係をみると、企業収益の回復にラグを伴って設備投資が増加する傾向がみられる(第2-2-23図)。また、設備投資を分野別にみると、構築物投資が世界金融危機前の水準を回復していない一方で、知的財産投資(研究開発投資、ソフトウェア等)の伸びが高くなっており、設備投資が有形資産への投資から無形資産への投資に移行していることが分かる(第2-2-24図)。知的財産への投資は世界金融危機後にやや鈍化したものの、長期的にみて安定的な増加傾向にある。知的財産投資へのシフトによって、設備投資が景気の影響を受けにくくなることも考えられる。さらに、こうした投資への傾斜が後述のSharing Economyのような全く新しいビジネスモデルを生み出すことを可能にしている面もある。設備投資の動向についてはこのような変化にも注意しながら分析を行う必要がある。

第2-2-23図 設備投資と企業収益の推移：
設備投資は企業収益に遅れて増加



第2-2-24図 設備投資の内訳：
知的財産投資の伸びが高い



(4) 見通し

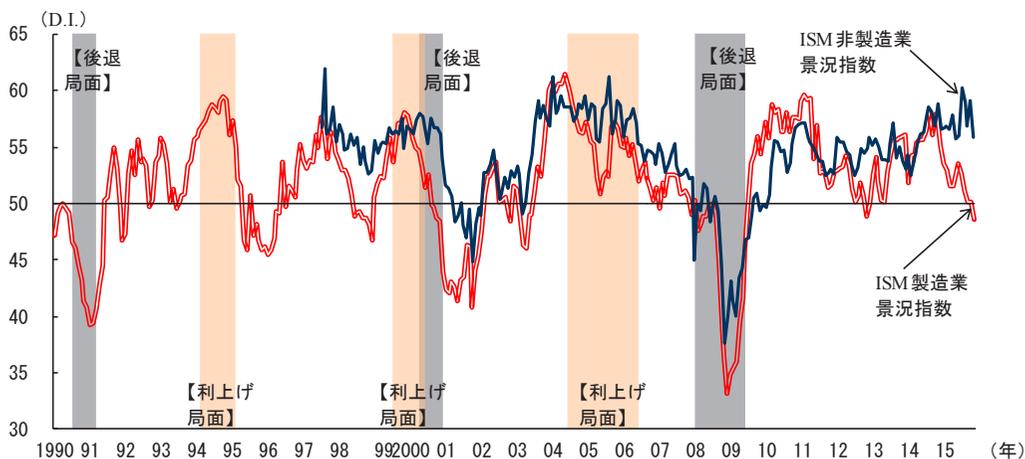
アメリカの経済状況にかんがみれば、景気の過熱を抑え景気回復を持続させるために近い将来に利上げが実施される可能性が高いが、その際、どういったパスで景気に影響を与えるのだろうか。90年代以降の各利上げ局面とその後の景気の動向をみるためにISM指数と景気循環日付を確認すると、利上げ開始直後から1年弱の間にISM指数は低下に

転じていることが分かる。ただし、毎回そのまま景気後退局面入りしているとは限らず、例えば94～95年の利上げのケースではISM指数は再び上昇に転じている（第2-2-25図）。

利上げが内需に与える重要な経路の一つはモーゲージ金利であり、同金利の上昇は住宅市場にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。前回（04～06年）の利上げ局面では、モーゲージ金利の上昇は緩やかなものにとどまったものの、住宅市場が既に加熱していたことから、FFレートの上昇に転じて2年を経てから住宅着工件数は急速に減少していった（第2-2-26図）。今回は前回の利上げ局面と比較して住宅市場は過熱しておらず、前述のとおり利上げペースも緩やかなものになれば、住宅市場へのマイナスの影響は限定的なものとなると考えられる。

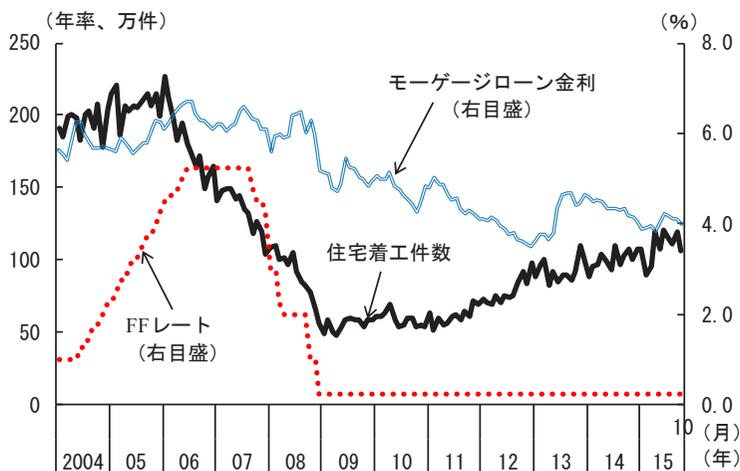
アメリカ経済は個人消費の増加を背景に回復が続くと見込まれるものの、利上げが景気に与える影響については注意が必要である。後述する新興国への影響を含め、FRBは市場との適切な対話を行うことが求められる。

第2-2-25図 ISM指数の推移：
利上げ開始から1年弱の間にISM指数は低下に転じる



- (備考) 1. 全米供給者協会 (ISM) より作成。50が景気拡大と景気後退の分岐点となる。
2. シェードはアメリカの景気後退局面及び過去の利上げ局面を示す。
3. ISM 非製造業景況指数は97年7月より公表開始。

第2-2-26図 FFレートと住宅ローン金利と住宅着工件数：
前回の局面ではFFレートが上昇に転じて2年を経て住宅着工件数が減少



(備考) アメリカ商務省、FRBより作成。

また、16年11月には大統領選挙が予定されている。候補者選びは既に本格化しており、中間層の底上げ、所得格差への対応、対外経済関係等が経済面での主要論点になりつつある。経済政策の動向にも注視が必要である。

第3節 アメリカの利上げの世界経済への影響

アメリカの利上げが開始されれば2006年6月以来、約10年ぶりとなる。利上げが新興国の金融市場に与える影響について懸念が高まる中、国際機関の要人は繰り返し、新興国は利上げに備えるべきと発言している。

1. 新興国の過去の通貨危機・混乱

アメリカの過去の利上げ局面及び量的緩和の縮小に向けた動きの中、その前後に起こった世界経済のリスクイベントをまとめると、金融政策の変更ないし変更を示唆した後何らかのリスクイベントが発生した局面があったことが分かる（第2-3-1図）。