米国経済金融

過熱感が抑制されつつある労働市場

～今後の利上げペースに注目が集まる～

佐古　佳史

要旨

これまでの FRB の利上げから労働市場の過熱が抑制されつつあり、求人率や賃金上昇率のピークアウトが確認できる。一方で、インフレ率については依然として鈍化が確認できず、引き続き FRB は利上げを通じた金融引き締めを継続する必要があるだろう。

9 月 FOMC 以降、FOMC 参加者が一段とタカ派化した印象はあるものの、11 月 FOMC にて、今後の利上げペースの鈍化が示唆される可能性も指摘され始めており、パウエル FRB 議長の記者会見に注目が集まりそうだ。

共和党が優勢の中間選挙

11 月 8 日に実施される中間選挙（上院は 3 分の 1 の 35 議席、下院は全 435 議席が改選）まで残り約半月となった。米調査会社リアル・クリア・ポリティクスの世論調査によると、上院は民主党と共和党の議席数が拮抗か共和党が僅差で優勢、下院は共和党が過半数を獲得する見込みとなっている。

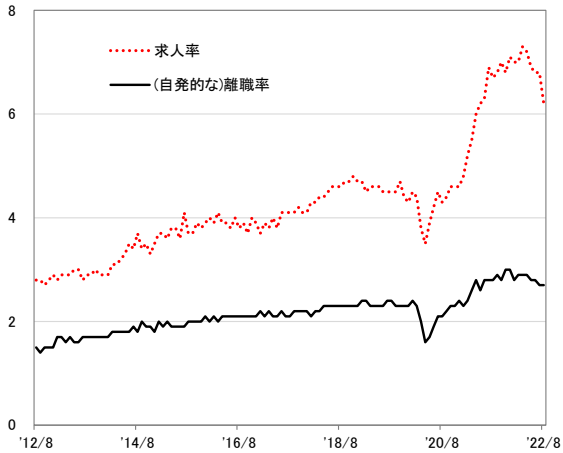
景気の現状：労働市場の過熱が抑制されつつある

以下、経済指標を確認してみると、利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続しており、労働市場の過熱も抑制されつつあると考えられる。

9 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 8 月から 26.3 万人増、失業率は 3.5%へと予想外に低下した。一方で、8 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 6.2%、自発的な離職率は 2.7%といずれもピークアウトが確認できる。また、求人率や離職率の動きとほぼ連動して賃金上昇率も 22 年 4～6 月期に同じくピークアウトしたと考えられる。以上から労働市場はひっ迫しているものの、過熱感は抑制されつつあると判断できる。今後も金融引き締めを継続することで、労働市場の過熱は抑制できそうだ。

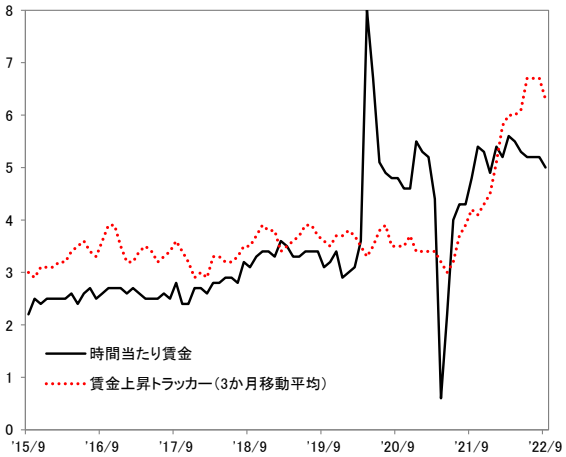
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表1 求人率・離職率の推移



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

図表2 賃金上昇率の推移

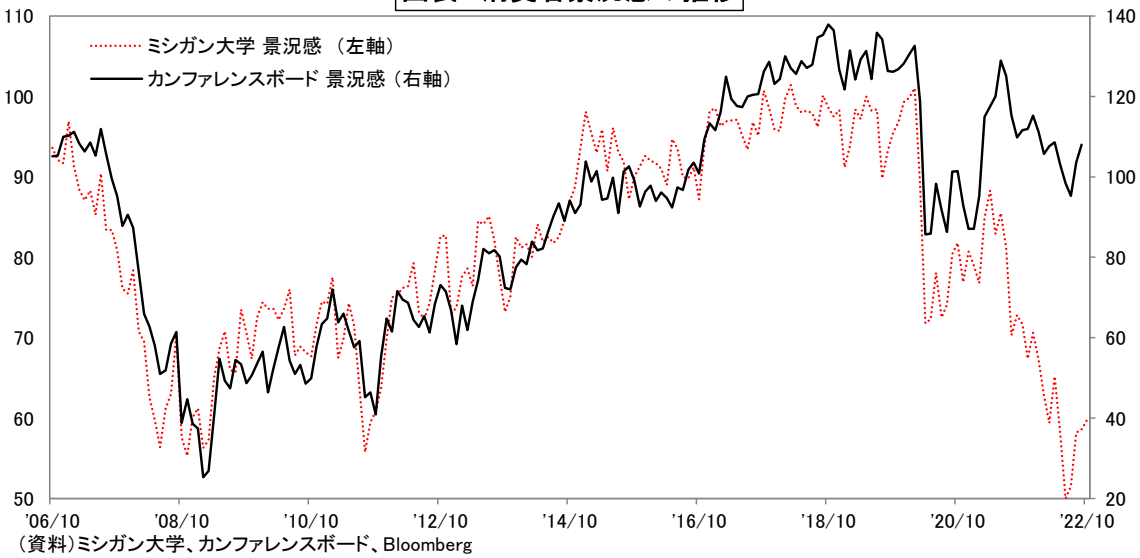


(資料)米労働省統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

個人消費をみると、8 月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.2%、サービス消費は同 0.2%となり、全体では同 0.1%と 2 か月ぶりに増加した。また、9 月の小売売上高は前月と変わらずだったが、実質値でみれば減速している可能性が高い。全体としてみれば利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっており、1～3 月期や 4～6 月期と比べると減速していることが確認できる。

また、10 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 9 月から小幅な上昇にとどまった。9 月はエネルギー価格の低下を背景に、短期、長期とも期待インフレ率の低下がみられたものの、10 月は再び期待インフレ率が上昇したことがミシガン大学から報告されている。

図表3 消費者景況感の推移



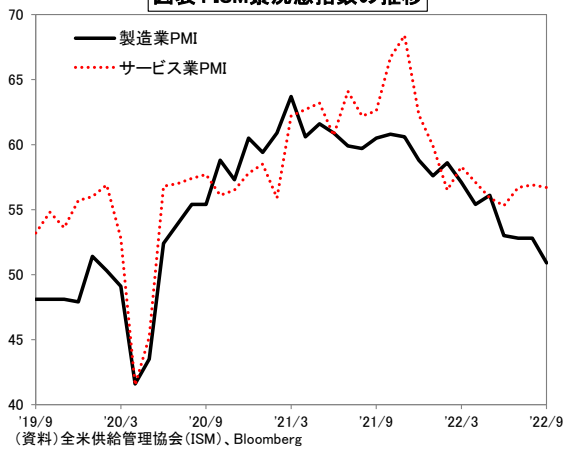
(資料)ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

28か月連続での拡大を示唆する企業マインド

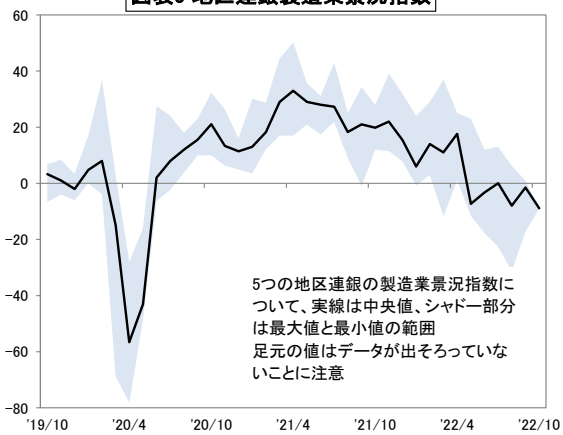
こうしたなか、9月のISM製造業指数（製造業PMI）は50.9%、サービス業指数（サービス業PMI）は56.7%といずれも前月から低下したものの、企業マインドは28か月連続で企業部門の拡大を示した。もっとも、特に製造業の成長ペースは鈍化しているようだ。また、入荷遅延指数や価格指数の低下が継続しており、21年末からの供給制約の緩和が進んでいると判断できる。

図表4 ISM景況感指数の推移



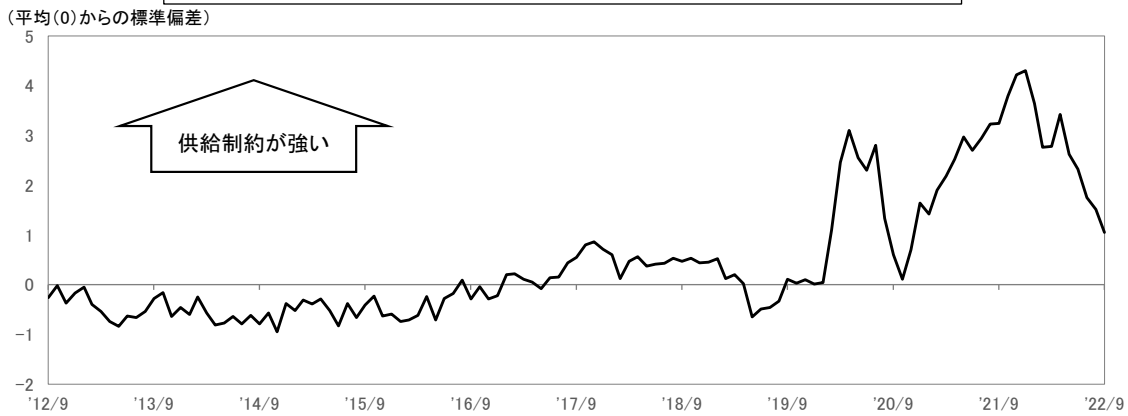
（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表5 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

図表6 グローバル・サプライ・チェーン・プレッシャー・インデックス（GSCPI）



（資料）NY連銀、Bloomberg （注）NYFEDが供給に関する27変数を主成分分析して算出。

明確な鈍化傾向が確認できないインフレ率

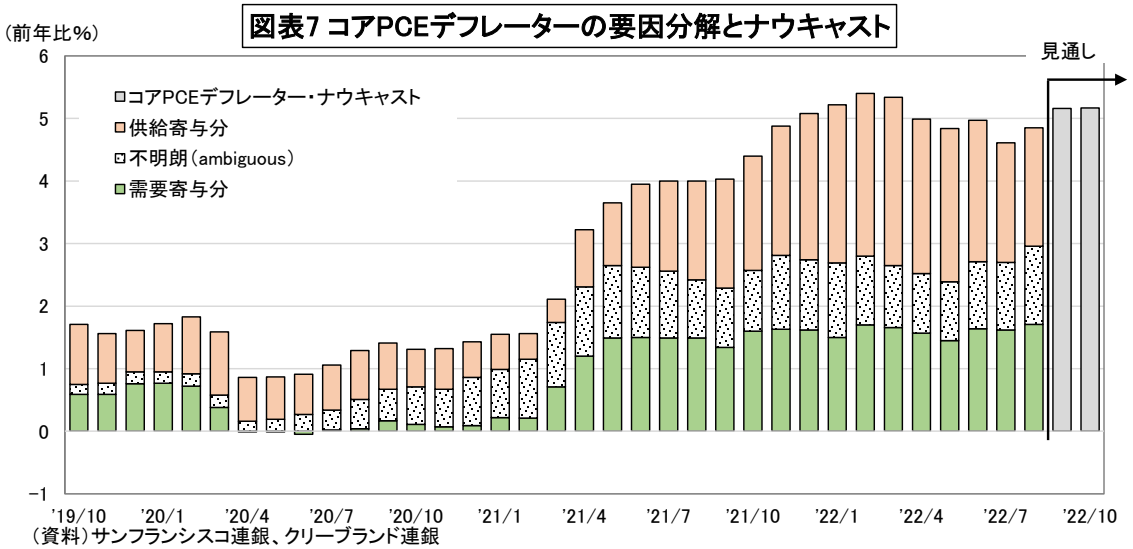
インフレ率をみると、8月のコアPCEデフレーターは前年比4.9%と、7月の同4.7%から加速した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同4.7%と19か月連続で加速し、物価上昇が幅広い分野で継続していることが確認できる。9月の消費者物価指数は、インフレ率のピークアウトを見込んでいた大方の予想に反し総合が前月比0.4%、コアが同0.6%と8月から総合は加速、コアは横ばいとなった。住宅（shelter）項目の計測方法に上方バイアスがあるとの指摘もみられるが、インフレ率のピー

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

クアウトはこれまでのところ確認できない。

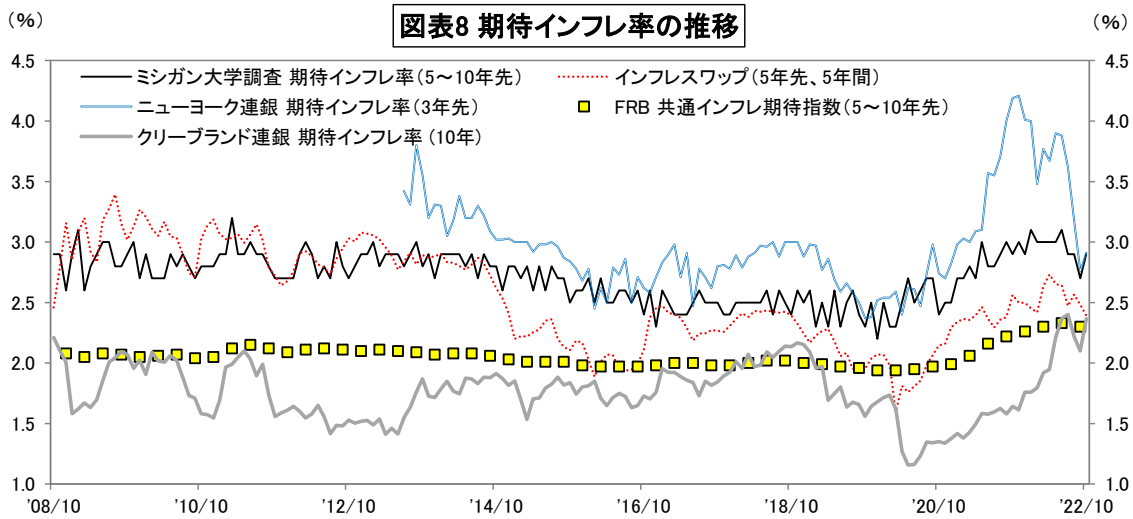
一方で、期待インフレ率が概ね安定的に推移していることから、80 年前後のボルカー元 FRB 議長時のような、インフレ率を抑制するために失業率が 10%超となるほど深刻なリセッションを起こす必要はなく、2%弱と目される潜在成長率を下回るように、金融引き締めを継続することになるだろう。27 日公表の 7～9 月期 GDP にも注目したい。

図表7 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



(資料)サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

図表8 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg (注)共通インフレ期待指数は四半期データ。

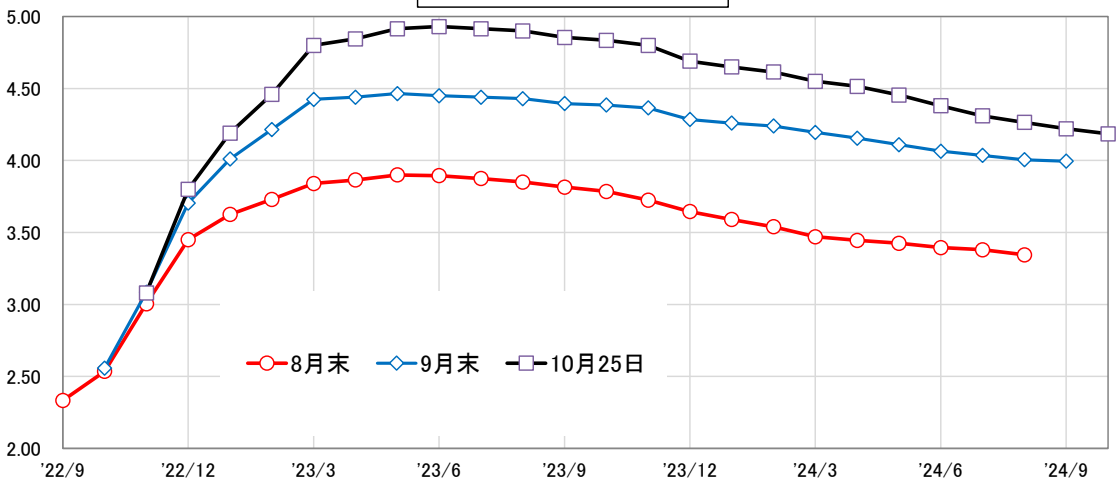
市場による利上げの織り込みが進展

10 月 12 日に公表された 9 月 FOMC 議事要旨では、労働市場の過熱を抑制するために利上げの継続が必要という点で、FOMC 参加者の見解が一致していることが改めて確認された。また、FOMC 参加者の発言からも 9 月 FOMC 後に一段とタカ派化した印象を受けるものが多い。こうしたことから、足元では市場が織り込む政策金利

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

の上方修正が続き、9 月 FOMC 時点の金利見通し（22 年から 25 年の年末にかけて、それぞれ 4.375%、4.625%、3.875%、2.875%）を上回る織り込みも確認できる。

図表9 市場の金利見通し



（資料）Bloombergより農中総研作成

景気の先行き：1年程度は下押し圧力が強い

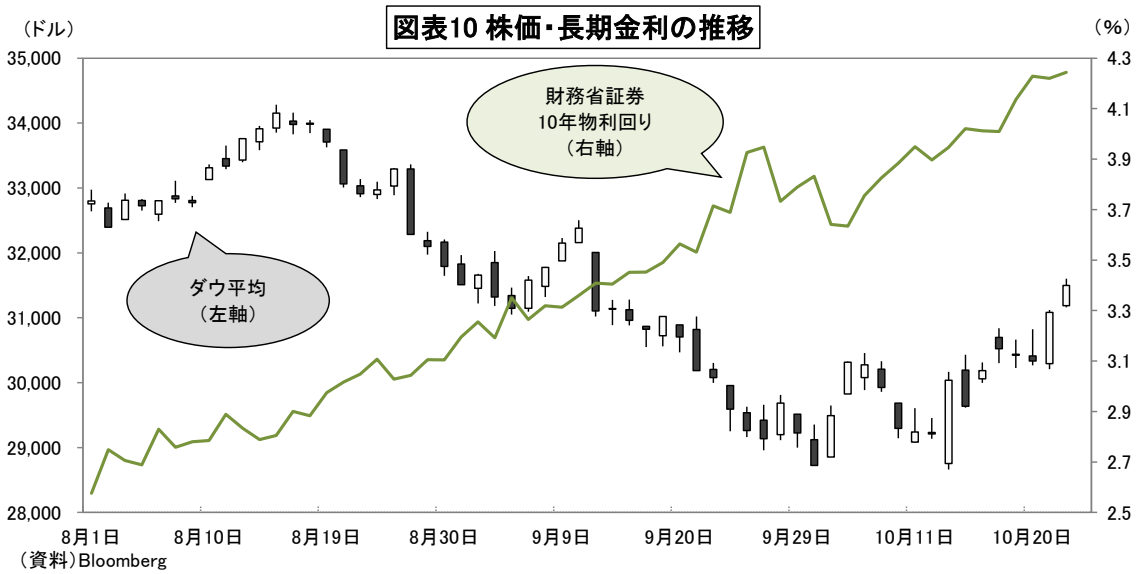
さて、景気の先行きを考えてみると、9 月 FOMC 終了後に公表された経済見通しで示された以上に引き締め方向での金融政策の長期化が織り込まれたことで、向こう 1 年程度の需要に下押し圧力が加わり景気減速は続くとみられる。一方で、足元では特に下位 50%や 25%層での労働所得、資産などがあまり悪化していないことから、個人消費は予想外に底堅く推移し、消費の底割れは回避できるのではないだろうか。以上から、低成長の長期化とインフレ率の鈍化が並行することで、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一歩手前のような景気が続きそうだ。

依然として上昇余地のある長期金利

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 9 月後半にかけて、トラス英首相の減税政策案を契機とした市場の混乱から一時的に荒れた展開となったものの、基本的には FOMC 参加者のタカ派的な発言や、利上げ織り込みの上方修正に伴い、米長期金利（10 年債利回り）の上昇が継続し、10 月半ばからは 4%を上回る取引となった。

足元では利上げペース鈍化の可能性が検討され始めているとの報道もあり、先行きについても 11 月 FOMC（1、2 日）にて金融政策の方向性や考え方の修正をめぐり、パウエル FRB 議長の記者会見に注目が集まりそうだ。もっとも、インフレ率の鈍化が確認できない間は利上げの継続を迫られそうであり、長期金利は依然として上昇する余地がありそうだ。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、8月末のジャクソンホール会議以降、FRBのタカ派姿勢がより鮮明になったことから、ダウ平均は大幅調整に迫られ9月下旬には28,000ドル台へ下落。その後9月末から10月半ばにかけては、4～6月期の決算発表が底堅かったことから一旦底入れとなり、足元では緩やかながら上昇基調となっている。

先行きについては、7～9月期の企業収益は低調と予想されていることや、利上げの継続と長期金利の上昇が続くと見込まれることから、上値の重い相場が続くと予想する。

（22.10.24現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます