

23 年はリセッション入りの瀬戸際が続く見込み

～12 月 FOMC から利上げペースは減速へ～

佐古 佳史

要旨

労働市場のひっ迫度合は緩和傾向が続いており、賃金上昇率もピークアウトが確認できるなか、10 月の消費者物価指数がようやく鈍化したことで、金融引き締めによるインフレ抑制の兆しがみえはじめた。

11 月 FOMC 議事要旨では、12 月 FOMC から利上げペース減速の可能性が示唆されるとともに、23 年にリセッション入りするシナリオが無視できない確率で考えられることが FRB 内で共有された点も公表された。ターミナルレートをめぐる不確実性は高いものの、23 年はリセッションすれすれの景気になりそうだ。

民主党が善戦した中間選挙

11 月 8 日に実施された中間選挙の結果、上院では民主党が多数派を維持、下院では共和党が 4 年ぶりに多数派となり米議会は上下院で多数派が異なる「ねじれ議会」となった。23 年 1 月以降は、民主党のペロシ下院議長に代わり、共和党のマッカーシー議員が下院議長に就任するとみられる。

選挙後の分析では、与党である民主党の善戦と共和党の苦戦に加えて、州知事選結果を背景にトランプ前大統領の求心力低下についての指摘が散見された。こうしたなか、当面は 12 月 16 日につなぎ予算の期限が切れる 23 年度（22 年 10 月～23 年 9 月）連邦予算の審議が注目点となるだろう。また、23 年下期には、債務上限問題が浮上する可能性も懸念される。

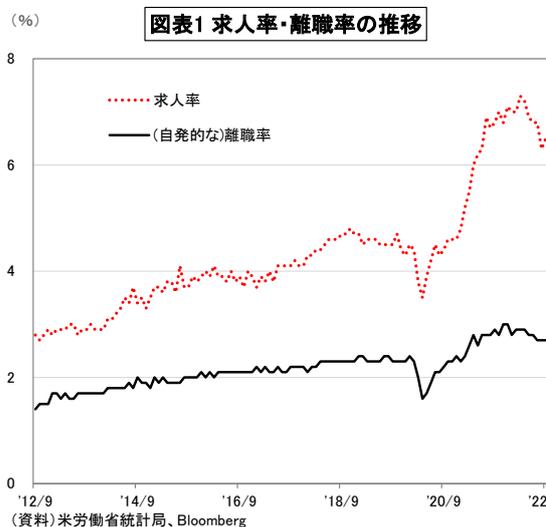
景気の現状：労働市場の過熱が抑制されつつある

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。

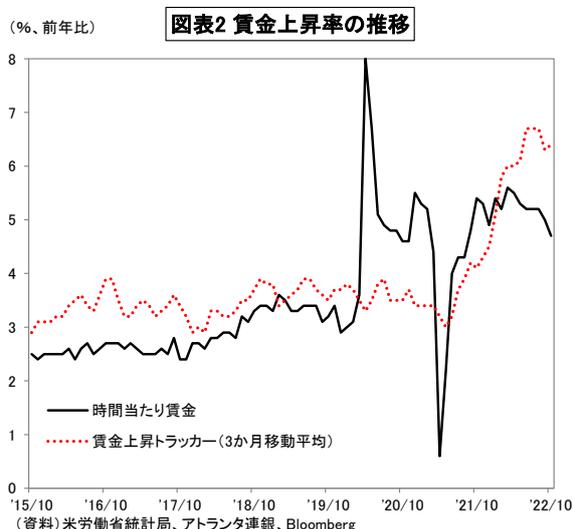
10 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 9 月から 26.1 万人増、失業率は 3.7%へと上昇した。一方で、9 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 6.5%へと上昇、自発的な離職率は変わらずの 2.7%となった。全体としては労働市場の過熱はピークアウトしたと思われる。また、求人率や離職率の動きとほぼ連動して賃金上昇率も 22 年 4～6 月期に同じくピークアウトしており、10 月の平均時給は前年比 4.7%と鈍化傾向が続いている。以上から労働市場は依然ひっ迫し

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。

図表1 求人率・離職率の推移



図表2 賃金上昇率の推移



個人消費をみると、9月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.1%、サービス消費は同0.6%となり、全体では同0.3%と2か月連続で増加した。また、10月の小売売上高は同1.3%と高い伸びを示した。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いるが、超過貯蓄の存在や賃金上昇率が依然として高いこともあり、個人消費の底堅さが続いている。

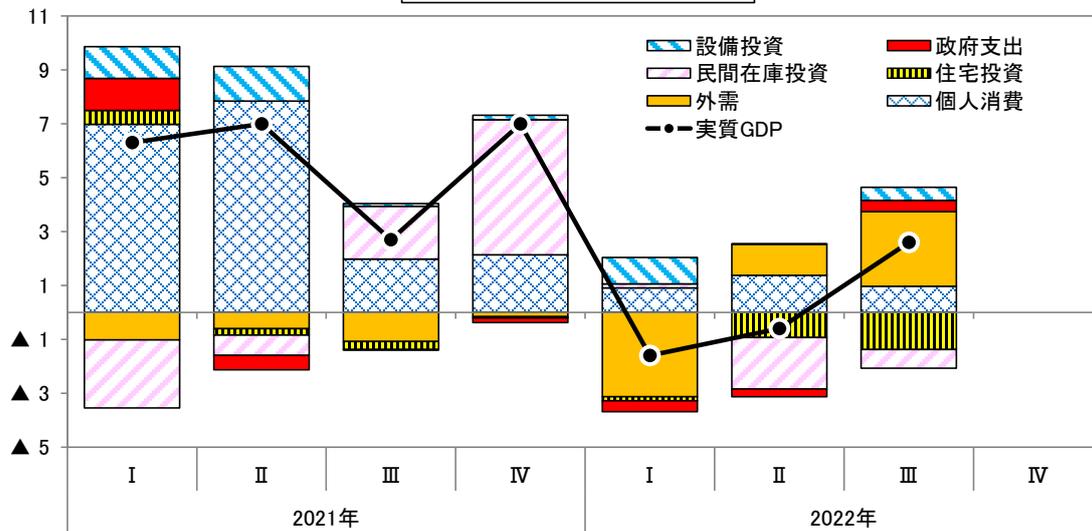
また、11月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、借り入れコストの上昇や資産価格の下落、労働市場の過熱感の後退などを背景に10月から低下した。なお、長期の期待インフレ率は概ね2.9~3.1%の狭いレンジで推移しているものの、不確実性が高く将来的に不安定化する可能性も指摘されている。

3 四半期ぶりに プラス成長とな った7~9月期 GDP

こうしたなか、10月27日公表された22年7~9月期のGDPは前期比年率2.6%(速報)と、3四半期ぶりのプラス成長となった。内訳をみると、輸入が大幅に減少したことから純輸出(外需)の寄与度が同+2.77ポイントと下支えし、個人消費支出も同+0.97ポイントと底堅さがうかがえた。一方で住宅投資は同▲1.37ポイントと利上げによる景気下押し圧力が確認できる内容となった。

(%前期比年率、ポイント)

図表3 GDP成長率の内訳

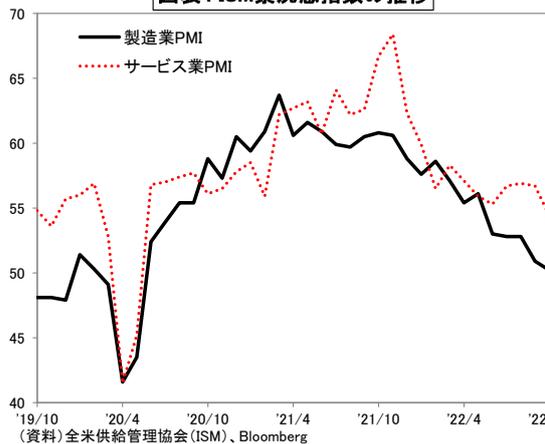


(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

**29 か月連続での
拡大を示唆する
企業マインド**

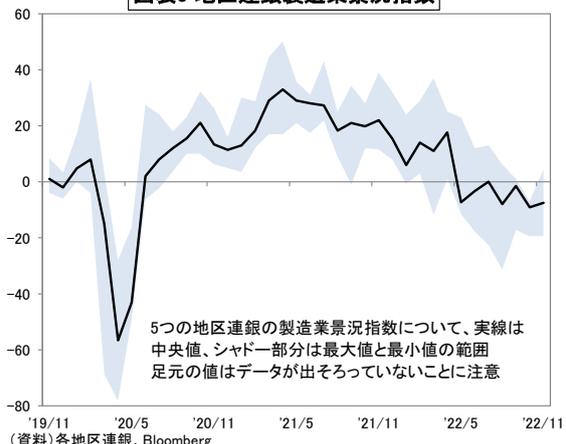
こうしたなか、10月のISM製造業指数(製造業PMI)は50.2%、サービス業指数(サービス業PMI)は54.4%といずれも前月から低下したものの、企業マインドは29か月連続で企業部門の拡大を示した。内訳をみると新規受注や生産、雇用などの面において製造業とサービス業で方向感が異なっており、人手不足や解雇の必要性、供給制約の影響などが産業ごとにまちまちであることがうかがえる内容となった。

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

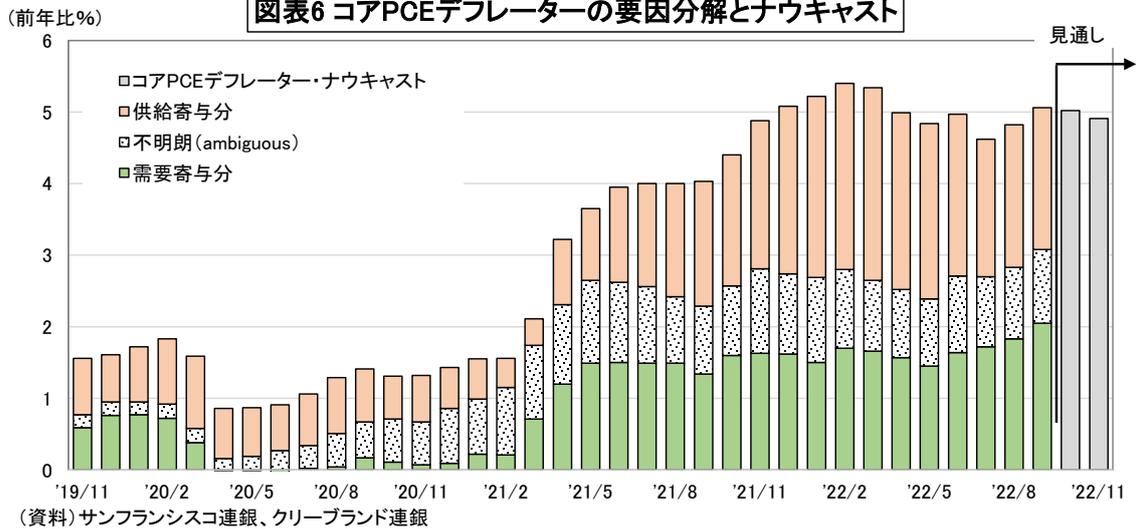
**インフレ率の中心
は財からサービス
へ**

インフレ率をみると、9月のコアPCEデフレーターは前年比5.1%と、8月の同4.9%から加速した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは変わらずの同4.7%と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。一方で、10月の消費者物価指数は前月比0.4%、コアが同0.3%と単月ながらやや

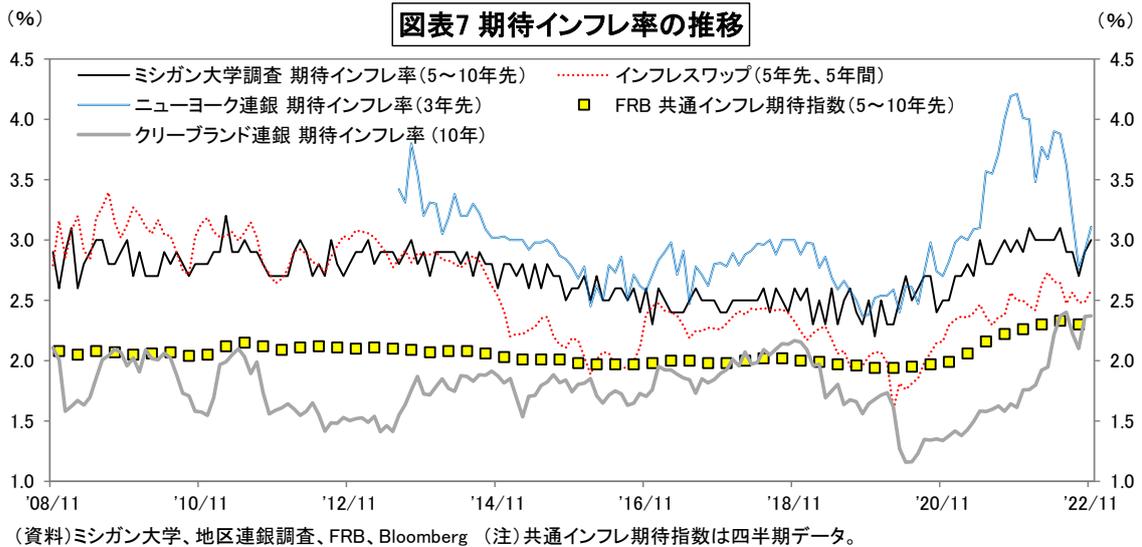
くインフレ率が鈍化する兆しがみえはじめた。コアの内訳をみると、中古車や衣類の価格下落などから財は同▲0.4%となった一方で、住宅などを中心にサービスは同0.5%と鈍化ペースは遅く、ピークアウトを確認できるようになるまではしばらくかかりそうだ。

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、経済成長率が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。

図表6 コアPCEデフレーター要因分解とナウキャスト



図表7 期待インフレ率の推移



利上げペースは鈍化する見込み

11月FOMC(1、2日)では、4回連続での75bp利上げが決定され、政策金利は3.75~4.00%となった。FOMC後の記者会見にてパ

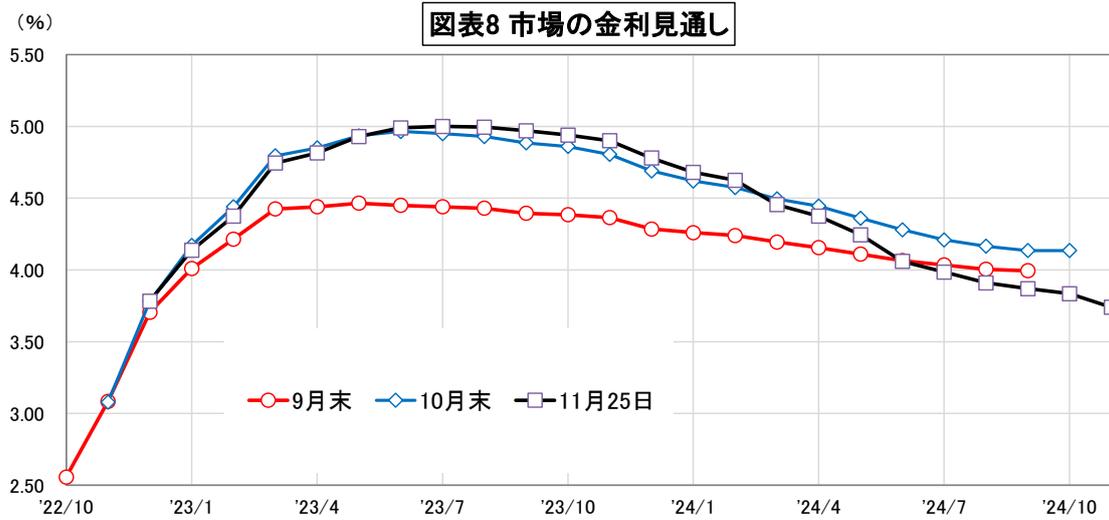
ウエル議長は、22年の米国経済の減速を確認しつつも、労働市場が非常にひっ迫しており労働需要に供給が追いついていないことを強調した。また、今後も利上げを継続することが妥当であるとする一方で、今までの利上げの影響がラグを伴って生じることを考慮しつつ、将来的に利上げペースを鈍化することが適切であると述べた。

11月23日に公表された11月FOMC議事要旨では、大半の(a number of) FOMC参加者が利上げペースの鈍化が適切との認識を示したことが明らかとなり、12月FOMCでの利上げ幅は50bpになる可能性が高まったと解釈できる。一方で、最終的な金利水準(ターミナルレート)については不確実性が増した点も共有された。

また、11月FOMC用に作成されたFRBスタッフによるベースシナリオでは、利上げ見通しの上方修正などを受けてGDP成長率が9月から下方修正された点や、23年にリセッション入りするシナリオもベースシナリオとほぼ同じ確率で評価されている点など、厳しい見通しがFRB内で共有されていることが示唆された。

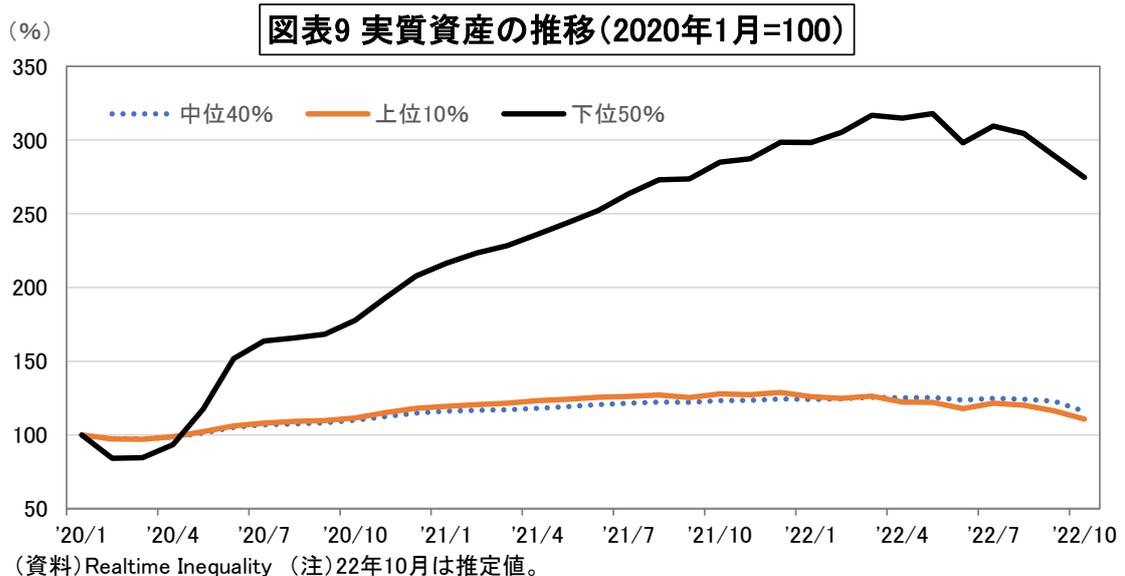
今回の高インフレ局面では、コアPCEデフレーターで測ったインフレ率が2%物価目標から3ポイント程度上振れている。このため、テイラー・プリンシプルなど金融政策の教科書的なパラメーター設定の下では、利上げ幅が名目中立金利(2~2.5%)から3ポイント超となり、ターミナルレートは5%半ばとなっても不思議ではない。一方で、低めのターミナルレートを主張する連銀総裁は、インフレ率が加速した原因が今後取り除かれる可能性や、経済、金融の安定性を相対的に重視しているように思われる。この辺りの考え方も含めて、12月FOMC後の記者会見や経済見通しは、論点が多く注目度が高そうだ。

足元では、ターミナルレートをめぐってFOMC参加者内の見解の相違があることや、23年以降の景気見通しについての懸念が強いこともあり、市場では政策金利は5%程度でピークをつけ、23年末から利下げが開始される見通しが中心的といえる。筆者としては、この政策金利見通し下では、少し余裕をもってリセッションを回避できそうな印象を受けた。



**景気の先行き : 1
年程度は下押し
圧力が強い**

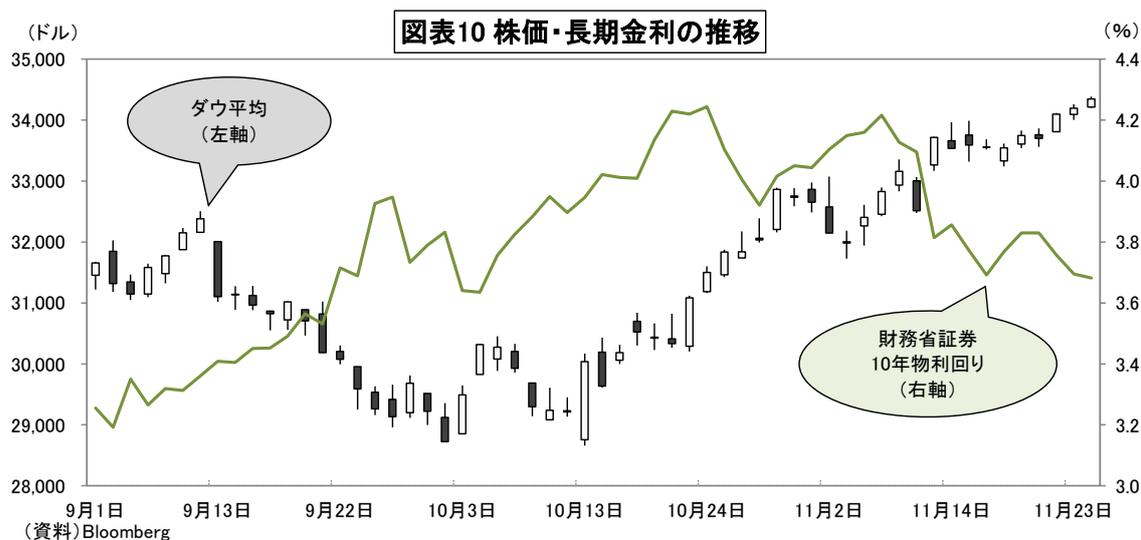
さて、景気の先行きを考えてみると、9月 FOMC 終了後に公表された経済見通しで示された以上に、引き締め方向での金融政策の長期化が織り込まれたことで、向こう 1 年程度の需要に一層の下押し圧力が加わり景気減速は続くと思われる。一方で、足元では下位 50%層での労働所得、資産についての状況がほとんど悪化しておらず、特に下位 25%の実質労働所得は増加傾向であることなどから個人消費は予想外に底堅く推移し、消費の底割れは回避できるのではないだろうか。以上から、低成長の長期化とインフレ率の鈍化が並行することで、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一步手前のような景気が続きそうだ。



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11月FOMC議事要旨にて12月FOMC以降の利上げペース減速が示唆されたことや、景気の先行きへの懸念から、長期金利は低下傾向で推移している。先行きについては、ターミナルレートなどをめぐり12月FOMC（13、14日）後に公表される経済見通しに注目が集まると思われるが、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。



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。その後は決算が底堅かったことで底入れを探る動きとなり、10月以降は再び上昇傾向で推移している。

先行きについては、10～12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. 11. 28 現在)