

緩慢な労働需給ひっ迫解消ペース

～FRB は 24 年にかけて金融引き締めを継続する見通し～

佐古 佳史

要旨

22 年後半にかけて、事業所調査と家計調査で雇用者の増加ペースが大きく異なり判断は難しいものの、実体としての労働供給はあまり増加していない可能性が高く、平均時給が前月比では 4 か月連続で加速していることなど、労働需給ひっ迫の解消ペースは緩慢と思われる。

こうしたなか、12 月 FOMC にて政策金利は 4.25～4.50%へと引き上げられ、FOMC 後に公開された経済見通しからは、23 年を通じて 5%超の政策金利が維持される可能性が示された。

対中半導体輸出 規制を一段と強化

ジョージア州で 6 日、上院選の決選投票が実施され民主党現職のウォーノック氏が再選した。9 日は、アリゾナ州選出のシネマ上院議員が民主党を離脱し無所属となったものの、基本的には民主党と協調して投票する方針を示したことから、22 年の中間選挙を経て民主党は上院で過半数を維持することに成功したといえる。

こうしたなか上院は 14 日、中国への情報流出の懸念があることから、連邦政府が所有する全て端末において動画投稿アプリ TikTok を禁止する法案を全会一致で可決した。また、バイデン政権は 15 日、中国半導体メーカー 36 社を事実上の禁輸リストに追加すると発表し、既に 10 月に強化した半導体製品の対中輸出規制もあることから、対中圧力を一層強める動きとなった。23 年はこうした対中規制について、日本を含む同盟国との協調を進めていくとみられる。

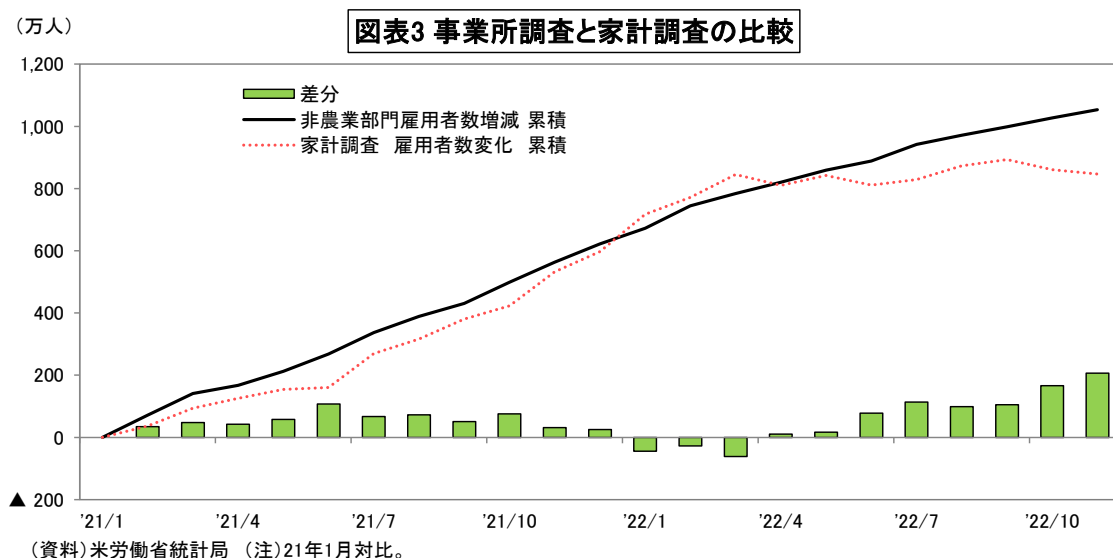
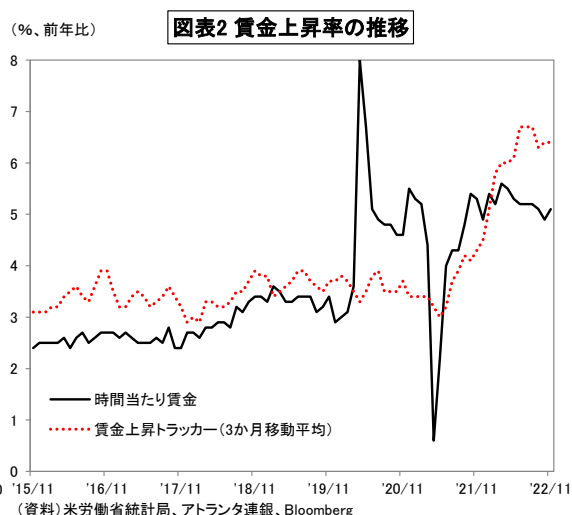
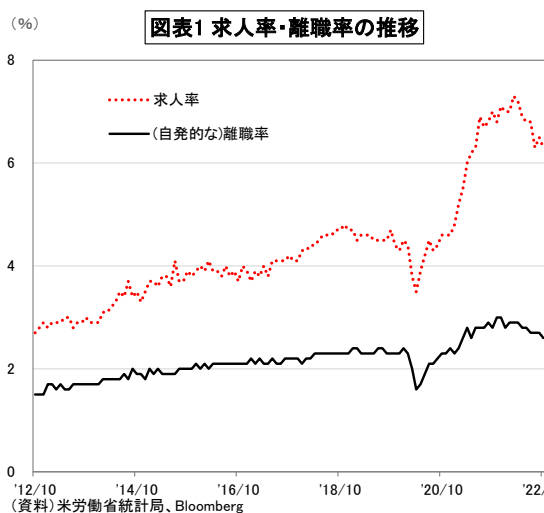
景気の現状：労働需給ひっ迫の 解消ペースは緩慢

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ものの、労働供給の増加が遅く、需給ひっ迫の解消ペースは緩慢とみられる。

11 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 10 月から 26.3 万人増、失業率は変わらずの 3.7%となった。また、10 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 6.3%へ、自発的な離職率は 2.7%へ、いずれも低下した。こうした動きとは対照的に、11 月の平均時給は前年比 5.1%

と再加速した。前月比で見れば、8月(0.3%)から11月(同0.6%)へと4か月連続で加速している。以上から労働市場の過熱感はピークアウトしたと思われるものの、今後も金融引き締めを継続する必要があるだろう。

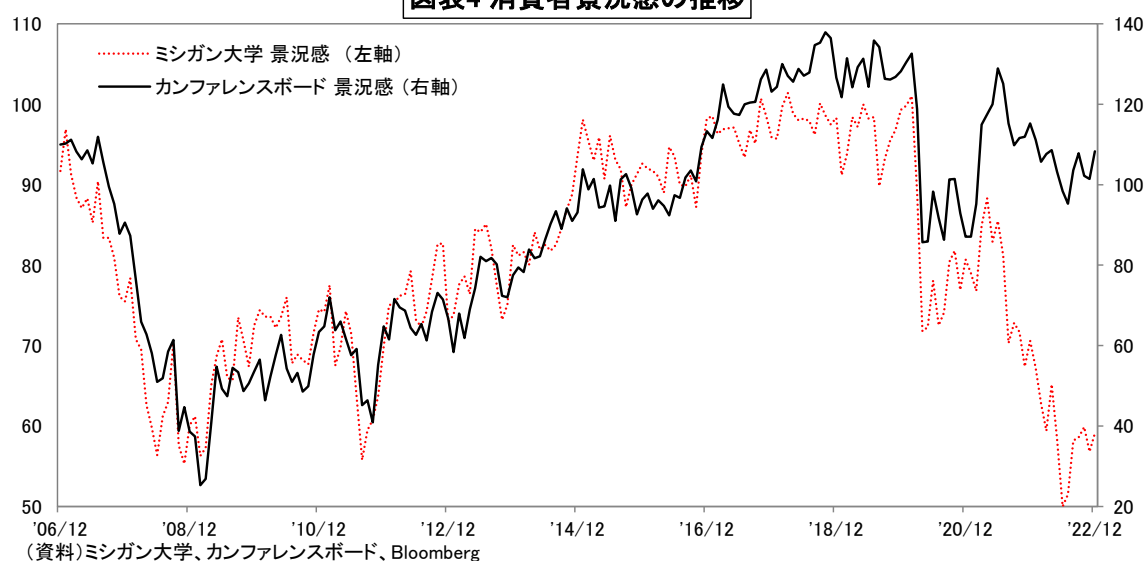
なお、足元では事業所調査(非農業部門雇用者数など)と家計調査(失業率など)で雇用者の増加ペースが顕著に異なっている。前者は事業所単位での調査であるため、一人の労働者が複数の仕事をする場合は重複して集計されるため、高インフレが続く米国経済では仕事を掛け持ちする労働者が22年半ば以降増加したと考えられる。掛け持ちの場合、新規のフルタイム労働者と比べれば追加的な労働供給量は少ないため労働需給のひっ迫度合の改善にもつながりにくいと思われる。また、家計調査では2か月連続で雇用減となったことも要注意だろう。



個人消費をみると、10月の実質個人消費支出は、財消費は前月比1.1%、サービス消費は同0.2%となり、全体では同0.5%と3か月連続で増加した。一方で、11月の小売売上高は同▲0.6%と弱含んだ。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。

もっとも、12月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、金融市場の上昇を背景に高所得世帯を中心に11月から上昇したものの、歴史的な低水準にとどまっている。

図表4 消費者景況感の推移

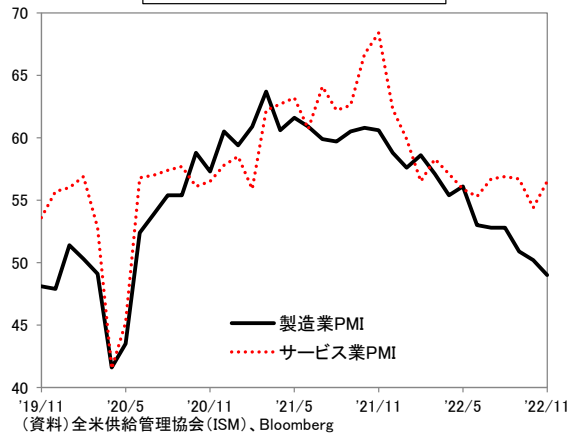


30 か月ぶりに縮小を示唆した製造業 PMI

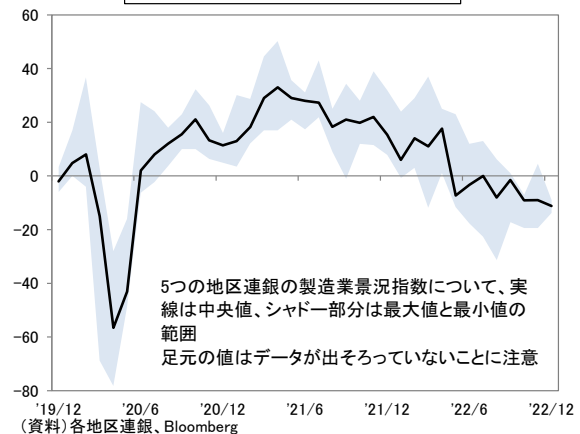
こうしたなか、11月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から▲1.2ポイントの49.0%と30か月ぶりに縮小傾向を示した。一方で、サービス業指数（サービス業 PMI）は同+2.1ポイントの56.5%へ上昇し30か月連続での拡大を示した。

内訳をみると製造業では、新規受注や生産、雇用などで縮小傾向となった半面で、サービス業では新規受注が同▲0.5ポイントと小幅に低下するなか、営業活動が同+9.0ポイントと大幅上昇しており、業態ごとの景況感の違いがうかがえる内容となった。

図表5 ISM景況感指数の推移



図表6 地区連銀製造業景況指数

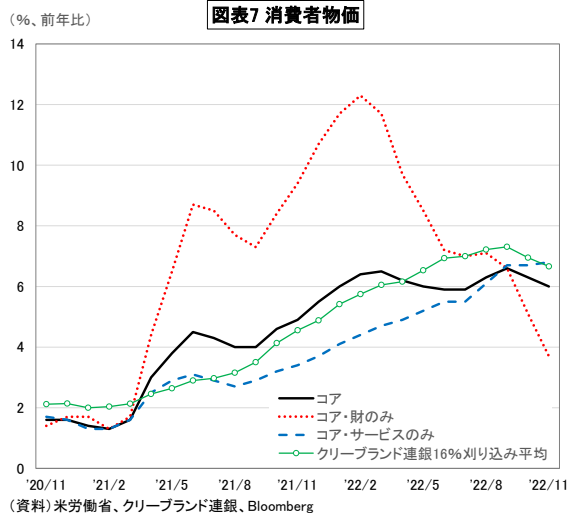


インフレ率の中心は財からサービスへ

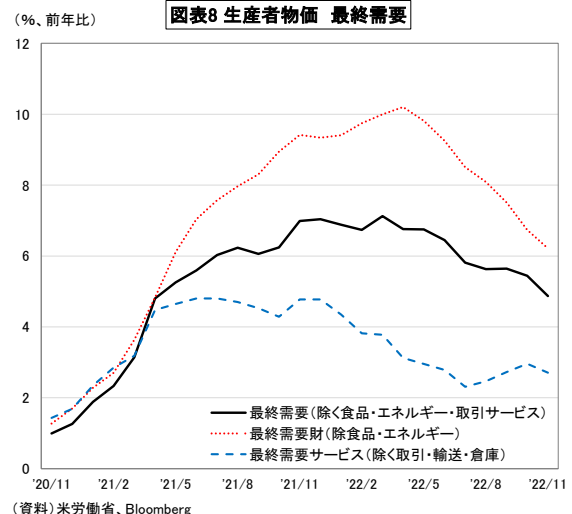
インフレ率をみると、11月のコアPCEデフレーターは前年比4.7%と、10月の同5.0%から鈍化した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターも10月から▲0.1ポイント鈍化の同4.6%となったものの、依然として物価上昇が幅広い分野で継続していることが確認できる。一方で、11月の消費者物価指数(CPI)は前月比0.1%、コアが同0.2%と10月に続いてインフレ率の鈍化が確認できる内容となった。コアの内訳をみると、中古車の価格下落などから財は同▲0.5%となった半面で、住宅などを中心にサービスは同0.4%と鈍化ペースは遅い。

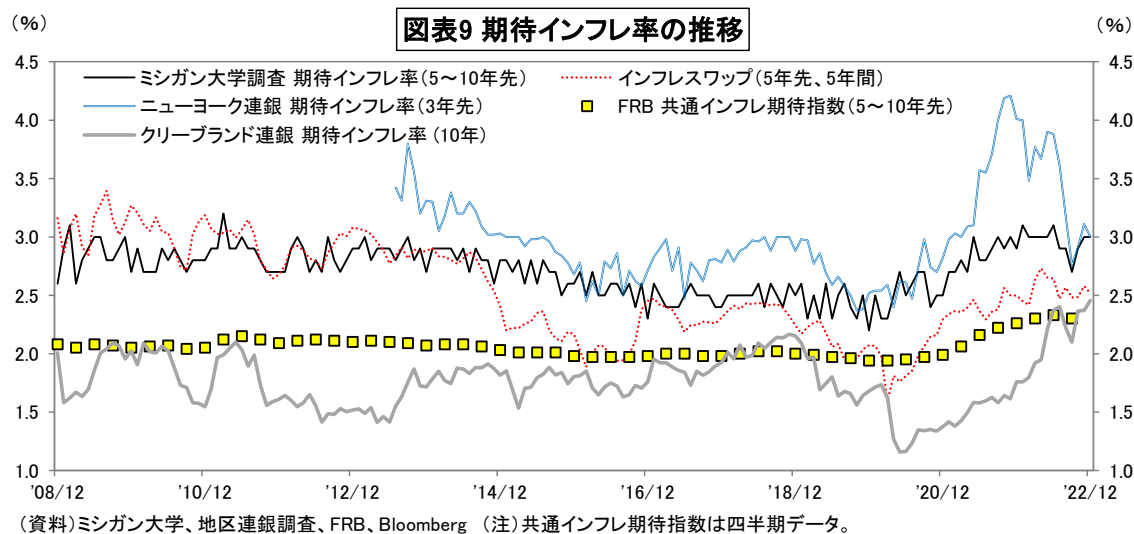
もっとも、期待インフレ率が概ね安定的に推移していることから、80年前後のボルカー元FRB議長時のような、インフレ率を抑制するために失業率が10%超となるほど深刻なリセッションを起こす必要はなく、経済成長率が2%弱と目される潜在成長率を下回るような、金融引き締めを継続するものとみられる。

図表7 消費者物価



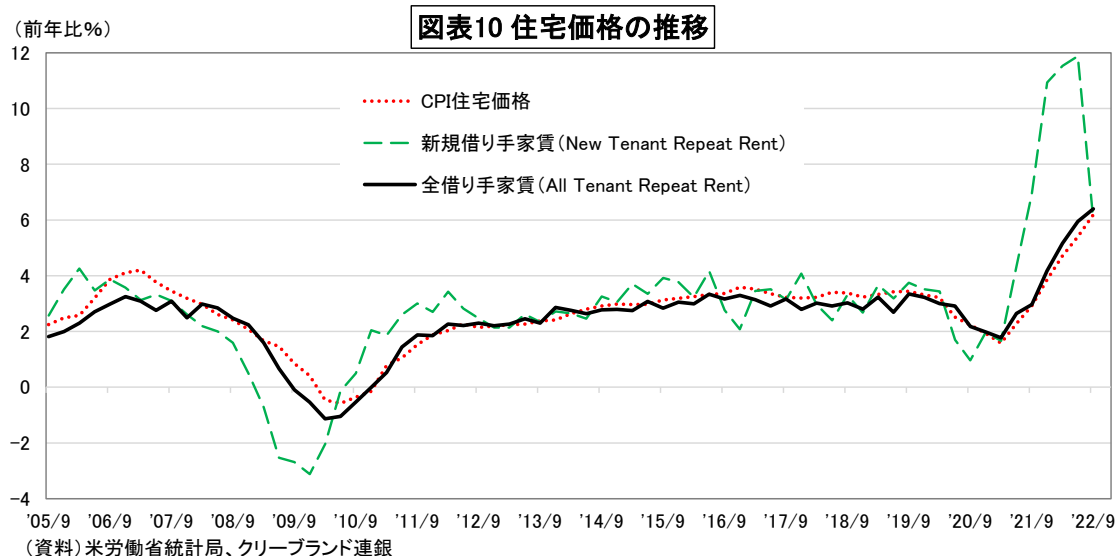
図表8 生産者物価 最終需要





CPI 住宅価格指数 の低下は後ずれ

コロナ禍以降、住宅価格の上昇が話題となっているものの、住宅価格に関する複数の指標が異なる上昇率を示すなど、指標の解釈が困難な状況が続いていた。こうしたなかクリーブランド連銀は19日、米労働省統計局の家賃マイクロデータを使い、借り手ごとの家賃を分離することで、こうした問題に対処できる指標を作成し公表した。同連銀の分析によると、全借り手家賃（All Tenant Repeat Rent）指標とCPI住宅価格指数の連動性が高く、新規借り手家賃（New Tenant Repeat Rent）はCPI住宅価格指数に4四半期先行することが指摘できるため、この関係性が維持されれば、CPI住宅価格指数が低下するのは23年下期からになりそうだ。



24 年にかけても金融引き締めを継続する見通しを示した 12 月 FOMC

12 月 FOMC（13、14 日）では事前予想通り 50bp の利上げが決定され、政策金利は 4.25～4.50% となった。FOMC 後に公表された経済見通しによると政策金利（中央値）は 23、24、25 年末にそれぞれ 5.125%、4.125%、3.125% と予想された。ただし、23 年末時点の政策金利をめぐっては、FOMC 参加者 19 人中 7 人が 5.25% より高い水準を予想している点には注意したい。

また、11 月 FOMC 議事要旨でも経済成長率の下方修正が指摘されていたが、23 年 10～12 月期 GDP 成長率（中央値）は 9 月 FOMC 時点から 0.7 ポイント下方修正され前年比 0.5% との予想が示された。12 月 FOMC 後の大勢見通しから計算すると、22 年末時点での実質政策金利は約 1.2%、23 年末は約 2.8%、24 年末は約 2.3% となり、0.5% 弱と見込まれる実質中立金利と比較すると 23、24 年は引き締め色の強い金融政策が実施されそうだ。

図表11 FRB大勢見通し(12月時点)

		2022年	2023年	2024年	2025年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	0.4～0.5	0.4～1.0	1.3～2.0	1.6～2.0	1.7～2.0
	9月時点 (%前年比)	0.1～0.3	0.5～1.5	1.4～2.0	1.6～2.0	1.7～2.0
失業率	(%)	3.7	4.4～4.7	4.3～4.8	4.0～4.7	3.8～4.3
	9月時点 (%)	3.8～3.9	4.1～4.5	4.0～4.6	4.0～4.5	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	5.6～5.8	2.9～3.5	2.3～2.7	2.0～2.2	2.0
	9月時点 (%前年比)	5.3～5.7	2.6～3.5	2.1～2.6	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	4.7～4.8	3.2～3.7	2.3～2.7	2.0～2.2	
	9月時点 (%前年比)	4.4～4.6	3.0～3.4	2.2～2.5	2.0～2.2	
政策金利	(%)	4.4	5.1～5.4	3.9～4.9	2.6～3.9	2.3～2.5
	9月時点 (%)	4.1～4.4	4.4～4.9	3.4～4.4	2.4～3.4	2.3～2.5

(資料)FRBより作成

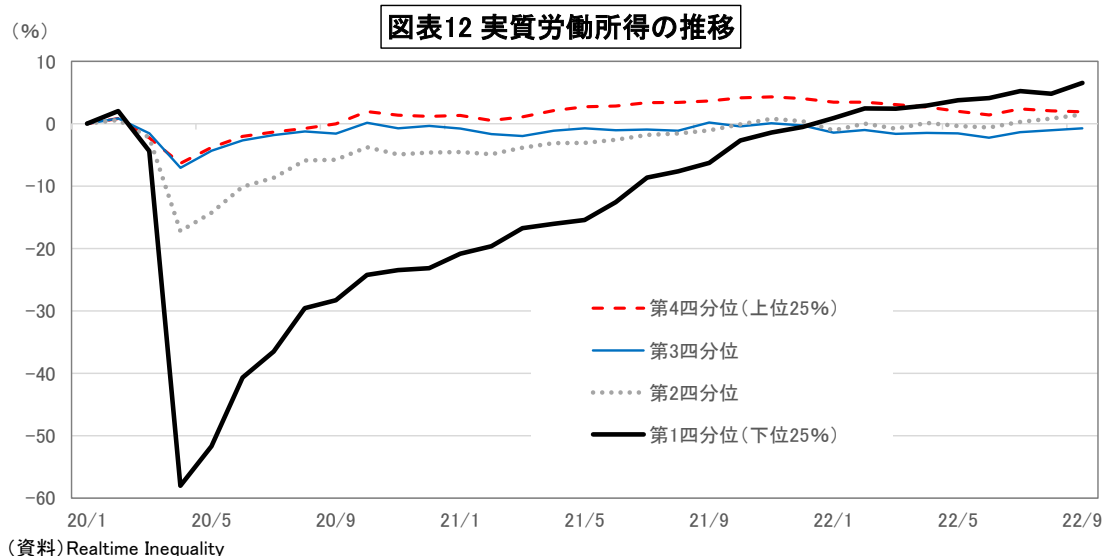
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

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、12 月 FOMC 終了後に公表された経済見通しで示されたように、金融引き締めが長期化することで、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思われる。

一方で、Realtime Inequality などのデータからは、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が続いていることなどから 7～9 月期 GDP 確報値での上方修正のように、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

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）の一手手前のような景気が続くと思われる。

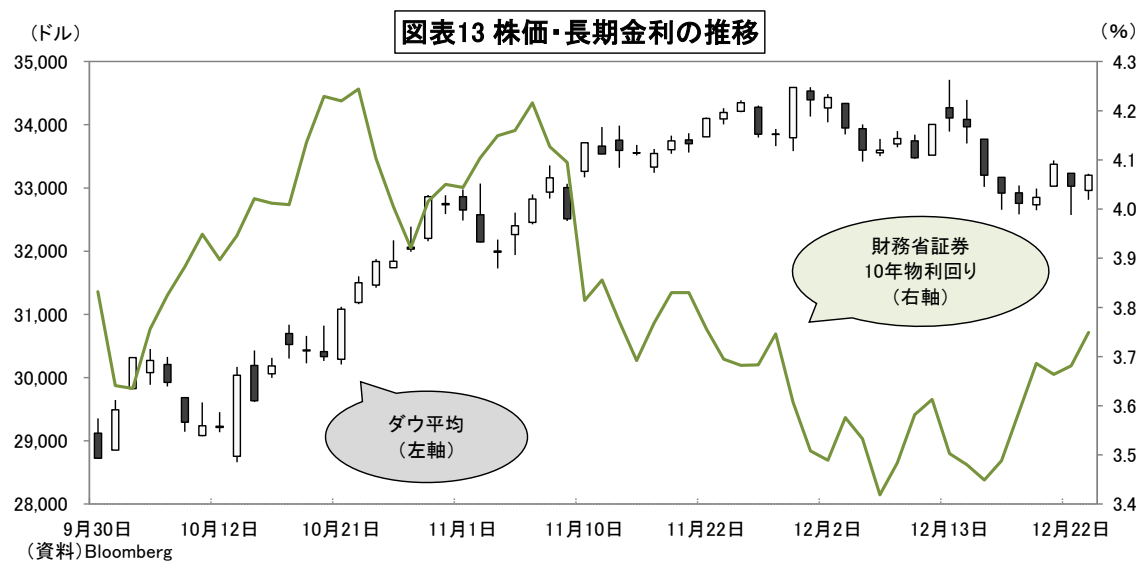


依然として上昇 余地のある長期 金利

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。

11月に入ると、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、長期金利は低下し、3.4%台まで低下する場面もみられた。足元では、FRBの金融政策を見極めようとする動きが強まり、3.7%程度で推移している。

先行きについては、12月FOMC（13、14日）にて公表された政策金利見通しの妥当性を検討する動きが続きそうだ。もっとも労働市場のひっ迫度合からは、金融引き締めが長期化する可能性が十分に考えられるため、景気後退懸念は強いものの、長期金利は依然として上昇する余地があると思われる。



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た。12月以降は景気後退懸念が強まったことから上値の重い展開となった。

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、金融引き締め継続と長期金利の上昇が見込まれることから、引き続き上値の重い相場が続くと予想する。

(22. 12. 26 現在)