米国経済金融

賃金上昇率の鈍化と低失業率が併存

～利上げペースは再度減速する見込み～

佐古　佳史

要旨

23年に入り、マッカーシー議員の下院議長選出や訪台計画、債務上限問題など米国の政治をめぐる動きが注目を集めた。

米国の労働市場は失業率が依然として非常に低く、求人率が高水準で推移しているものの、賃金上昇率の鈍化が確認されたことで、ひっ迫度合は緩和していると思われる。もっとも、コロナ禍の超過退職もあり、今後の失業率が FOMC 参加者の予想通り上昇するかは微妙なところだろう。

10 月以降はインフレ率が鈍化傾向となったことから、2 月 FOMC（1 月 31 日～2 月 1 日）での利上げ幅は 25bp となりそうだが、FOMC 参加者の発言などからは、金融引き締めの長期化が予想される。

15回の投票を経てマッカーシー議員を下院議長に選出

23年に入り米国の政治をめぐる動きが注目を集めた。年明けすぐの7日、共和党が過半数を占める米下院で異例の15回の投票を経てマッカーシー議員（共和党）が議長に選出された。同議員の選出を妨げた共和党造反議員の多くは、下院議員連盟「フリーダム・コーカス」に所属していることから、今回の造反はトランプ前大統領の意を汲んだ行動と報じる向きもあったが、トランプ前大統領自身は共和党の分裂を見かねて、マッカーシー議員への投票を呼び掛ける事態となった。実際には、風見鶏的な性格の強いマッカーシー議員に対する不信感や、重要な下院委員会ポストへの就任を取り付けるための作戦だったとみられる。

こうしたなか、米連邦債務が債務上限に達したことを受け、米財務省は19日、デフォルト回避のため公務員や障害者の基金を利用する「特別措置」を23年6月5日まで実施すると通知した。足元では、債務上限を GDP に比例させる新たな打開策が超党派議員によって検討されているが、決着が長引く可能性もありそうだ。

なお、イエレン米財務長官と劉鶴・中国国務院副総理は18日、両国が経済や金融、気候変動対策などで対話を強化することで合意し、22年8月のペロシ下院議長（当時）の訪台や一連の対中輸出規制強化などから悪化した米中対立がやや緩和した印象を与えた。もっとも、マッカーシー下院議長も訪台を検討するなど、従来

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

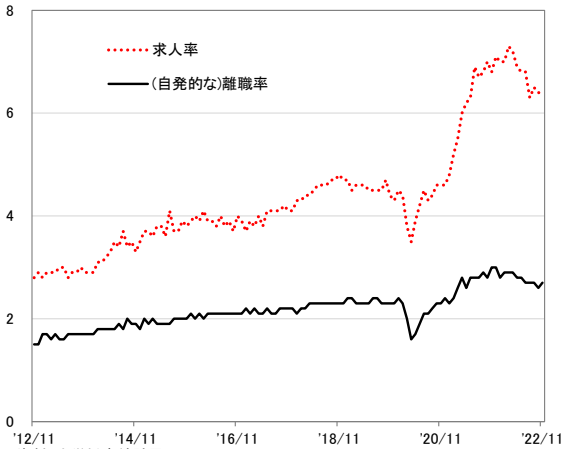
の対立路線に大きな変更はないだろう。

利上げによる下押し圧力が継続

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みられる。

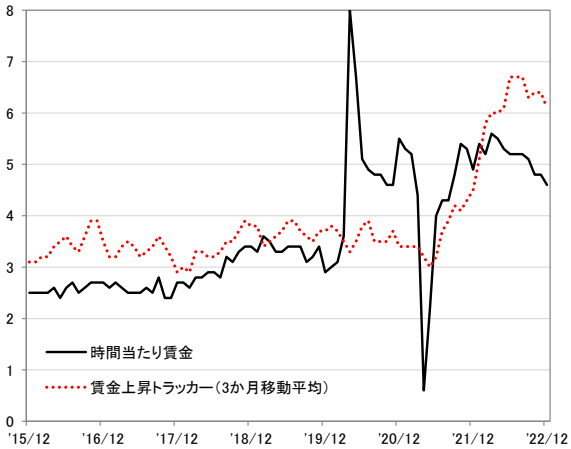
12 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 11 月から 22.3 万人増、失業率は 0.2 ポイント低下の 3.5%となった。また、11 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 6.4%、自発的な離職率は 2.7%といずれも 10 月からほぼ変化がなかった。しかしながら、12 月の平均時給が前年比で 4.6%へ、前月比でも 0.3%へ、ともに鈍化したことや、11 月分の下方修正が大きかったこともあり、全体としては労働市場のひっ迫の緩和が進んでいると判断できるだろう。

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



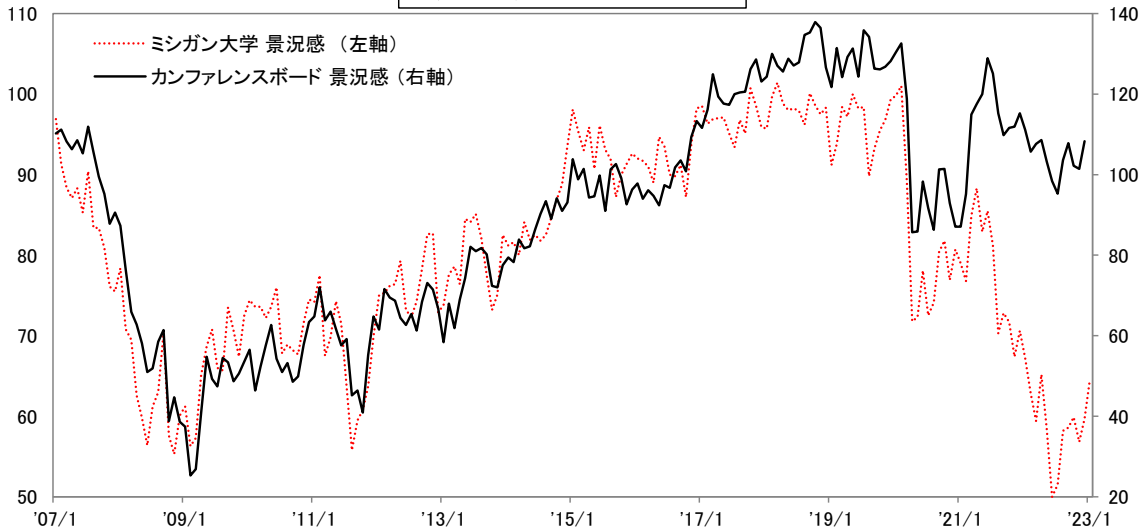
（資料）米労働省統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

個人消費をみると、11 月の実質個人消費支出は、財消費が前月比▲0.6%と 4 か月ぶりに減少、サービス消費は同 0.3%となり、全体では 10 月とほぼ変わらずとなった。また、12 月の小売売上高はガソリンスタンドや家具店などを中心にほぼ全項目で減少し、全体では同▲1.2%と 2 か月連続で減少した。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ことがうかがえる。なお、26 日に公表される 10～12 月 GDP（速報値）にも注目したい。

また、1 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、依然として歴史的な低水準ではあるものの、インフレ率の鈍化や所得増加を背景に 12 月から 8%上昇した。

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



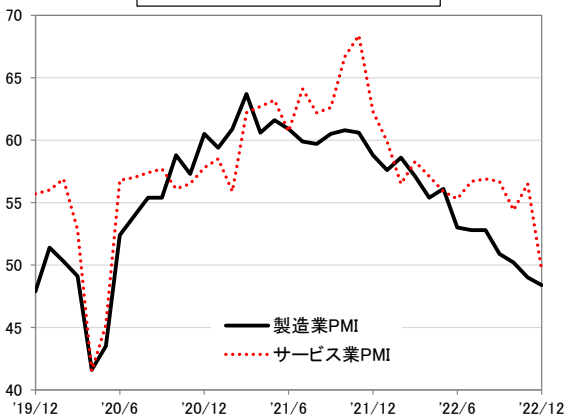
（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

企業部門の縮小を示唆した ISM 指数

こうしたなか、12 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から▲0.6 ポイントの 48.4%、サービス業指数（サービス業 PMI）も同▲6.9 ポイントの 49.6%と、いずれも小幅ながら景況感の判断基準となる 50%を下回り、企業部門の縮小傾向が確認できる内容となった。

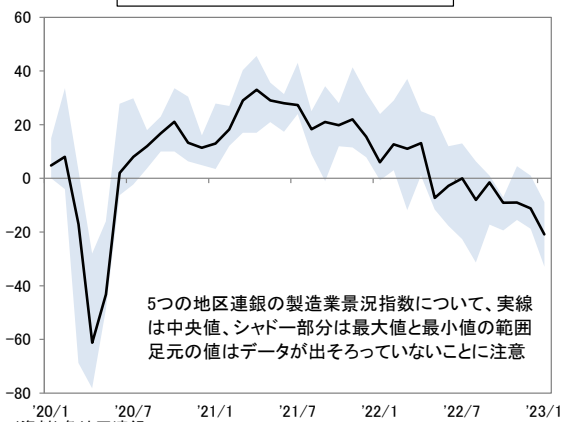
内訳をみると製造業では、新規受注や生産などで縮小傾向となっており、サービス業では営業活動が同▲10.0%、新規受注が同▲10.8 ポイントと大幅に低下した。金融引き締めが企業部門にも波及していると考えられる。

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

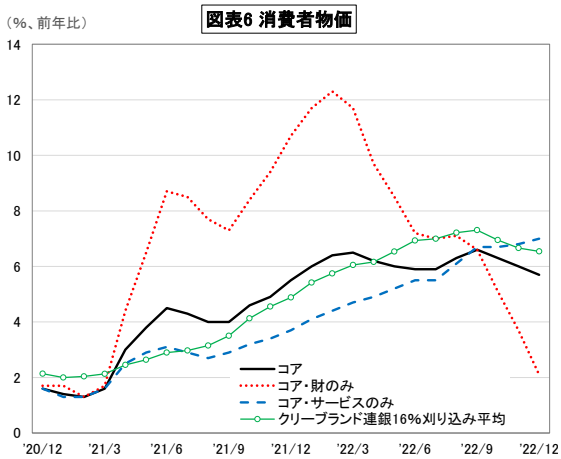
全体としては鈍化傾向のインフレ率

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

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

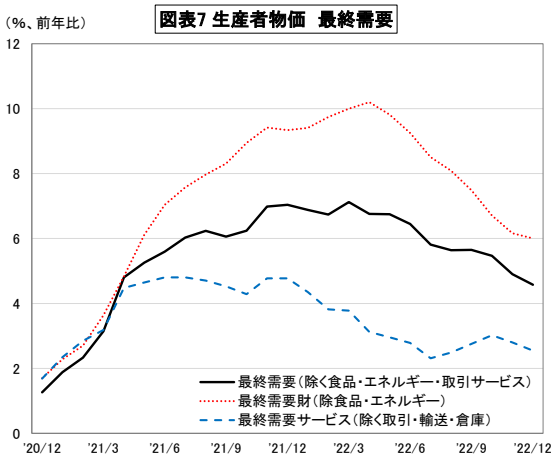
ていることが確認できる。また、12 月の消費者物価指数（CPI）についても前月比▲0.1%、コアが同 0.3%とインフレ率の鈍化傾向が確認できる内容となった。コアの内訳をみると、中古車の価格下落などから財は同▲0.3%となった半面、住宅費（shelter）などを中心にサービスは同 0.5%と再加速している。全体としては、インフレ率は鈍化傾向と判断できる。

図表6 消費者物価



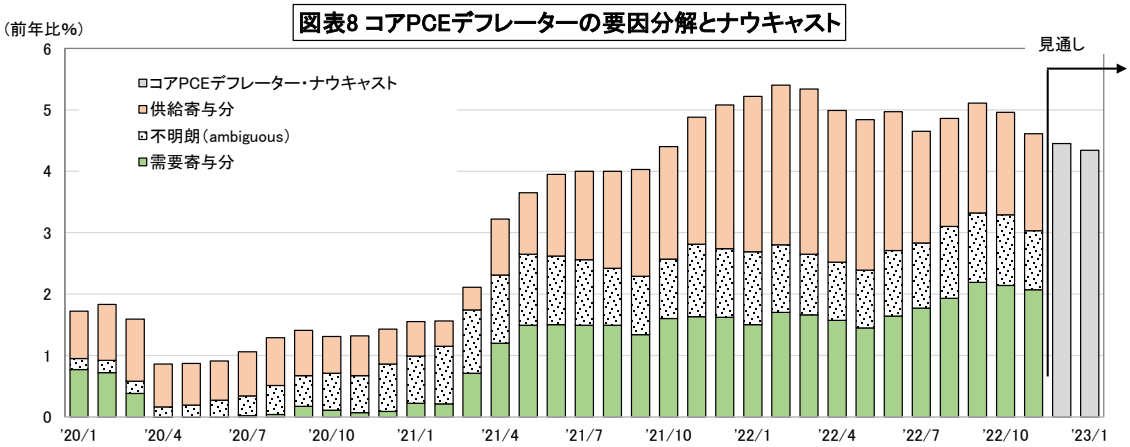
（資料）米労働省、クリーブランド連銀、Bloomberg

図表7 生産者物価　最終需要



（資料）米労働省、Bloomberg

図表8 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

超過退職が失業率を押し下げている可能性

住宅費の伸びは依然として速いものの、インフレ指標が 10 月以降鈍化していることもあり、2 月 FOMC（1 月 31 日、2 月 1 日）での利上げ幅は 25bp となりそうだ。一方で、12 月 FOMC 議事要旨や足元の FOMC 参加者の発言から判断すると、23 年中の利下げの可能性は現時点では低いと思われる。

12 月時点で 3.5%と非常に低い値で推移している失業率について、ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は 19 日、23 年内に 4.5%へ上昇する見通しを示した。また、12 月 FOMC 終了後に公表された

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

経済見通しでは、23 年末に 4.6%（中央値）へ上昇すると予想されている。こうした見方に基づくと、23 年の失業率は平均して 1 月あたり 0.1 ポイント弱の上昇が予測される。FRB/US モデルを用いて計算すると同じような失業率見通しとなるので、こうした発言に特段の違和感はない。一方で、例えば 22 年 11 月の FRB 調査によると、人口動態などを考慮したコロナ前のトレンドに対して、コロナ禍での超過退職（Excess Retirements）によって 16 歳以上人口に占める退職者の割合が 0.6 ポイント程度上昇したと推計されており、計算上、約 160 万人の労働供給が減少したことになる。超過退職者が新規労働者で置換されるとすれば、失業率としては約 1 ポイントの低下圧力と考えられるだろう。実際に、22 年の失業率は、モデルでの利上げシナリオの試算に比べて常に低い値で推移してきた。

以上から、今回の景気循環における失業率は解釈が難しく、労働市場の過熱が抑制される過程でどの程度失業率が上昇するか、FOMC 参加者が失業率と労働市場の関係性をどのように解釈するか、仮に失業率があまり上昇しない場合でも金融引き締めを弱めるかといった点が今後の論点となりそうだ。

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みられる。下押し圧力は政策金利の据え置き期間に大きく依存するものの 12 月 FOMC の政策金利見通しに基づくと、23 年前半の景気への下押し圧力が特に強そうだ。

12 月の ISM 指数が 50%を下回ったように、しばらくは低成長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くと思われる。

長期金利は上昇しにくい環境

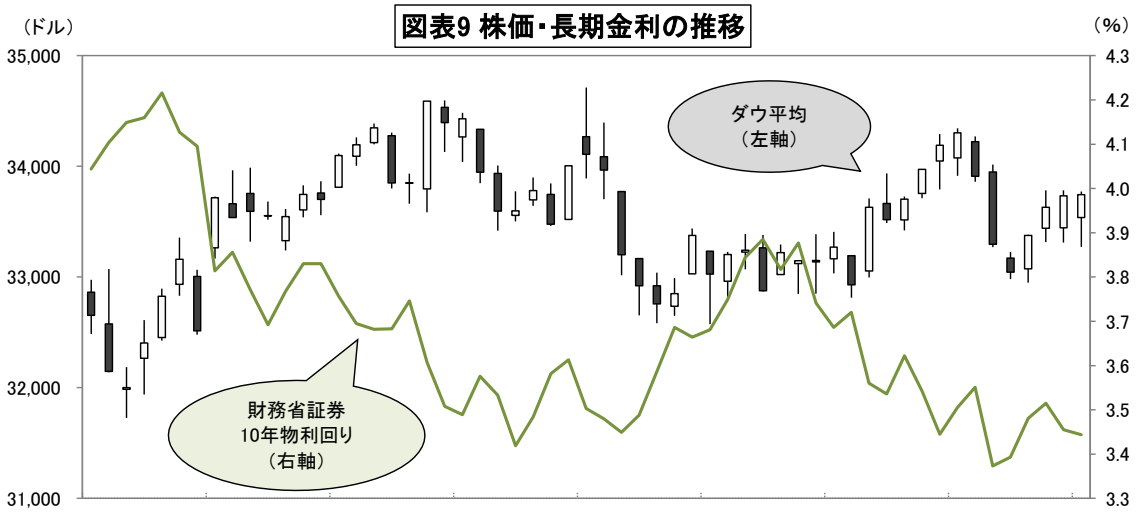
最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 11 月に入ると、FOMC 議事要旨にて 12 月以降の利上げペース減速が示唆されたことや、景気の先行きへの懸念から長期金利（10 年債利回り）は 3.4%台まで低下する場面もみられた。12 月末にかけて中国の経済再開が景気に与える影響を見極める動きが強まり、長期金利は 4%手前まで上昇したが、1 月に入るとインフレ関連統計が鈍化したことで再び低下し、足元では 3.5%前後での推移となっている。

先行きについては、利上げ打ち止めやその後の利下げ期待がある程度織り込まれているため、長期金利は上昇しにくい環境にあ

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

るだろう。金融引き締めが長期化する可能性は十分に考えられるものの、インフレ指標が突然上振れするか、失業率が上昇せずFRBがよりタカ派化するなどのサプライズがない限り、長期金利の上昇幅は小さいと思われる。

図表9 株価・長期金利の推移



（資料）Bloomberg

株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、7～9月期の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が、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、23年4～6月期ごろまでは企業収益の伸びは低調と予想されていることや、金融引き締めの継続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。

（23.1.25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