米国経済金融

賃金上昇率の鈍化が継続

～政策金利は 4.50～4.75%へ引き上げ～

佐古　佳史

要旨

米労働統計局の資料によれば、コロナ禍の影響から主要な経済統計調査の回答率が低下している。1 月は予想を大きく超える指標が散見されたものの、回答率の低下が影響している可能性もあり、個々の指標の強弱は割り引いて判断すべきかもしれない。

2 月 FOMC では事前予想通り 25bp の利上げが行われ、政策金利は 4.50～4.75%へと引き上げられた。注目度の高い「住宅を除くコアサービスセクター」を見ると、インフレ率が高止まりしている現状がうかがえるため、FRB としては金融引き締めを継続し、労働市場のひっ迫を抑制することで、当セクターのインフレ沈静化に注力するとみられる。

安全保障上の緊張が高まった

ロシアによるウクライナ侵攻から 1 年継続を目前とした 2 月 17～19 日に開催されたミュンヘン安全保障会議では、西側諸国によるウクライナ支援強化や、40 か国以上の領空を飛行していた中国気球問題などがテーマとなった。その直後の 20 日には、バイデン大統領が数時間前にロシアに通達した上でウクライナの首都キーウを電撃訪問し、4.6 億ドル相当の軍事支援を発表した。もっとも、ウクライナが切望しているとされる F-16 戦闘機の供与についての情報はなかった。翌 21 日は、プーチン大統領が米国との新戦略兵器削減条約（新 START）の履行停止を発表するなど、目まぐるしい動きとなった。

東アジアにおいても、台湾の通信用海底ケーブル切断や、中国の海警局船舶によるフィリピン沿岸警備隊へのレーザー照射、米韓合同軍事演習等への反応とみられる北朝鮮によるミサイル発射実験など、2 月は安全保障上の緊張が高まった。

回答率が低下傾向の経済統計

経済指標を確認する前に、22 年 12 月の米労働統計局のレポートを確認したい。同レポートでは、コロナ禍の影響から一部の統計調査の回答率が低下していることが報告された。主要な月次統計では、雇用統計調査や求人労働移動調査（JOLTS）、消費者物価指数調査などへの回答率が低下している。労働統計局は、回答率の低下が何らかのバイアスに結びつくとは結論付けていないが、恐らく統計の変動幅や改定幅などは拡大する傾向があると思われる。実際に年末年始の統計は振れ幅が大きかったものの、個々の

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

指標の強弱についてはかなり割り引いて考えるべきなのかもしれない。

図表1 主要な統計の回答率

（資料）米労働統計局

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、全体としては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。

2 月 23 日に公表された 10～12 月期 GDP は前期比年率 2.7%（改定値）となり、22 年を通じては 2.1%成長となった。GDP から外需と在庫投資を除いた国内最終需要でみると 10～12 月期は同 1.1%と 7～9 月期の同 2.0%から減速しており、2%弱とされる潜在成長率を下回った。22 年下期は輸入が大幅に減速したことで GDP 成長率が底上げされたものの、景気自体は減速している。

1 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 12 月から 51.7 万人増と事前予想を大きく上回った。また、失業率は 0.1 ポイント低下の 3.4%と約 50 年ぶりの低水準となり、労働市場のひっ迫度合の抑制が続いているとの見方に疑問が生じる結果となった。もっとも、求人難を反映して通常なら解雇する季節労働者の解雇を控えた可能性や、IT 業界の大規模な人員削減が反映されていない可能性、毎年のことながら季節調整の影響なども指摘されており、2 月以降のデータと合わせて判断すべきだろう。全体としては、1 月の平均時給が前年比で 4.4%、前月比も 0.3%へ、いずれも鈍化しており、労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持して良いだろう。

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2 雇用者数の伸び

（資料）米労働統計局

図表3 賃金上昇率の推移

（資料）米労働統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

個人消費をみると、12 月の実質個人消費支出は、財消費が前月比▲0.9%と 2 か月連続で減少、サービス消費はほぼ変わらずの同 0.0%となり、全体では同▲0.3%と 2 か月連続で減少し、個人消費は 22 年年末にかけて減速したことがうかがえる。一方で、1 月の小売売上高は同 3.0%と 12 月の同▲1.1%から急増した。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ものの、12～1 月のデータは上下に振れやすいため、均してみる必要があるのかもしれない。

また、インフレ率は鈍化しているものの依然として高止まりしていることから、2 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 1 月から小幅な上昇にとどまった。

図表4 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

こうしたなか、12 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 6.7%へ上昇、採用数は小幅増、自発的な離職率は変わらずの 2.7%となったものの、JOLTS は回答率が特に低いこともあり、単月の指標の動きは割り引いてみるべきだろう。

図表5 求人数・採用数の推移

（資料）Bloomberg

図表6 求人率・離職率の推移

（資料）米労働省統計局、Bloomberg

ISM 指数はサービス業の拡大を示唆

さて ISM 指数を確認すると、1 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から▲1.0 ポイントの 47.4%と 3 か月連続での縮小傾向を示した。一方で、新規受注が同 15.2 ポイントの大幅上昇となったことからサービス業指数（サービス業 PMI）は、同 6.0 ポイントの 55.2%と急上昇し、2 か月ぶりに拡大傾向を示した。

図表7 ISM景況感指数の推移

（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表8 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、12 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.4%と、11 月の同 4.7%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 11 月から▲0.2 ポイント鈍化の同 4.4%となった。また、1 月の消費者物価指数（CPI）は前月比 0.5%、コアが同 0.4%と単月ながらインフレ率の再加速がみられた。全体

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

としては、賃金上昇率が落ち着いていることもあり、インフレ率は鈍化傾向との判断を維持して良いだろう。

図表9 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

金融引き締めの継続を示唆した 2 月 FOMC

1 月 31 日～2 月 1 日にかけて行われた FOMC では、25bp の利上げが決定され、政策金利は 4.50～4.75%となった。FOMC 後の記者会見においてパウエル議長は、継続的な利上げと金融引き締めが必要であるとの見解を示し、労働市場のひっ迫から賃金上昇率が高止まりし、サービス価格指数の上昇につながっている点を強調した。

今後のインフレ率を考える上で重要と思われることから、FOMC 後の記者会見で言及された「住宅を除くコアサービス」を確認してみよう。1 月の消費者物価指数から集計レベルが 5 の区分を抜き出すと、ウェイトで評価すれば 4%程度を中心に幅広く分布していることが分かる。2%物価目標と整合的な水準になるには、労働市場のひっ迫を一段と抑制する必要がありそうだ。

図表10 住宅を除くコアサービスCPIのヒストグラム（1月）

（出典）米労働統計局 （注）Indent Level = 5。

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

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、10～12月期のGDP成長率が比較的高かったこともあり、金融引き締めの効果は後ずれしていると考えられる。このため、景気への下押し圧力が強くなるのは23年半ばから後半となりそうだ。

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（10年債利回り）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、3.4%前後での推移となった。2月に入ると、予想を上回る経済指標が散見されたことで市場が想定する政策金利が上方修正される可能性が高まったことから、長期金利は再び4.0%目前まで上昇した。

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るだろう。2月FOMC議事要旨にてFRBは利下げを急がない姿勢が再確認されたものの、今回の利上げ局面における最終的な政策金利水準が大幅に引き上げられる可能性は低く、長期金利の上昇幅は小さいと思われる。

図表11 株価・長期金利の推移

（資料）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

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ったものの、12 月以降は景気後退懸念が強まったことや、2 月入り後は予想を上回る経済指標を背景に長期金利が上昇したことを受け、上値の重い相場が続いている。 先行きについては、23 年 4～6 月期ごろまでは企業収益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。 （23.2.23 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 https://www.nochuri.co.jp/