米国経済金融

ようやく見え始めた金融引き締め効果

～最先端半導体と人工知能をめぐり、米中対立は一段と激化～

佐古　佳史

要旨

半導体や人工知能をめぐる米中対立は激化の一途をたどっており、米国では半導体製造能力を高めるために半導体装置の輸入増加がみられる。半導体装置に強みを持つ日本やオランダなども、対中輸出規制で米国と協調する動きとなっている。

6 月 30 日の最高裁判決で学生ローンの免除が無効となり、4,000 億ドル（GDP 比 1.5%）の支払い義務が復活したものの、その後バイデン政権が新たな免税プランを決定したことや今後も免税プランが拡充されることから、個人消費へ与える影響は現時点では不透明といえる。

足元の経済指標をみると、これまでの利上げの効果もあり、ようやく個人消費やインフレ率、労働市場の抑制が見え始めた。金融引き締めを継続することで、景気の大幅な悪化を避けつつ、インフレ率を 2%目標に回帰させる動きが継続すると思われる。

米中通商対立の激化

中国商務省は 7 月 3 日、安全保障上の理由から半導体製造に用いられるガリウムとゲルマニウム関連製品の輸出規制を 8 月 1 日から強化すると発表し、半導体をめぐる米中の通商対立は一段とエスカレートした。半導体関連の規制をめぐっては米国が 22 年 10 月 7 日に発表した非常に厳しい内容の対中半導体規制から激化の一途をたどっている。米国に協調する形でオランダは先端半導体製造装置の輸出規制を 9 月 1 日から強化する予定であり、日本も 7 月 23 日から半導体製造装置 23 品目を輸出貿易管理対象とした。

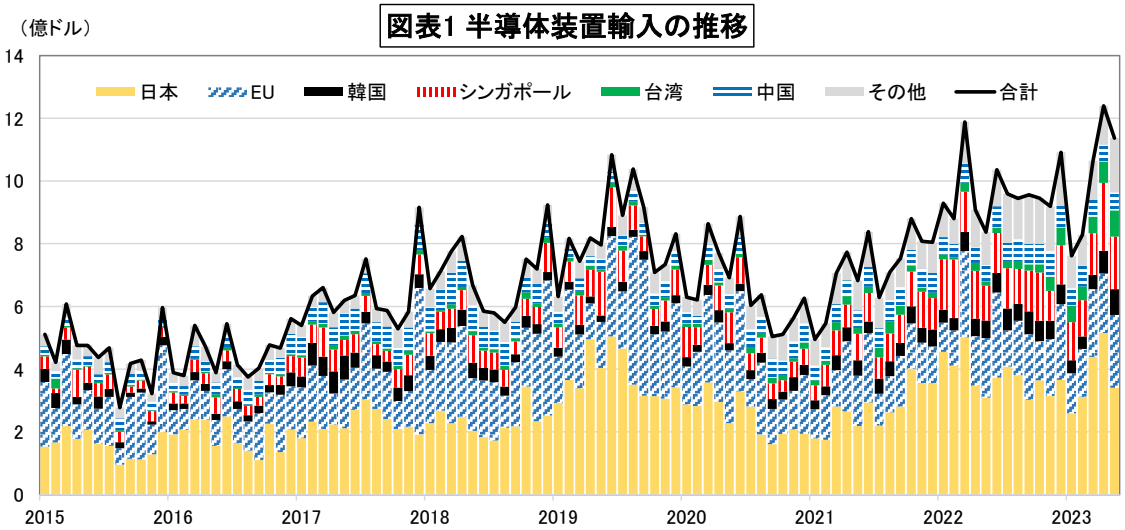
こうしたなか、イエレン財務長官は 7 月 6～9 日にかけて訪中し米中の政策当局者間での交流を再開させたものの、米国はさらにクラウドサービスや人工知能を利用する際に必要となる GPU（画像処理プロセッサー）の規制拡大を検討しており、米中間の対立は落ち着きそうにない。また、18 日に開かれた国連安全保障理事会においても人工知能分野と国防での米中対立がみられた。

これまで米国は製造装置の一部と半導体設計に強みがあったものの、最先端となる半導体の製造自体は台湾の TSMC（台湾積体電路製造）に依存してきた。こうした背景のなか、足元では台湾有事のリスクが高まったこともあり、米国内と西側諸国での半導体製造工場への投資が加速している。

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/

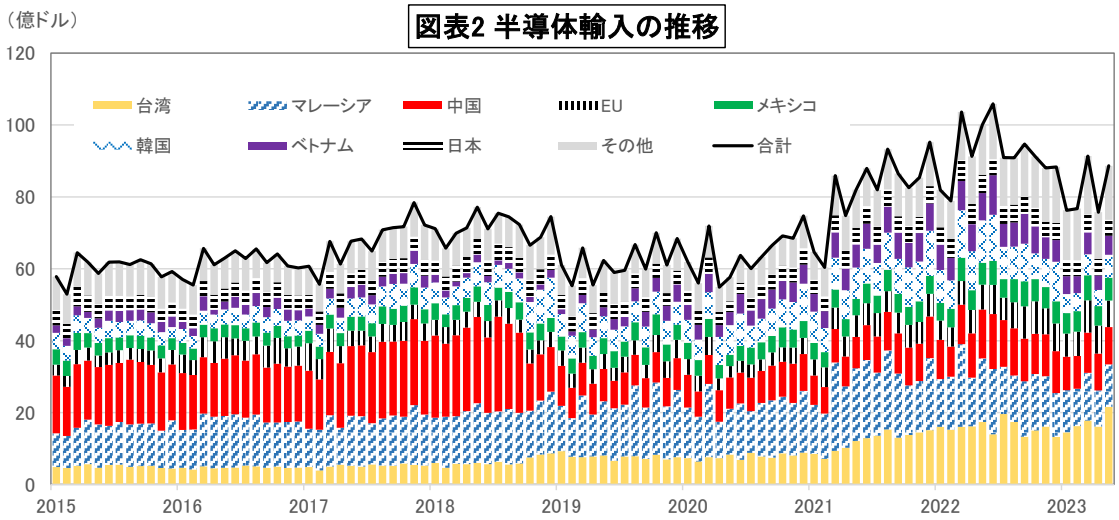
22 年 12 月 6 日の TSMC 米アリゾナ工場建設の式典にて、TSMC 創業者のモリス・チャンが「グローバリズムと自由貿易はほぼ死んだ」と発言したことからもうかがえるように、半導体をめぐる米中摩擦や米中デカップリング（最近はデリスキングとも言われる）、サプライチェーンの再構築は長期化すると思われる。当然ながらインフレ率に対しては潜在的な上昇圧力となるだろう。

図表1 半導体装置輸入の推移



（資料）米センサス局

図表2 半導体輸入の推移



（資料）米センサス局 （注）NAICSコード3344を集計。

二転三転した学生ローン免除

米連邦最高裁は 6 月 30 日、バイデン政権が 22 年 8 月に打ち出した学生ローンの免除と支払い停止などを認めない判断を示し、4,300 万人が 10 月からローン返済を再開する必要が生じた。その代替案として米教育省は 14 日、世帯所得に基づいた連邦学生ローンの返済計画（IDR）の修正を発表し、20 年または 25 年以上返済し続けた場合の学生ローン残高を免除することで、80.4 万人分に

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

あたる合計 390 億ドルの学生ローンが減免されることとなった。また、バイデン政権は SAVE プランと呼ばれる新たな学生ローン免除も計画している。

6 月 30 日の最高裁判断による借り手の負担増は 4,000 億ドル（GDP 比 1.5%）、SAVE プランによる将来的な借り手の負担減は 1,380 億ドル（米教育省）～3,610 億ドル（ペン・ウォートン・バジェット・モデル）と見積もられており、返済負担の増加を通じた消費の下押し効果は現時点では不透明といえる。

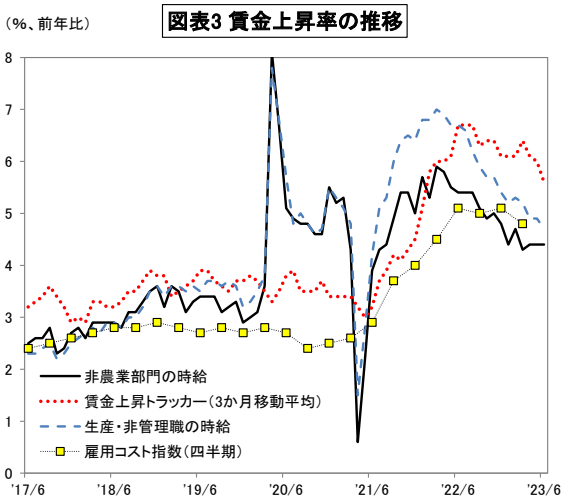
利上げによる下押し圧力が継続

さて、経済指標を確認してみると、全体としてはこれまでの金融引き締め効果が、ようやく現れ始めたと思われる。

6 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 5 月から 20.9 万人増、失業率は 0.1 ポイント低下の 3.6%、平均時給は前年比で 4.4%、前月比は 0.4%となった。4、5 月の雇用増加幅が下方修正されたこともあり、23 年 1～3 月期と比べると、足元の雇用増加ペースは鈍化してきたといえる。

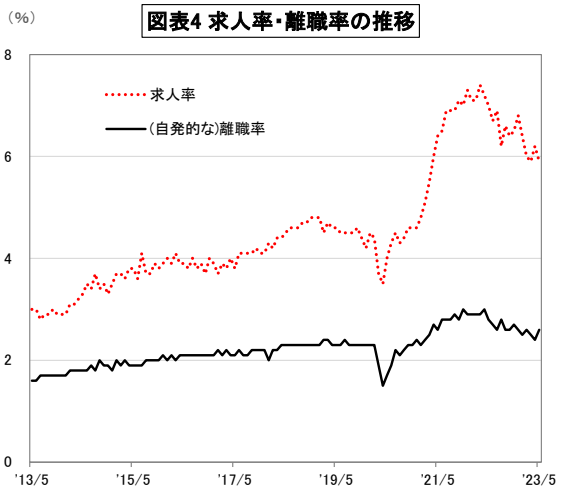
5 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 5.9%へ低下、自発的な離職率は 2.6%へ上昇した。全体としてみれば、労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持してよいだろう。

図表3 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

図表4 求人率・離職率の推移



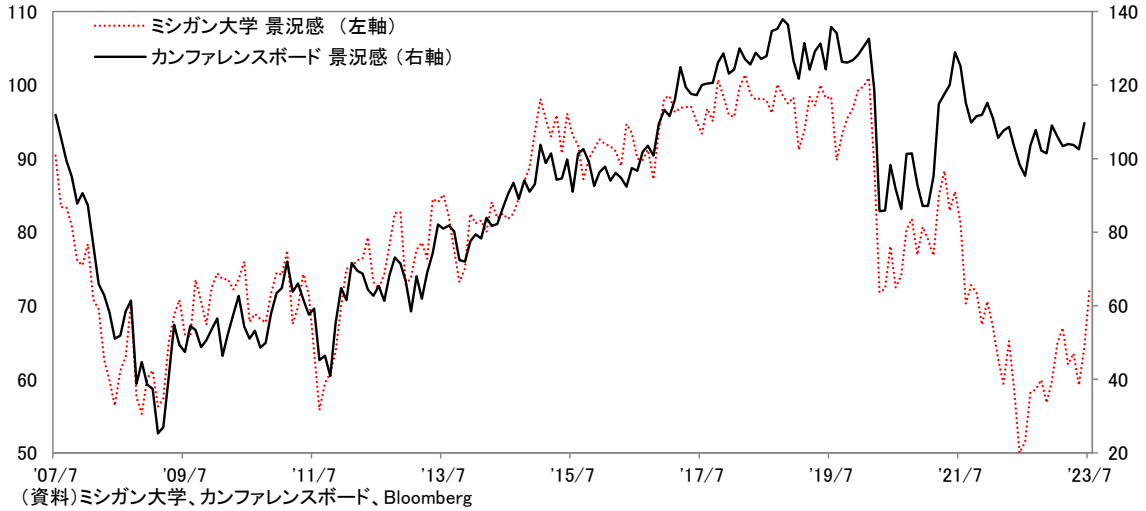
（資料）米労働省統計局、Bloomberg

個人消費をみると、5 月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.4%と 2 か月ぶりに減少、サービス消費は同 0.2%と増加し、全体としては 4 月からほぼ変化がなかった。また、6 月の小売売上高は同 0.2%となり、実質値では 5 月からほぼ変化がなかった。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と思われ、5、6 月は個人消費の鈍化が確認された。

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

7月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、インフレ率の鈍化が継続していることと労働市場が安定していることを背景に、6月から13%上昇し、21年9月以来の高水準となった。また、1年先と長期の期待インフレ率はそれぞれ3.4%、3.1%と安定している。

図表5 消費者景況感の推移



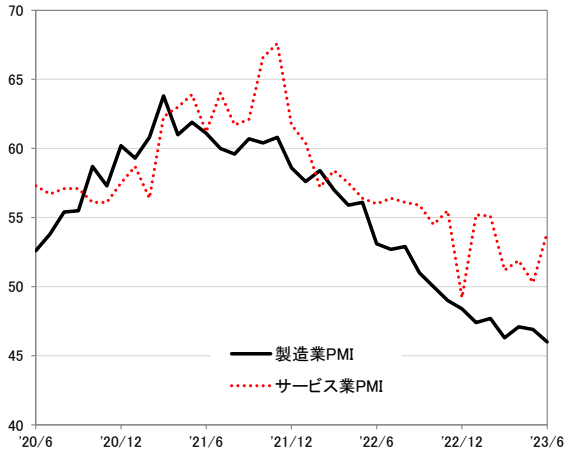
（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

ISM 指数は低水準での推移

ISM指数を確認すると、7月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から▲0.9ポイント低下の46.0%と8か月連続で縮小傾向を示した。サービス業指数（サービス業PMI）は同3.6ポイント上昇の53.9%と6か月連続で拡大傾向を保っている。

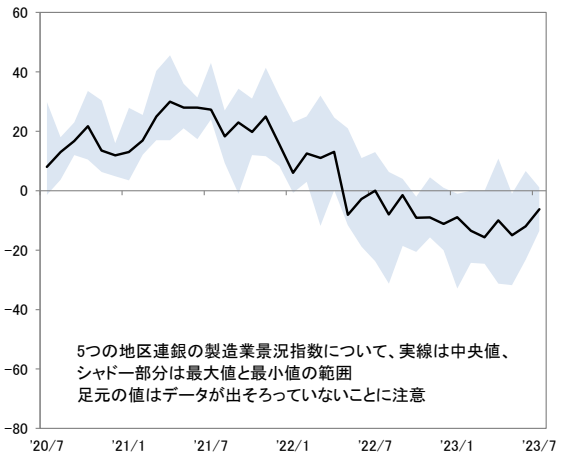
製造業PMIの価格指数は同▲2.4ポイント低下の41.8%となり、判断基準となる50%を2か月連続で下回り、製造業ではインフレ率の抑制が示唆された。サービス業PMIの価格指数は同▲2.1ポイント低下の54.1%となった。

図表6 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表7 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、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
https://www.nochuri.co.jp/

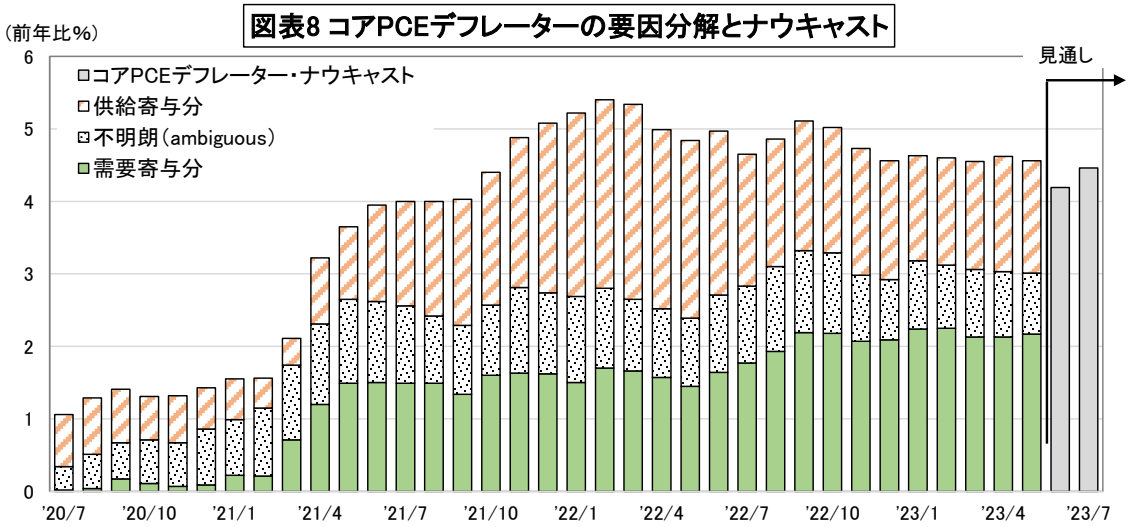
ようやく鈍化し始めたインフレ率

インフレ率をみると、5 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.6%、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 4.6%と高止まりしている。サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制が進んでいないことがうかがえる。

もっとも、6 月の消費者物価指数（CPI）総合は前月比 0.2%と、5 月の同 0.1%に続いて低い伸びとなった。コアも同 0.2%となり、6 月は 5 月に続きインフレ率の鈍化がうかがえる内容となった。

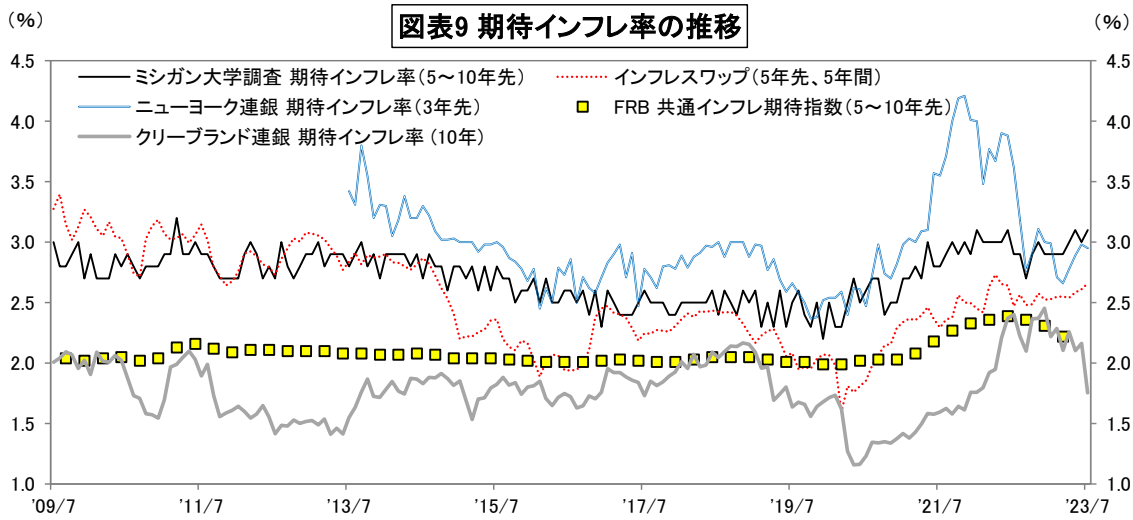
なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べると高止まりしているものの、おおむね安定しているといえる。

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

図表9 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。

景気の先行き：大幅な景気後退を避けつつ 2%

足元のインフレ率は FRB の目標値である前年比 2%の倍以上となっているため、金融引き締めの継続と景気減速の長期化は避けられない環境にあるだろう。現在の政策金利水準（5.00～5.25%）

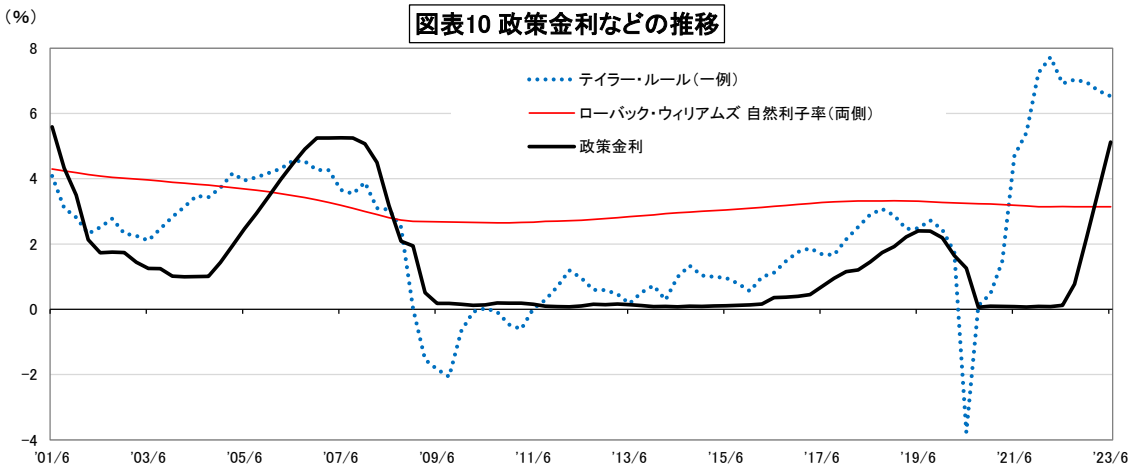
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

物価目標への回帰を目指す動き

が十分に引き締め的かどうかは判断が難しいところだが、緩和的であった21～22年の金融政策の効果が足元の経済に波及していると考えられることや、サービスセクターの労働市場が利上げに反応しにくいことなどから、これまで金融引き締め効果が出づらい環境が続いてきた。こうしたことから、景気への下押し圧力が強まる時期も後ずれし、23年半ば以降となりそうだ。

こうしたなか5、6月のデータからは、ようやく個人消費とインフレ率の鈍化が確認されつつある。これまでの利上げ効果が現れる過程で個人消費支出、インフレ率、労働市場が徐々に抑制されていくことで、ハードランディング（景気の急速な悪化）を避けつつ2%物価目標への回帰を目指す動きとなると思われる。

図表10 政策金利などの推移



（資料）ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、FRED （注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

足元の 3.8%程度の水準が続くと予想

最後に市場の動きを確認すると債券市場では、4月から5月半ばにかけて、米長期金利（10年債利回り）は3.5%前後での推移となった。その後は5月末にかけて債務上限問題への懸念や米国債格下げの可能性が浮上したことで3.8%を上回る場面もみられたが、6月に入り債務上限問題が解決したことで、長期金利は一旦低下した。その後は、5月の雇用統計が強かったことや6月FOMC（13、14日）にてFRBによる追加利上げの可能性が示唆されたことなどから、3.7～3.8%程度で推移した。

7月入り後は、ADP雇用統計が強かったことから利上げの織り込みがすすんだこともあり4%を上回る場面もみられたものの、その後に発表された雇用統計や消費者物価指数を受け、利回りは低下した。足元では6月とあまり変わらず、3.8%前後での推移となっている。

先行きについても、FRBの利上げが継続すると見込まれることか

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/

ら長期金利の低下余地は乏しいと思われる一方で、利上げサイクルが終了に近づいていることから、上昇余地もあまりなさそうだ。このため、足元の 3.8%程度での推移が続くと予想する。

図表11 株価・長期金利の推移

（資料）Bloomberg

株式市場：緩やかな上昇が続く

株式市場では、3 月の金融不安が沈静化したことや雇用統計において米労働市場の堅調さが改めて示されたことなどからダウ平均株価は反発し、4 月末には 34,000 ドルを回復した。その後は 5 月にかけて債務上限問題が意識され上値が重い展開が続いた。6 月入り後は債務上限問題が解決したことやインフレ指標が落ち着いていることに加えて、決算を消化する過程で 24 日のダウ平均は 35,411 ドルで取引を終了し、約 6 年ぶりの 11 営業日続伸となった。

先行きについては、23 年 7～9 月期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ものの、大幅な景気後退を回避しつつインフレ率を抑制できる可能性が徐々に高まるなかで、株価は緩やかな上昇が続きそうだ。

（23.7.25 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
https://www.nochuri.co.jp/