

### 緩やかな鈍化が続くインフレ率

#### ～9月FOMCにて追加利上げが行われる見込み～

佐古 佳史

##### 要旨

7月27日に公表された4～6月期GDPは前期比年率2.4%と堅調に推移し、個人消費も同1.6%成長と底堅い内容となった。利上げの効果が本格化するのはいずれだろう。

足元の経済指標からは、これまでの金融引き締め効果がようやく表れ始め、労働市場の抑制や個人消費の減速、インフレ率の鈍化が進展しているとみられる。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が続いていると考えてよいだろう。

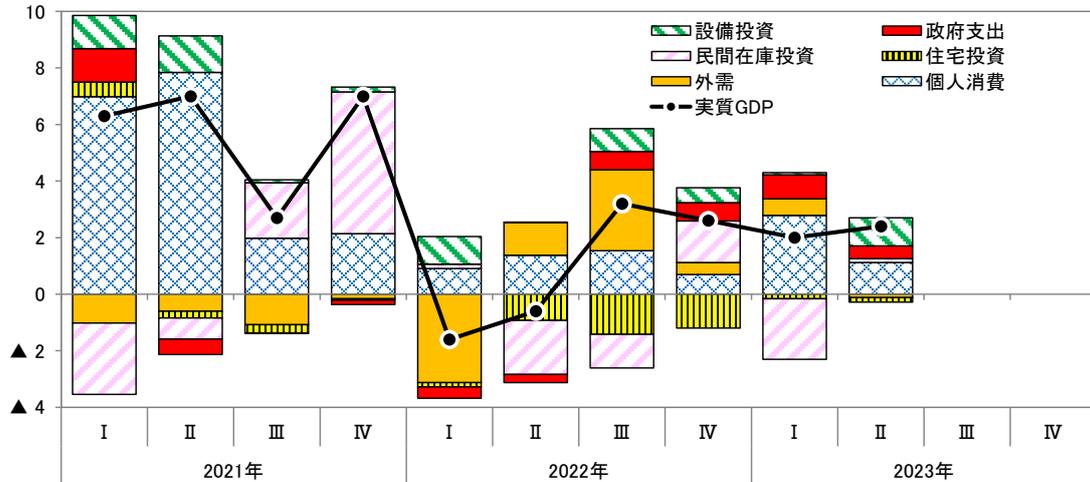
こうしたなか、FRBは9月FOMC(19、20日)にて25bpの追加利上げを実施するとみられる。FOMC後に公表される経済見通しにも注目したい。

##### 堅調な内容となった4～6月期GDP

7月27日発表の23年4～6月期GDP(速報値)は、前期比年率2.4%と1～3月期の同2.0%から成長率が高まった。内訳を見ると、個人消費支出は同1.6%成長(寄与度は1.12ポイント)となり、個人消費の底堅さがうかがえる内容となったが、1～3月期の同4.2%からは大幅に鈍化した。設備投資は同7.7%成長(寄与度は0.99ポイント)となり、CHIPS法成立以降の半導体製造関連での設備投資の増加がGDP統計でも確認された。住宅投資は同▲4.2%(寄与度は▲0.16ポイント)と9四半期連続のマイナス成長となったものの、3四半期続いた2桁マイナス成長からは持ち直しつつある。輸出は同▲10.8%、輸入は同▲7.8%成長となったことで、純輸出の寄与度は▲0.12ポイントと小幅にとどまった。民間在庫変動の寄与度も0.14ポイントと小幅であった。全体としては、4～6月期は個人消費の減速が確認されたものの、22年平均(同1.65%)とほぼ同じペースであり、22年と比べて伸びが鈍化しているわけではなさそうだ。利上げの効果が本格化するのはいずれだろう。

(%前期比年率、ポイント)

図表1 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。

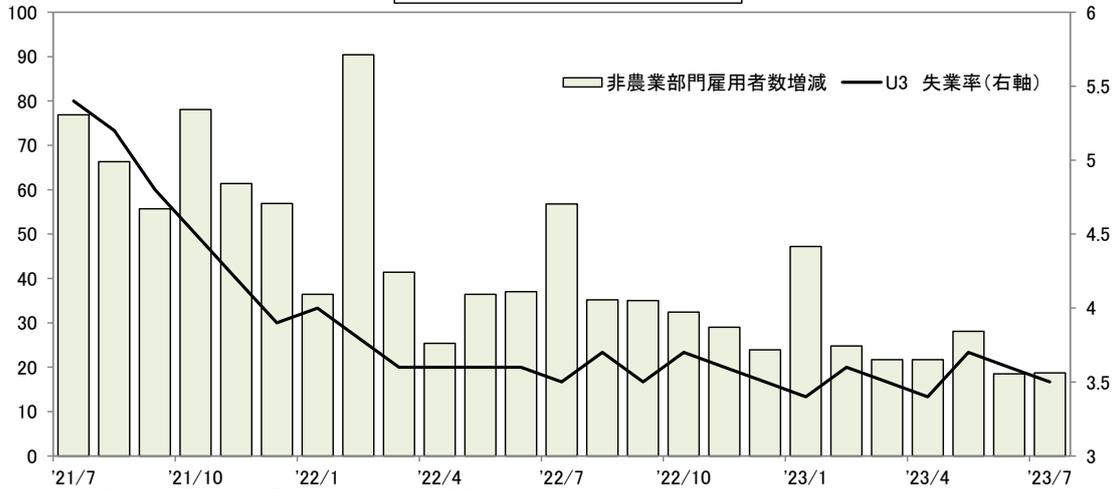
### 利上げによる下押し圧力が継続

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、ようやく表れ始めたと思われる。

7月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は6月から18.7万人増、失業率は変わらずの3.5%、平均時給は前年比で4.4%、前月比は0.4%となった。5、6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。

(前月差、万人)

図表2 雇用関連指標の推移

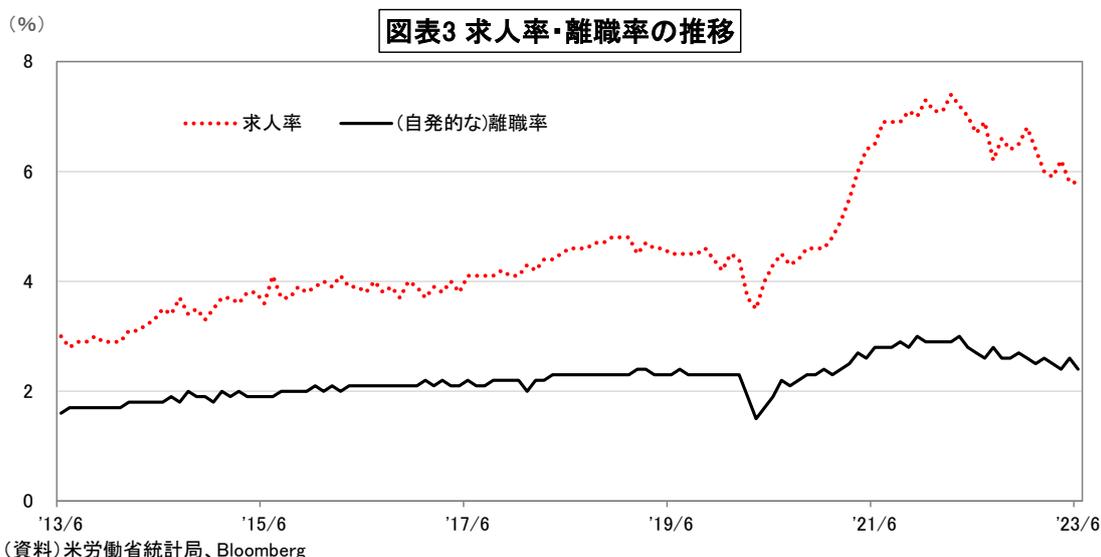


(資料)米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

6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5.8%、自発的な離職率は2.4%へいずれも低下した。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。求人数と失業者数の比率をみると、6月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.61倍の

求人が確認された（5月は1.58倍）。コロナ禍以前の同比率は1.2倍程度、22年3月のピークが2.01倍だったことを考えると、同比率はコロナ禍後の上昇幅の半分を戻して推移している。

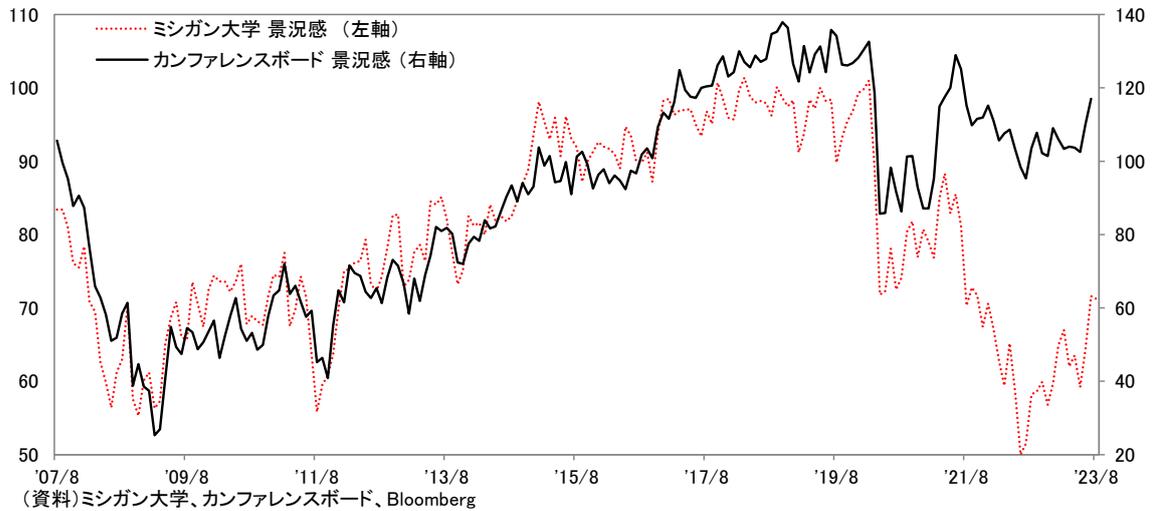
こうしたなか、クリーブランド連銀が8月14日に公表したレポートでは、昨今の賃金上昇の大部分はインフレ率の上昇を反映したものであり、労働市場のひっ迫とはあまり関係がない可能性が指摘された。また、同レポートによると賃金上昇率は24年10～12月期に前年比3.3%、25年10～12月期に同2.8%へと鈍化する予測となっている。



個人消費をみると、6月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.9%と2か月ぶりに増加、サービス消費は同0.1%となり、全体としては同0.4%となった。また7月の小売売上高は大方の予想を上回り同0.7%の大幅増となった。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るが、6、7月は個人消費の鈍化が確認されなかった。なお、サンフランシスコ連銀が8月16日に公表したレポートでは、超過貯蓄が23年7～9月期に使い果たされる可能性が指摘されていることや、金融引き締めが長期化するとみられることから、今後も個人消費の減速を見込んでよいだろう。

8月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、経済状況があまり変化しなかったこともあり、7月からほぼ変化がなかった。また、1年先と長期の期待インフレ率はそれぞれ3.3%、2.9%と安定している。

図表4 消費者景況感の推移

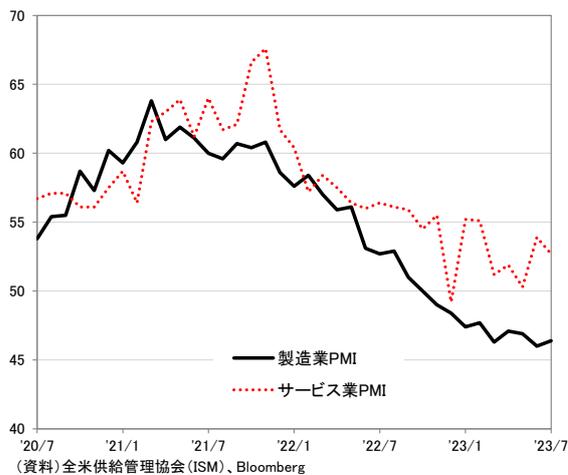


ISM 指数は低水準での推移

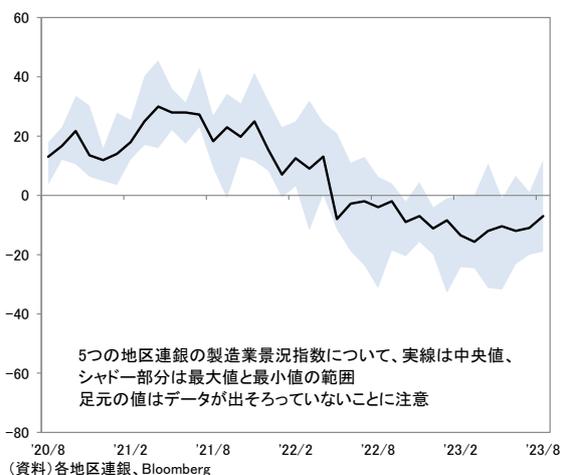
ISM 指数を確認すると、8月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から0.4ポイント上昇の46.4%となったものの9か月連続で縮小傾向を示している。他方で、サービス業指数（サービス業PMI）は同▲1.2ポイント低下の52.7%となったが、判断基準の50%を7か月連続で上回り、拡大傾向を保っていると判断できる。もっとも、全体としては低水準で推移といえるだろう。

製造業PMIの価格指数は42.6%と判断基準となる50%を3か月連続で下回っていることから、製造業ではインフレ率の抑制が継続していることが示唆された。一方で、サービス業PMIの価格指数は56.8%と74か月連続で上昇傾向が続いており、製造業とサービス業でまちまちの動きとなっている。

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



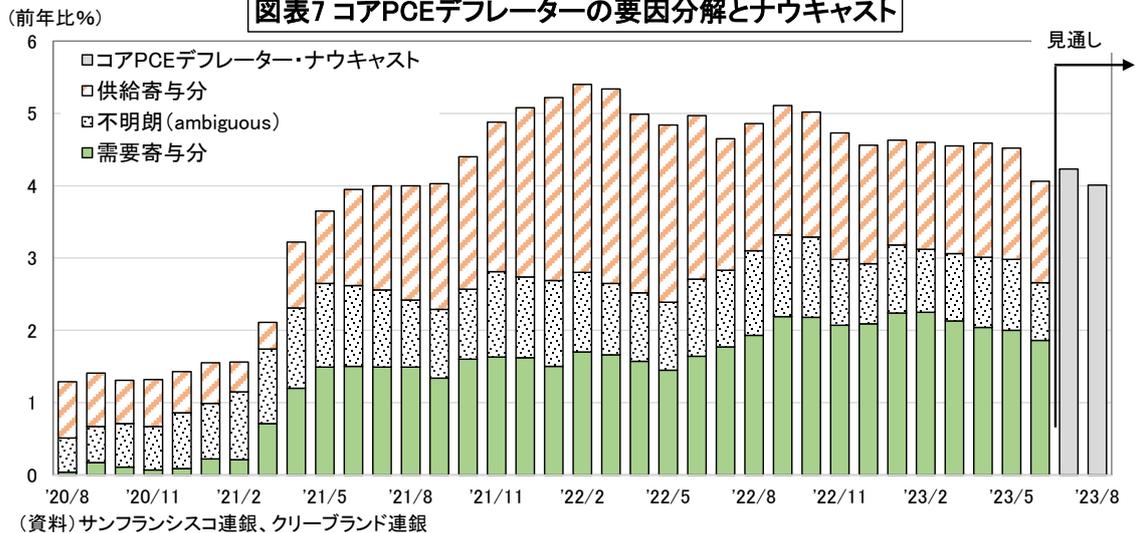
## ようやく鈍化し 始めたインフレ率

インフレ率をみると、6月のコアPCEデフレーターは前年比4.1%、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4.2%と高止まりしているが、緩やかに鈍化していることが確認できる。また、サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制もペースは遅いながら進展しているといえるだろう。

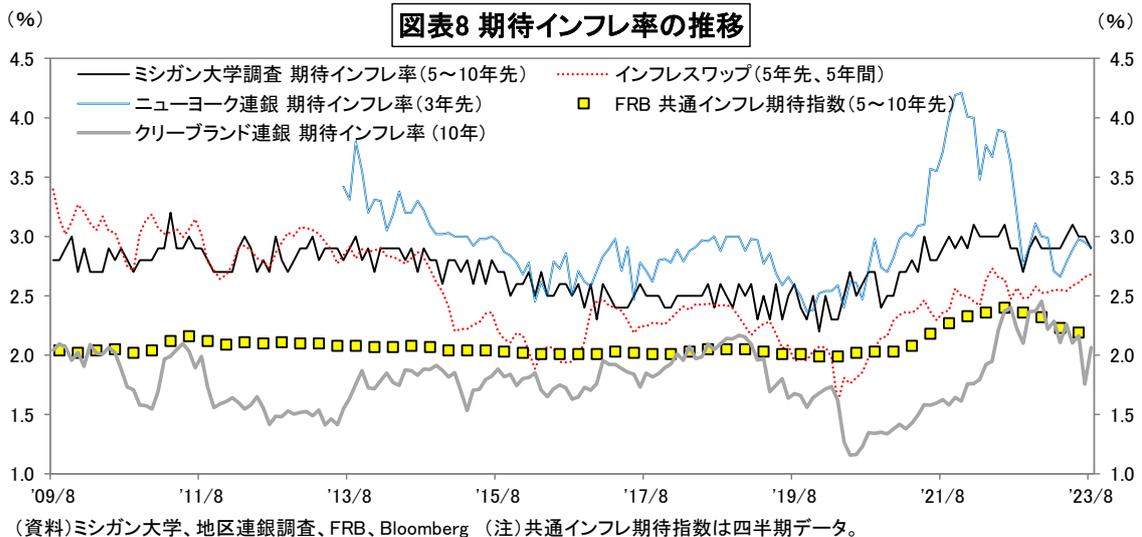
もともと、7月の消費者物価指数（CPI）総合は前月比0.2%と、5月の同0.1%、6月の同0.2%に続いて低い伸びが維持されている。コアCPIも同0.2%となり、6、7月はインフレ率の鈍化が継続したことがうかがえる内容となった。

なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べるとやや高いものの、おおむね安定しているといえる。

図表7 コアPCEデフレーターの原因分解とナウキャスト



図表8 期待インフレ率の推移



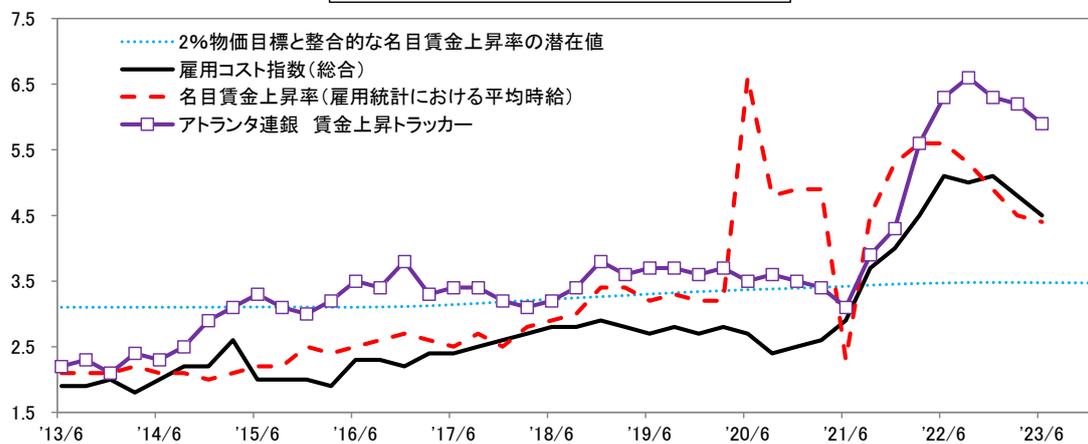
**景気の先行き：  
大幅な景気後退  
を避けつつ 2%  
物価目標への回  
帰を目指す動き**

足元のインフレ率は FRB の目標値である前年比 2%の倍程度と高止まりしていることや、賃金上昇率も物価目標と整合的な水準を大きく上回っていると考えられることから、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 (5.25~5.50%) が十分に引き締めの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環境が続いてきた。以上から、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。なお、FRB は 9 月 FOMC (19、20 日) にて 25bp の追加利上げを実施するとみられる。また、FOMC 後に公表される経済見通しにも注目したい。

こうしたなか 5 月以降のデータからは、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表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になると思われる。

(%、前年比)

**図表9 賃金上昇率、雇用コストの推移**



(資料)米労働省統計局、米議会予算局、アトランタ連銀、Bloombergより農中総研作成

(注)名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見通し、物価目標、コブ=ダグラス型のマクロ生産関数より算出。

**10年債は、足元の  
4.2%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、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米長期金利 (10年債利回り) は 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、3.8%前後での推移となった。

7月末以降米国経済の堅調さが意識され、FRBによる金融引き締めが長期化する可能性が織り込まれたことで金利は4.3%まで上昇した一方、23日はS&PグローバルPMIが低下したことを背景に、▲14bp低下するなど、値動きの荒い展開となった。

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と思われる。このため、調整局面が続く可能性はあるものの、水準としては足元の4.2%程度での推移が続くと予想する。



### 株式市場：緩やかな上昇が続く

株式市場では、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が、6月から7月にかけて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たことに加えて、決算を消化する過程でダウ平均は35,000ドル半ばまで上昇した。8月入り後は、金融引き締めの長期化が意識されたことや米金利の上昇が嫌気され、下落傾向での推移となっている。

先行きについては、長期金利が落ち着きどころをさぐる中で株価も短期的には不安定な動きとなりそうだが、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意識されていることや、23年10~12月以降は前年比10%程度の増益が予想されていることなどから、基調としては緩やかな上昇が続くと思われる。  
(23. 8. 25 現在)