

労働市場のひっ迫度合いの緩和が進む

～年内の追加利上げ方針を維持した 9 月 FOMC～

佐古 佳史

要旨

9 月 FOMC では事前予想通り政策金利の据え置きが決定されたものの、24～25 年の政策金利見通しの引き上げに加えて、23 年内の追加利上げの方針も維持されたことから、タカ派的な印象を与えた。

足元では、つなぎ予算をめぐる下院共和党内の対立から、連邦政府は一部の機関が閉鎖に追い込まれる可能性が高まっている。

こうしたなか、これまでの金融引き締め効果が米国経済に対して出始めているとみられる。統計の下方修正が続いていることもあり、労働市場のひっ迫度合いの緩和が進んでいると判断できる。

タカ派的な印象 を与えた 9 月 FOMC

9 月 19、20 日にかけて行われた FOMC（公開連邦市場委員会）では、政策金利を 5.25～5.50% で据え置くことが決定された。FOMC 後に公表された経済見通しでは、23 年末時点の政策金利は 5.6%（中央値）に据え置かれた一方で、24 年末は 6 月 FOMC 時点（4.6%）から上方修正され 5.1%（中央値）となった。それ以外の見通しについては、経済成長率は上方修正、失業率とインフレ率は下方修正となり、米国経済についての楽観的な見通しが強まったといえるだろう。つまりは、GDP 成長率の大幅な減速や失業率の大幅な上昇を伴わず、25～26 年あたりに 2% 物価目標を達成できる見通しとなった。一般的にソフトランディングと認識されるよりもかなり楽観的と思われるこうしたシナリオがより現実的なものとして、FOMC 参加者に認識されつつあるということだろう。

なお、ドットプロットからは 24 年末以降の政策金利の適切な水準について FOMC 参加者の見解がかなり割れていることがうかがえる。

図表1 FRB大勢見通し(9月時点)

		2023年	2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.9～2.2	1.2～1.8	1.6～2.0	1.7～2.0	1.7～2.0
	6月時点 (%前年比)	0.7～1.2	0.9～1.5	1.6～2.0		1.7～2.0
失業率	(%)	3.7～3.9	3.9～4.4	3.9～4.3	3.8～4.3	3.8～4.3
	6月時点 (%)	4.0～4.3	4.3～4.6	4.3～4.6		3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.2～3.4	2.3～2.7	2.0～2.3	2.0～2.2	2.0
	6月時点 (%前年比)	3.0～3.5	2.3～2.8	2.0～2.4		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.6～3.9	2.5～2.8	2.0～2.4	2.0～2.3	
	6月時点 (%前年比)	3.7～4.2	2.5～3.1	2.0～2.4		
政策金利	(%)	5.4～5.6	4.6～5.4	3.4～4.9	2.5～4.1	2.5～3.3
	6月時点 (%)	5.4～5.6	4.4～5.1	2.9～4.1		2.5～2.8

(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。

現実味を帯びる 政府機関閉鎖

24年度(23年10月～24年9月)予算成立までの1～2か月間に
対応するつなぎ予算をめぐって、米下院ではマッカーシー下院議
長(共和党)と同党保守強硬派の対立が続き、10月1日以降、連
邦政府の一部機関が閉鎖に追い込まれる可能性が現実味を帯びて
きた。政府機関が閉鎖された場合、労働省や教育省、軍兵士、法執
行機関への資金が一時的に凍結されると予想され、経済指標の発
表にも遅れが生じるかもしれない。

こうした対立の背景としては、共和党が下院でかろうじて過半
数を維持していることに加えて、マッカーシー下院議長が共和党
をまとめ切れていない現状や、一部からは根強い人気のトランプ
前大統領と共和党強硬派の結びつき、さらには23年6月のデフォ
ルト回避の際に共和党が妥協しすぎた可能性など複合的な要因が
挙げられ、簡単には解決しないと思われる。

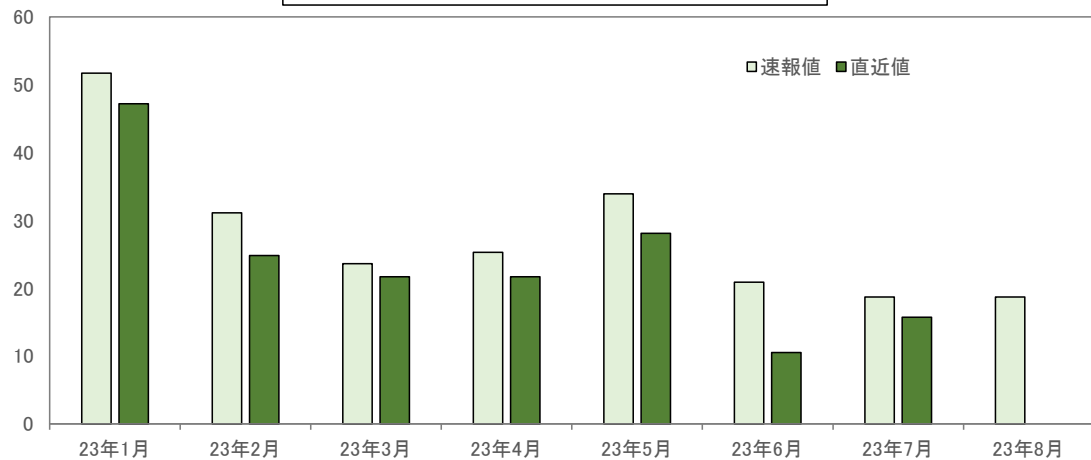
利上げによる下 押し圧力が継続

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。

8月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は7月から
18.7万人増、失業率は3.8%へ上昇、平均時給は前年比で4.3%、
前月比は0.2%となった。足元では雇用増加幅の下方修正が続いて
いることもあり、雇用増加ペースは鈍化してきたといえる。

(万人、前月差)

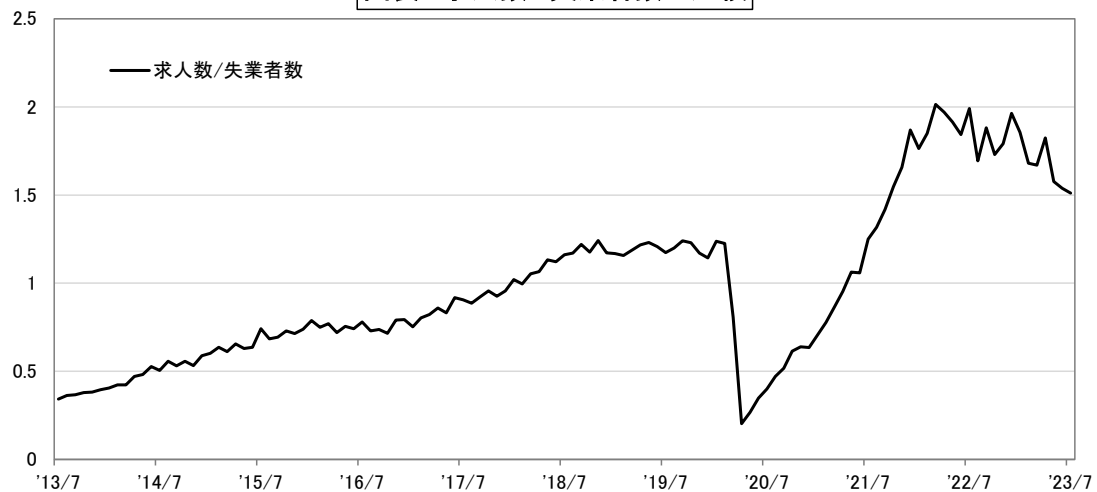
図表2 下方修正が続く非農業部門雇用者数



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

7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5.3%、自発的な離職率は2.3%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い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、7月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.51倍の求人が確認されるが、22年3月のピーク（2.01倍）からの低下基調が続いている。

図表3 求人数と失業者数の比較



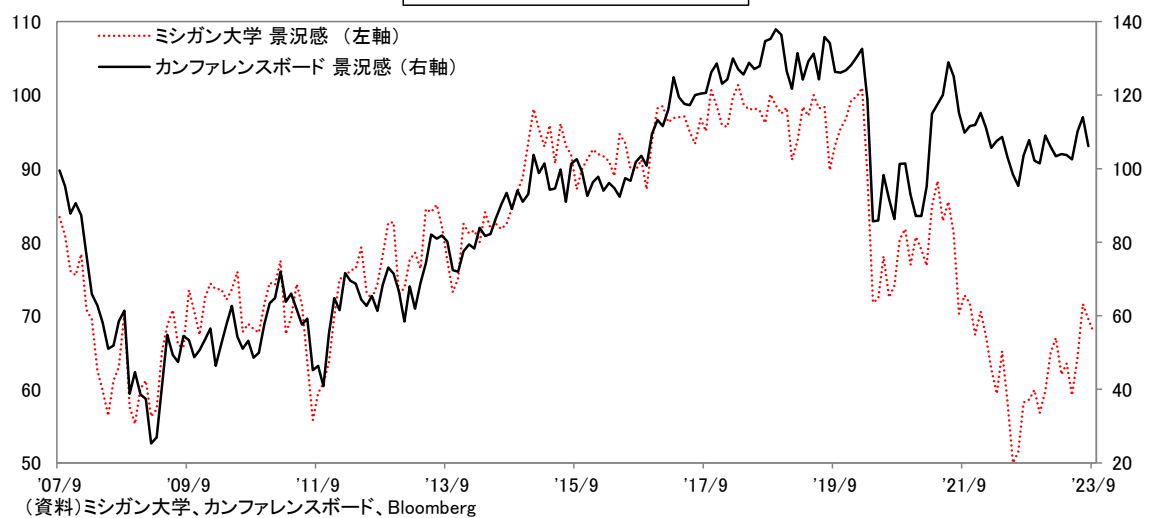
(資料)米労働省統計局、Bloomberg

個人消費をみると、7月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.9%と2か月連続で増加、サービス消費は同0.4%となり、全体としては同0.6%と堅調な伸びとなった。また8月の小売売上高も同0.6%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月以降の

個人消費は堅調に推移している。

9月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、8月からほぼ変化がなかった。ミシガン大学からは、消費者が政府機関閉鎖についてはあまり言及しなかったことや、インフレ率の鈍化が中断したことに注目しているものの再びインフレ率の鈍化が起これと予想していることなどが報告された。また、1年先と長期の期待インフレ率はそれぞれ3.1%、2.7%と前月から低下した点も報告された。

図表4 消費者景況感の推移

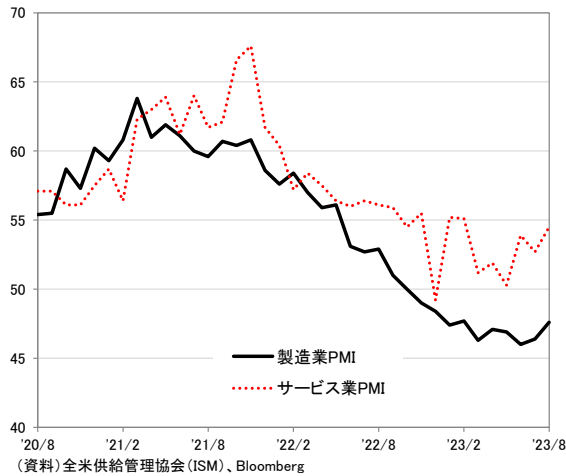


サービス業の堅調さが続く ISM 指数

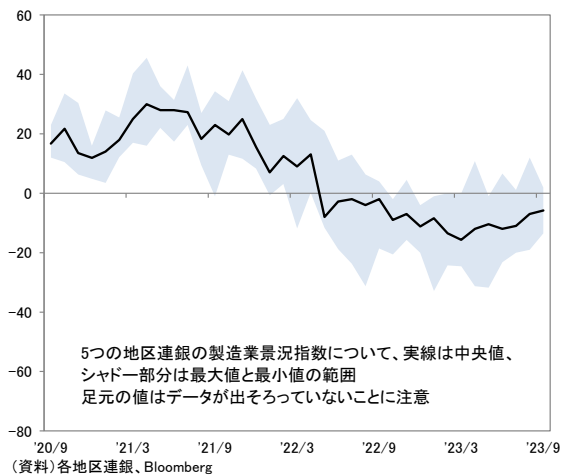
ISM 指数を確認すると、9月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から1.2ポイント上昇の47.6%となったものの10か月連続で縮小傾向を示している。他方で、サービス業指数（サービス業 PMI）は同1.8ポイント上昇の54.5%となった。判断基準の50%を8か月連続で上回り拡大傾向を保っていると判断できる。

製造業 PMI の価格指数は48.4%と判断基準となる50%を4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 の価格指数は上昇傾向を示している。製造業とサービス業でまちまちの動きといえるだろう。

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



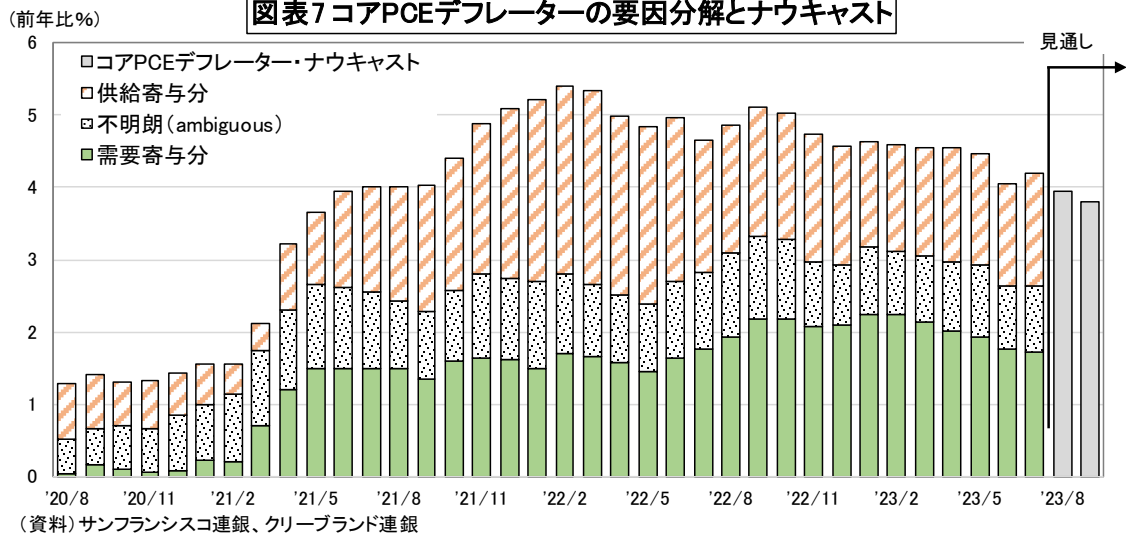
8 月はインフレ率の鈍化が一時停止

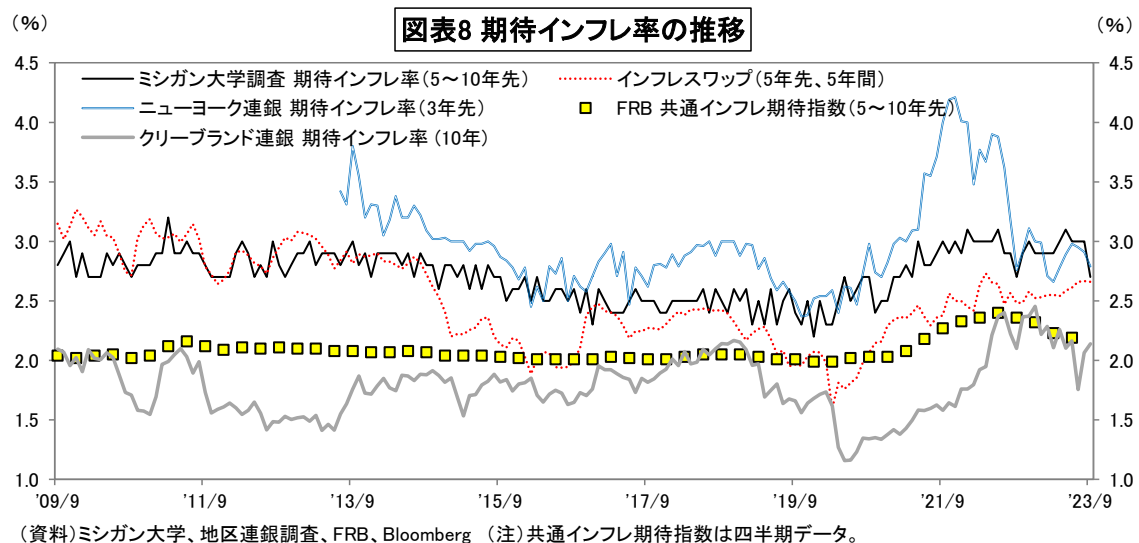
インフレ率をみると、7 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.2%、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 4.1%と高止まりしているものの、緩やかに鈍化していることが確認できる。また、サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制もペースは緩やかながら進展しているといえるだろう。

もっとも、8 月の消費者物価指数 (CPI) 総合は原油価格が急上昇したことから、前月比 0.6%に加速した。コア CPI も同 0.3%と 6、7 月の同 0.2%から加速し、これまでの鈍化傾向が一時停止した。

なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べるとわずかに高いものの安定しているといえる。

図表7 コアPCEデフレーターの変因分解とナウキャスト

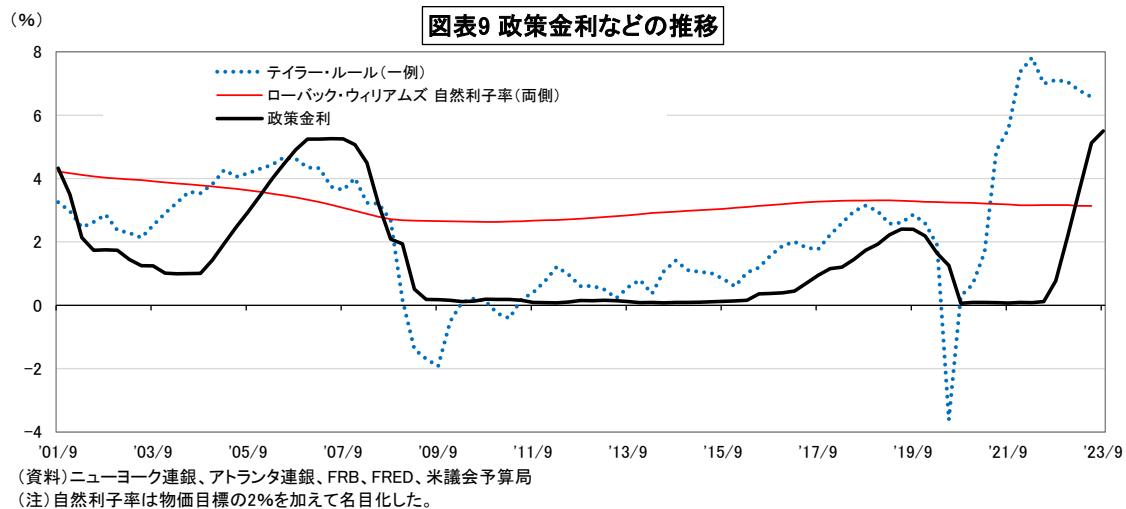




**景気の先行き：
大幅な景気後退
を避けつつ 2%
物価目標への回
帰を目指す動き**

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た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。

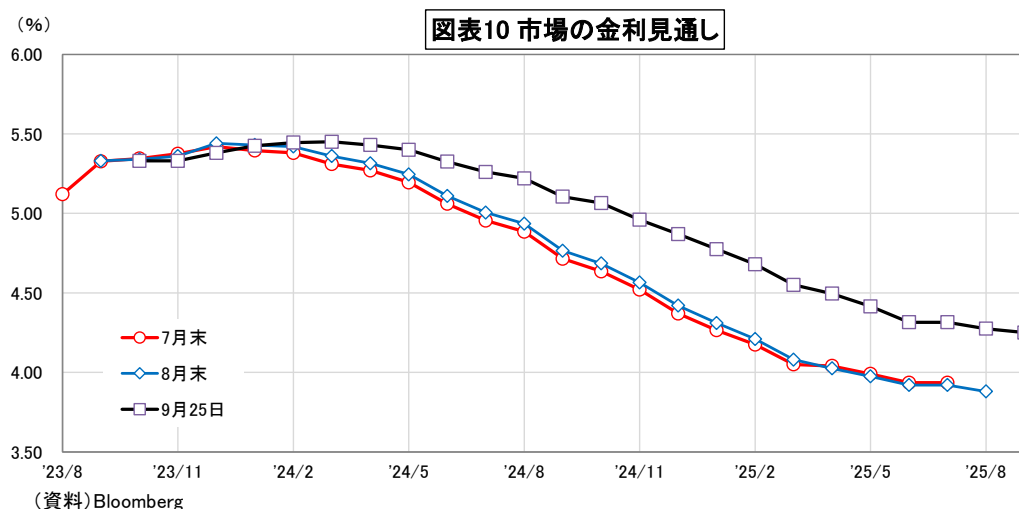
こうしたなか個人消費や労働市場、インフレ率の推移をみると、23 年半ばからようやく景気への下押し圧力が強まり始めたと考えられる。これまでの利上げ効果が現れる過程で個人消費支出、インフレ率、労働市場が徐々に抑制されていくことで、ハードランディング (景気の急速な悪化) を避けつつ 2%物価目標への回帰を目指す動きになると思われる。

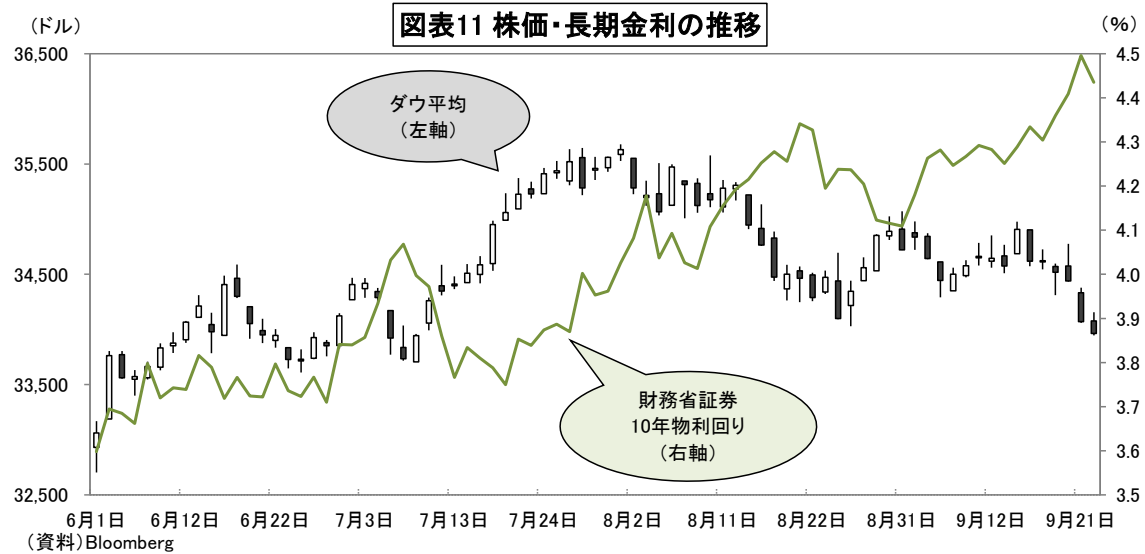


高止まりが予想される長期金利

最後に市場の動きを確認すると債券市場では、6月に入り債務上限問題が解決し長期金利（10年債利回り）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、経済指標を受けて上下に振れる展開となった。7月末以降、米国経済の堅調さが意識されたことから、長期金利は上昇傾向となり、9月21日は4.5%まで上昇した。

先行きについても、金融引き締め長期化から長期金利は高止まるだろう。市場参加者の金利見通しはFRBの見通しを下回っており、追加利上げの可能性が高まる場面では長期金利が一段と上昇すると思われる。このため、水準としては足元の4%半ばから後半での推移を予想する。





株式市場：上値 の重い展開を予想

株式市場では、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推移した。また、9月FOMCがタカ派的と受け止められたことで長期金利が上昇したことや政府機関閉鎖の可能性が重石となり、足元でも下落基調となっている。

先行きについては、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ものの、長期金利が上振れる可能性があることから、上値の重い展開となりそうだ。

(23.9.25 現在)