

インフレ率の抑制は一進一退

～FOMC 議事要旨は金融引き締め長期化を意識～

佐古佳史

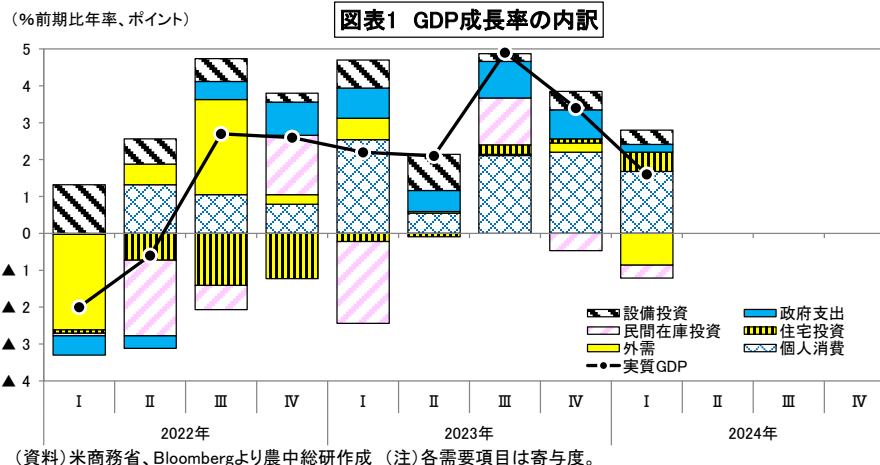
要旨

4 月の雇用統計と消費者物価指数からは、労働市場とインフレ率の抑制が進んだことが示唆された。一方で、期待インフレ率がやや高い水準で推移していることや、需要の抑制が不十分なことから、先行きについてもインフレ率の下げ渋りが続くと思われる。

4 月 30 日、5 月 1 日に開かれた FOMC では、金利の据え置きとバランスシートの縮小ペースの減速が決められ、議事要旨からは、金融引き締め期間の長期化と、必要な場合には追加利上げの可能性などが議論されたことが明らかとなった。1～3 月期はインフレ率が再加速したことから、このような利下げに対する慎重な姿勢は妥当と思われる。

底堅さが維持された 1～3 月期 GDP

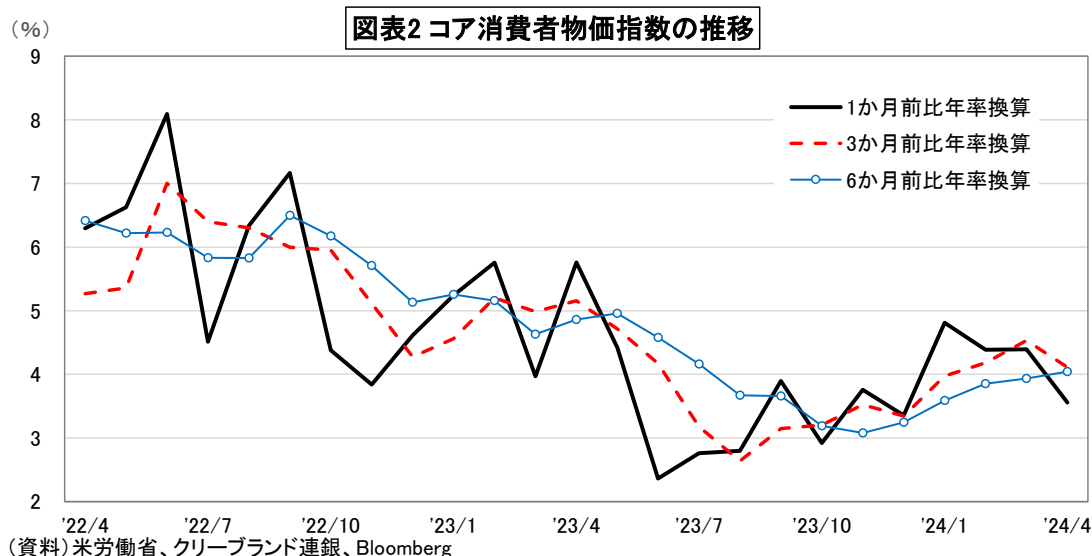
はじめに、4 月 25 日に公表された 1～3 月期 GDP（速報値）をみると、経済成長率は前期比年率 1.6%と 10～12 月期の同 3.4%から大きく減速した。もっとも、内訳をみると個人消費は同 2.5%（10～12 月期は同 3.3%）と堅調に推移している。また、住宅投資は同 13.9%と急伸し、3 四半期連続での拡大を示した。1～3 月期 GDP では、輸入の伸びが同 7.2%と大きく、0.96 ポイントのマイナス寄与となったことから、全体の経済成長率が下押しされた形となったが、全体としては底堅い内容といえるだろう。GDP と同時に公表される GDP デフレーターとコア PCE デフレーターはそれぞれ同 3.1%、3.7%と高い伸びを示し、改めて 1～3 月期にインフレ率が加速したことがうかがえる内容となった。



ふたたび鈍化した 4 月 CPI

続いて、インフレ関連統計を確認したい。4 月の消費者物価指数 (CPI) は、総合が前年比 3.4% (前月比は 0.3%)、食料とエネルギーを除くコアは同 3.6% (同 0.3%) となり、24 年入り後に加速していたインフレ率の鈍化がようやく確認された。エネルギーを除いたコアサービスの上昇率は 0.1 ポイント鈍化の前月比 0.4% となった。内訳をみると住宅費は同 0.4%、輸送サービスは同 0.9%、医療サービスは同 0.4% となった。サービス区分のインフレ率は下げ渋っているといえるだろう。

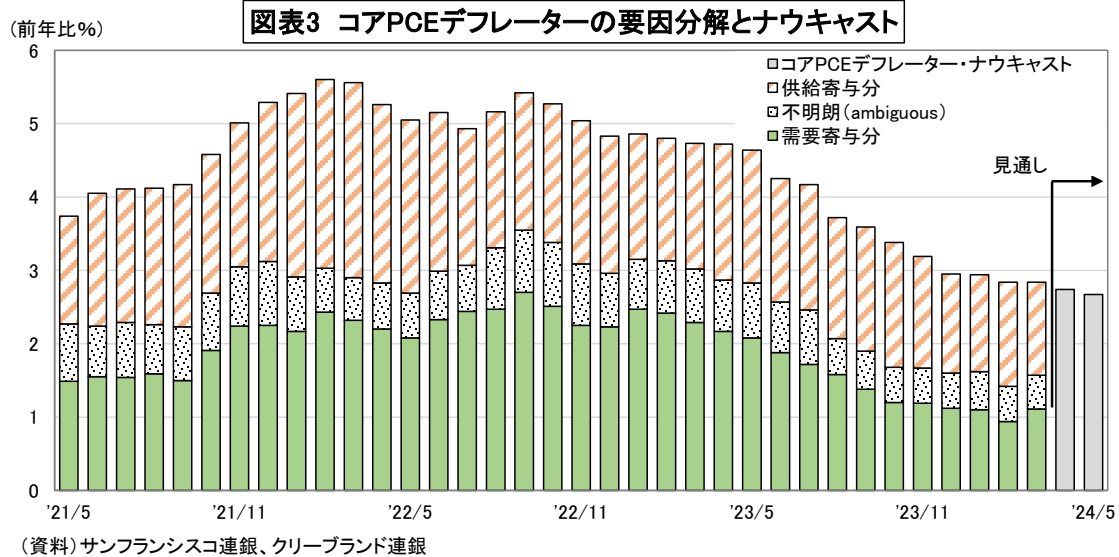
コア CPI についてより足元の動きを確認しやすい 1、3、6 か月前比 (年率換算) を計算すると、それぞれ 3.6%、4.1%、4.0% となった。4 月 CPI は鈍化傾向となったものの、依然としてインフレ率が抑制されているとはいいがたく、金融引き締めを長期化する必要があることにはかわりない。なお、4 月の生産者物価指数 (PPI) はどちらかと言えば加速気味で推移している。



3 月のコア PCE デフレーターは前月から変わらずの前年比 2.8% (前月比は 0.3%)、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは 0.1 ポイント鈍化の同 3.0% となった。24 年入り後は前月比での高い値が確認されたことから、利下げには一段と慎重な態度で臨む必要があるだろう。サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、3 月については需要サイドが抑制されていない。

5 月のミシガン大学調査 (確報値) によれば、1 年先期待インフレ率は 0.1 ポイント上昇の 3.3%、長期期待インフレ率は変

わらずの 3.0%となり、いずれもコロナ前と比較してやや高い水準といえる。期待インフレ率がやや高い水準にあることも、インフレ率が下げ渋っている一因といえそうだ。



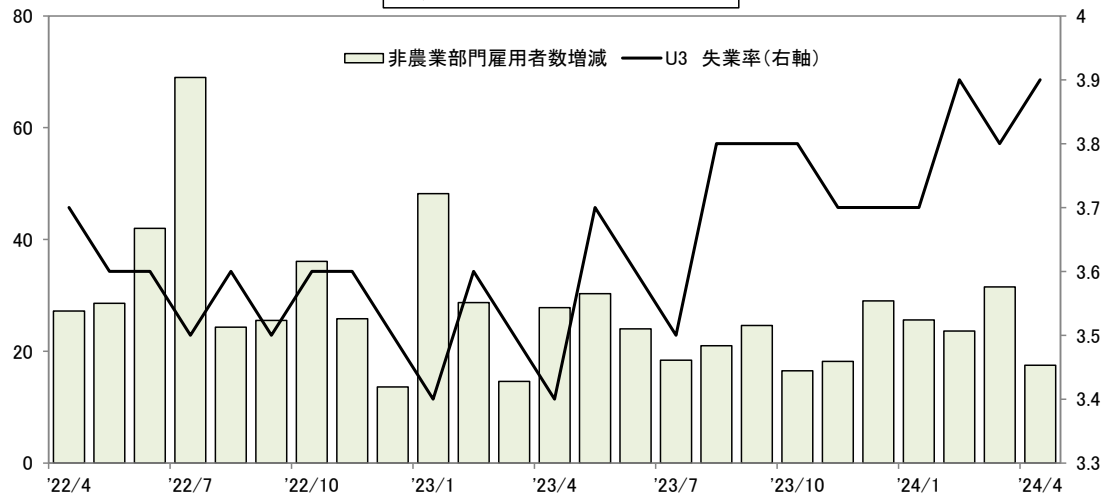
雇用増加ペースは鈍化

続いて、4月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から17.5万人増（事業所調査）へと鈍化した。もっとも、足元3か月平均は24.2万人増となり、鈍化したとはいえ雇用拡大ペースは依然として速い。失業率は0.1ポイント上昇の3.9%となった。また、25～54歳の労働参加率は83.5%と23年ぶりの高水準での推移が続いており、全体的に労働市場は底堅いと判断できる。

4月の平均時給は前年比3.9%（前月比0.2%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.2%）の上昇といずれも鈍化した。2%物価目標と整合的な上昇率を考えれば、上昇率は前年比3%半ば程度へとさらに鈍化する必要があるだろう。なお、4月30日に公表された1～3月期の雇用コスト指数は前期比1.2%、前年比4.2%の上昇となった。

(前月差、万人)

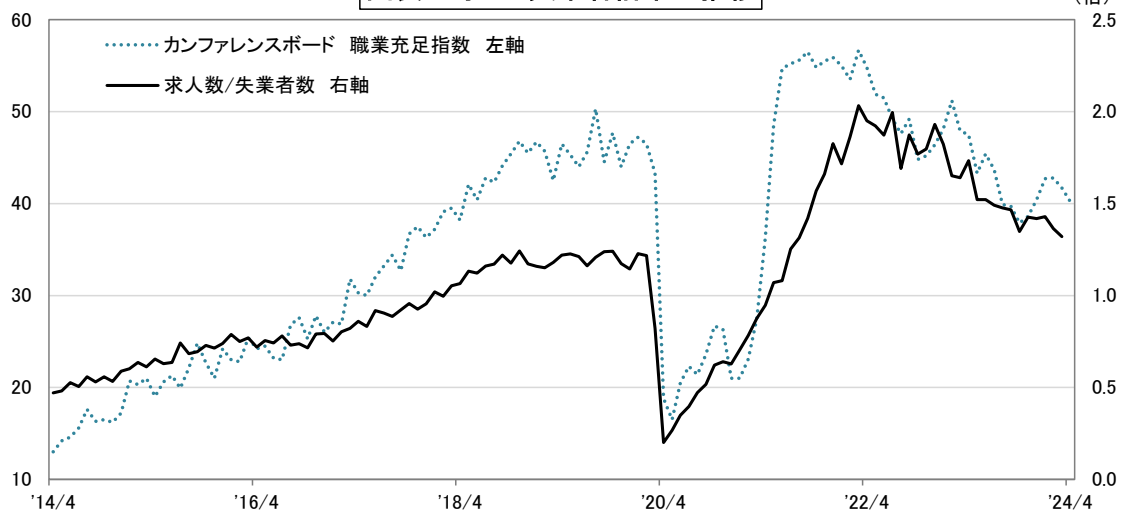
図表4 雇用関連指標の推移



(資料) 米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

3月の求人労働異動調査(5月1日公表)によると、求人数は前月から減少し848.8万件となり、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))と自発的な離職率は5.1%、2.1%と、いずれも低下した。求人数と失業者数の比率をみると、3月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.32倍の求人が確認された。同比率は21年9月の1.31倍に迫る低水準となり、3月は労働市場の需給ひっ迫が改善したと判断してよいだろう。

図表5 求人・失業者倍率の推移



(資料) 米労働省統計局、Bloomberg

堅調さが維持されている個人消費

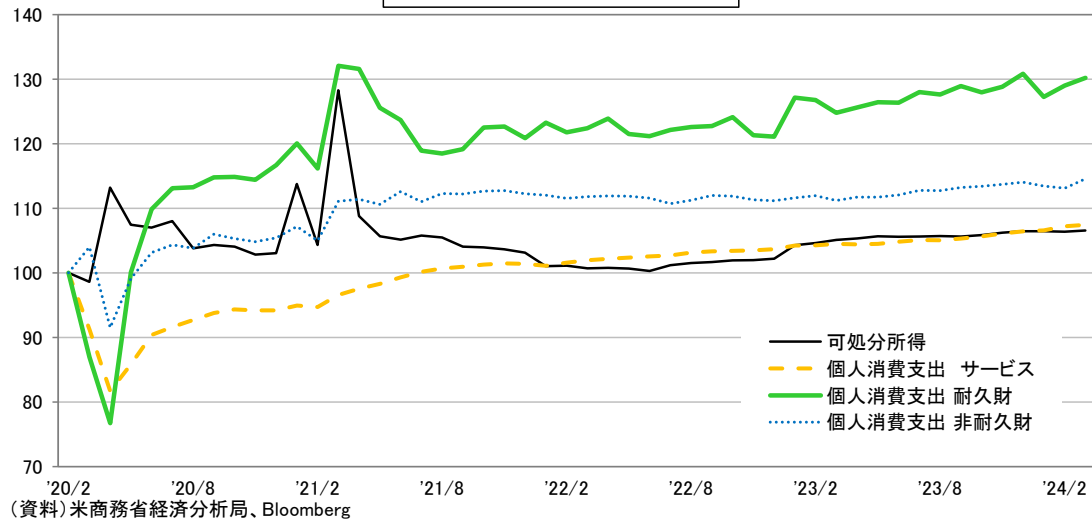
個人消費をみると、3月の実質個人消費支出は、財消費は前月比1.1%、サービス消費は同0.2%となり、全体としては同0.5%となり、堅調さが維持されている。一方で、4月の小売売上高が前月から変わらなかったことから、実質値でみれば足元

の財消費は減少したと思われる。

5 月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、景気の先行きや失業、所得増加ペースなどへの懸念が強まったことで、4 月から 10.5%（8.1 ポイント）低下し、5 か月ぶりの低水準となった。一方で、消費者マインドは前年比 20%、コロナ禍の最悪期からは 40%程度上昇しており、ミシガン大学からはインフレ率の鈍化に伴い景況感が改善してきたと報告された。

（20年2月=100）

図表6 個人消費支出の推移

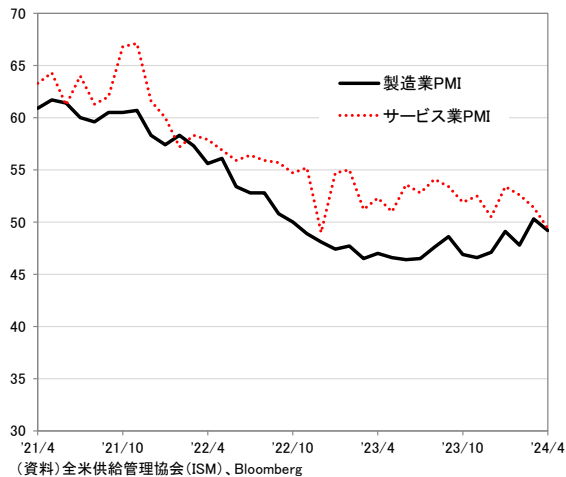


企業部門の縮小傾向を示唆する内容となった ISM 指数

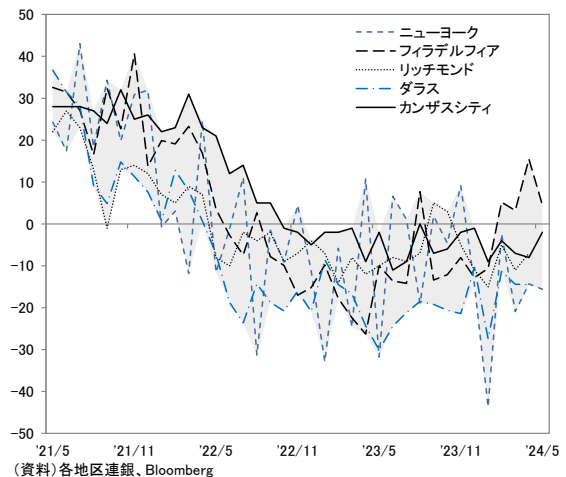
ISM 指数を確認すると、4 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 1.1 ポイント低下の 49.2%と、判断基準となる 50%を 2 か月ぶりに下回った。また、サービス業指数（サービス業 PMI）は同 2.0 ポイント低下の 49.4%となり、こちらも判断基準となる 50%を下回った。このため、4 月の ISM 指数は企業部門の縮小傾向を示唆する内容となった。

価格指数をみると、製造業は同 5.1 ポイント上昇の 60.9%、サービス業は同 5.8 ポイント上昇の 59.2%と価格上昇を示唆する内容となった。4 月 PPI の加速と整合的な内容といえる。

図表7 ISM景況感指数の推移



図表8 地区連銀製造業景況指数



タカ派的な印象を与えた4、5月FOMC議事要旨

4月30日、5月1日にかけて開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、インフレ率が下げ渋っていることなどを背景に政策金利の誘導目標を5.25～5.50%で据え置いた。また、6月からFRBが保有する米国債など減少ペースを緩めることで、バランスシートの縮小ペースを減速させることを決定した。具体的には、米国債については、月間償還上限を600億ドルから250億ドルに引き下げる。また、政府機関債とGSE保証付き住宅ローン担保証券（MBS）については、同350億ドルを維持し、上限を超過した元本償還分を米国債に再投資することとなる。

その後、5月22日に4、5月FOMCの議事要旨が公表された。内容としては、現在の金融政策が良い位置にあるとするも、インフレ率が2%へ持続的に向かう兆候が無い場合は金融引き締めを長期化することがFOMC参加者の間で議論されていた。

また、多くの（a number of）FOMC参加者が、現在の金融状況の制限度合いについての不確実性を指摘し、金融引き締めの度合いが、総需要とインフレ率を抑制するのに不十分であるリスクを指摘した。加えて、様々な（various）FOMC参加者が、インフレリスクが顕在化し、金融引き締めが適切となった場合には、さらに政策を引き締める意向を示したことも明らかとなった。こうした点はタカ派的と受け止められたものの、インフレ率の下げ渋りが続く中では妥当と思われる。

景気の先行き：底堅さが続く見込み

さて、景気の先行きを考えると、足元ではクレジットカードの遅延率が上昇していることなど、低・中所得家計の資金繰りの悪化が報告されてはいるものの、住宅価格の上昇や株高など

長期金利：高止まりが続く

が富裕層の消費に対する追い風となっていると思われる。また、労働市場が堅調なこともあり、全体としては個人消費支出の堅調さが維持され、底堅い景気が続く可能性が高そうだ。

インフレ率については、賃金上昇率の鈍化に加えて、FOMC 議事要旨でも指摘されたように人工知能の利用拡大を通じて生産性が上昇した可能性が、下押し圧力になると考えられる。とはいえ、足元では家賃上昇率があまり鈍化していないことや、家賃を除くサービスインフレ率も高いこと、期待インフレ率も低下していないことなどから、インフレ率の鈍化ペースは緩慢なものにとどまりそうだ。

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では3月 FOMC (19、20 日) にて 24 年内 3 回の利下げ見通しが維持されたことがハト派的と評価され、米長期金利（10 年債利回り）は低下する場面もみられた。しかし、4 月に入ると、堅調な雇用統計や CPI の下げ渋り、複数の FOMC 参加者が利下げを急がない姿勢を強調したことなどから長期金利は上昇に転じた。4 月 30 日、5 月 1 日に開かれた FOMC 後の記者会見においてパウエル FRB 議長が追加利上げの可能性が低いと述べたことや、4 月分の雇用とインフレ率のデータが鈍化したことを受け、長期金利は再度低下した。足元では、堅調な経済データを背景に利下げが後ずれするとの観測が強まり、金利はやや上昇して推移している。

先行きについては、利下げ時期が後ずれするとの想定の下、24 年半ば～後半までは長期金利の高止まりが続くと見込まれる。引き続き、インフレ率と FOMC 参加者の発言が材料視される展開となるだろう。



株式市場：足元の ような調整が続く 可能性も

株式市場では、2月21日取引終了後にGPU業界大手のエヌビディアが好決算を発表したことや、3月20日は半導体メモリー製造で米最大手のマイクロテクノロジーが堅調な売上見通しを公表したことなどを背景に、ハイテク株や人工知能関連銘柄を中心に買いが続き、相場をけん引した。3月FOMCで24年内の3回利下げ見通しが維持されたことも好材料視され、3月28日のダウ平均は最高値を更新した。一方で、4月入り後は長期金利の上昇に伴い軟調な展開となった。

5月に入ると長期金利の低下が好材料となり、10日のダウ平均は8営業日続伸となった。17日は終値で初めて4万ドルに乗せた。しかし足元では、エヌビディアの好決算はあったものの、長期金利が再上昇したことから、直近の高値から約1,000ドルの下落となった。

利下げ開始時期の不確実性と、長期金利の動向が依然として材料視されていることもあり、先行きについても、足元のような調整を迎える可能性は考えられる。

中国製品への関税 引き上げ

最後に、米政府の動きを確認すると、バイデン大統領は14日、電気自動車（EV）、EVバッテリー、ソーラーパネル用太陽電池、半導体、鉄鋼・アルミ製品などの中国製品180億ドル相当に対する関税を引き上げると発表した。これを受けて米通商代表部は22日、関税引き上げについての詳細を公表し、EVやEVバッテリー、太陽電池などは8月1日から発効することが明らかにされた。23年の中国製品輸入額は4,300億ドルだったことから、追加関税の規模は小さく、大統領選挙対策としての意味合いが強いと考えられている。

また24日には、18年にトランプ大統領（当時）によって導入された対中関税を延長し、関税免除になっていた400品目のうち約半数について新たに関税を適用することが発表された。

トランプ政権下で米国の関税率は約1.5ポイント上昇したもののインフレ率の加速は生じなかったことから、バイデン政権による新たな関税についてもインフレ率を押し上げる効果はあまりないと思われる。



(24. 5. 27 現在)