

再びインフレ率を見極める段階へ

～ 保守的なインフレ見通しを示した 6 月 FOMC ～

佐古佳史

要旨

5 月の雇用統計からは、速い雇用増加ペースと平均時給の再加速がみられた一方、4、5 月のインフレ関連指標では、インフレ率の鈍化も確認できる。米国経済は 23 年後半にみられたように、再びインフレ率の鈍化傾向を見極める段階となっている。

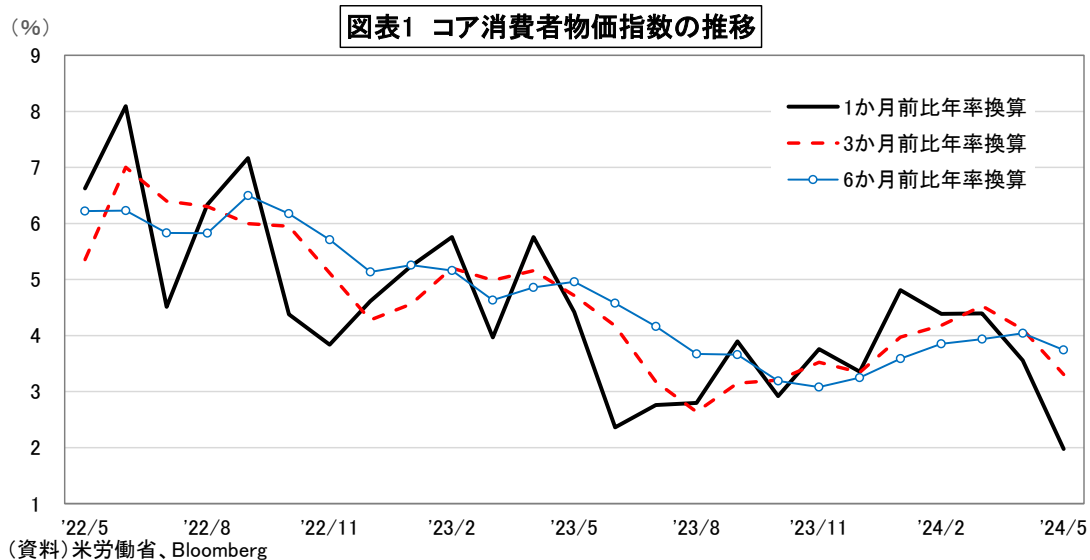
こうしたなか、6 月 FOMC 後に公開された経済見通しでは、保守的なインフレ見通しが示され、24 年内利下げ回数も 1、2 回へと下方修正された。記者会見にてパウエル議長は、利下げ前にインフレ率を慎重に見極める従来通りの方針を述べた。

鈍化傾向の CPI

まず、インフレ関連統計を確認すると、5 月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比 3.3%（前月比は 0.0%）、食料とエネルギーを除くコアは同 3.4%（同 0.2%）となり、インフレ指標の鈍化が確認された。エネルギーを除いたコアサービスの上昇率も前月比 0.2%へと鈍化した。内訳をみると住宅費は同 0.4%、輸送サービスは同▲0.5%、医療サービスは同 0.3%となった。全体としては、5 月 CPI からはインフレ率の鈍化が確認された。

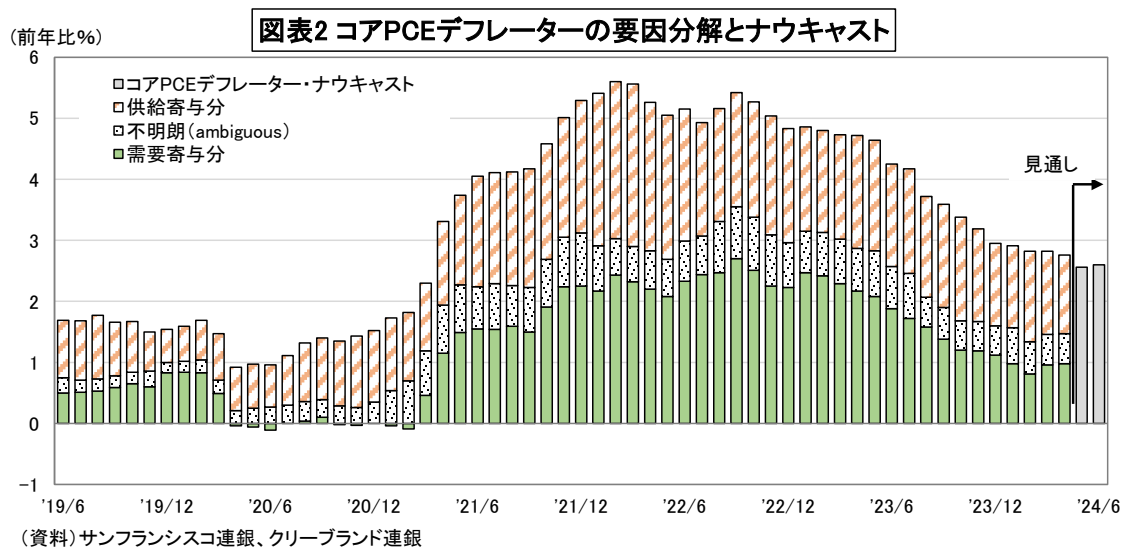
コア CPI についてより足元の動きを確認しやすい 1、3、6 か月前比（年率換算）を計算すると、5 月はそれぞれ 2.0%、3.3%、3.7%となり、インフレ率の抑制がみられた。

また、5 月の生産者物価指数（PPI、最終需要区分）総合は前年比 2.2%（前月比▲0.2%）、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 3.2%（同 0.0%）となり、CPI と同じくインフレ率の鈍化がみられた。



4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0.2%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは0.1ポイント鈍化の同2.9%となった。24年入り後は前月比での高い値が確認されていたが、4月以降のインフレ率は鈍化したといえる。

6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変わらずの3.3%、長期期待インフレ率は0.1ポイント上昇の3.1%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。

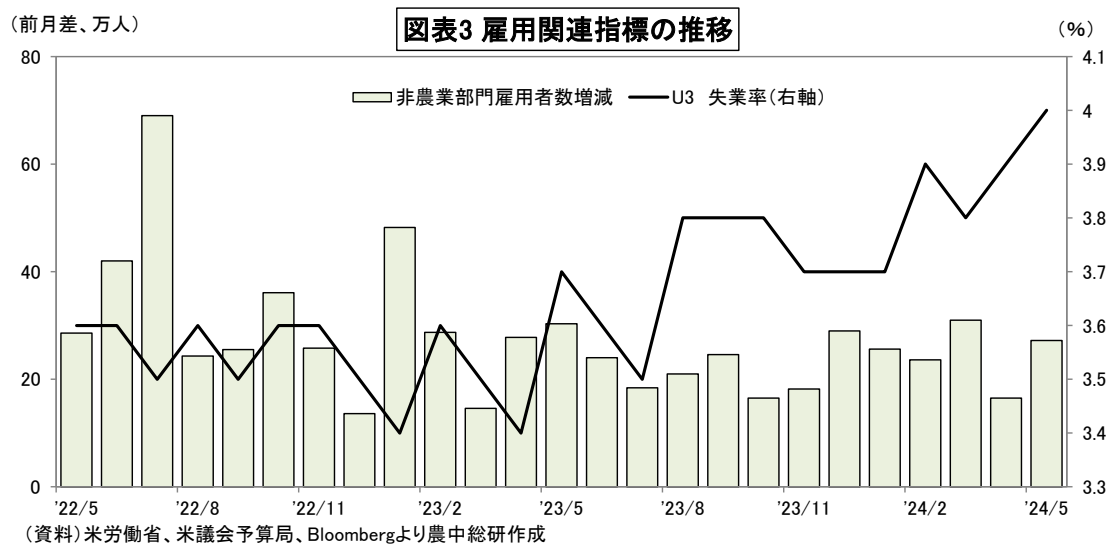


平均時給の加速が みられた雇用統計

続いて、5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27.2万人増（事業所調査）と雇用増加ペースは加速した一方で、失業率は0.1ポイント上昇の4.0%となった。足

元 3 か月平均は 24.9 万人増と速いペースで雇用の拡大が続いている。また、25～54 歳の労働参加率は 83.6%と高水準での推移が続いている。

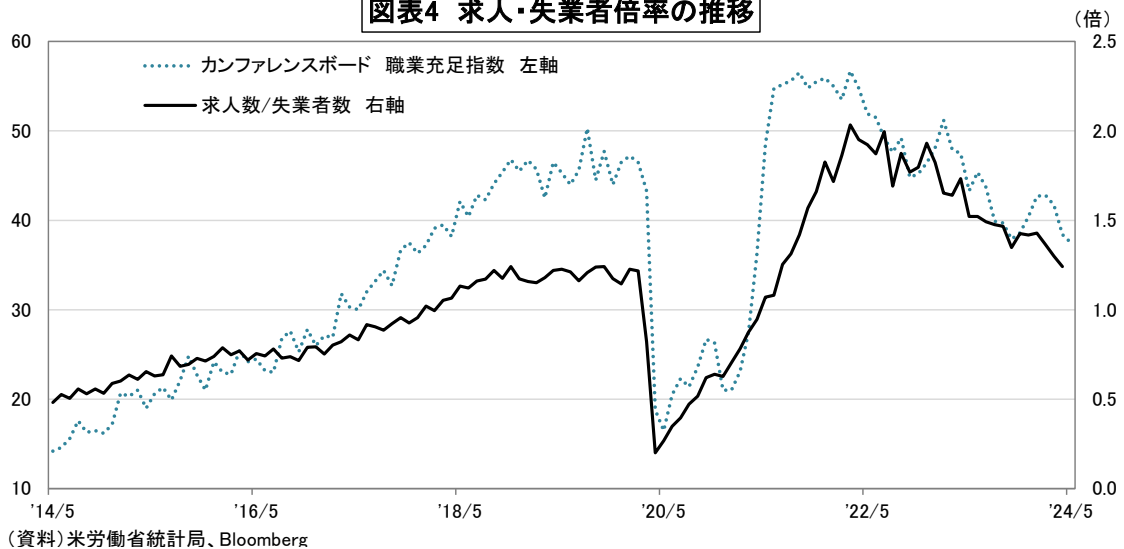
5 月の平均時給は前年比 4.1%（前月比 0.4%）、生産・非管理職の時給は同 4.2%（同 0.5%）の上昇と前月から再加速した。2%物価目標との整合性を考えれば、時給は前年比 3%半ばへと鈍化する必要があるだろう。



4 月の求人労働異動調査によると、求人数は前月から 29.6 万人減少の 805.9 万件となり、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 4.8%へ低下、自発的な離職率は変わらずの 2.2%となった。求人率の低下が進んでいることがうかがえる。求人数と失業者数の比率をみると、4 月は職を選ばなければ 1 人の失業者に対して 1.24 倍の求人が確認され、コロナ前の水準に概ね戻ったといえる。同比率については、現在の水準で落ち着くのか、労働市場の抑制に従ってさらに低下するのか見極める必要があるだろう。

5 月の雇用統計と 4 月の求人労働異動調査からは、雇用増加ペースは速いものの、労働市場の抑制も進んでいることがうかがえる。

図表4 求人・失業者倍率の推移

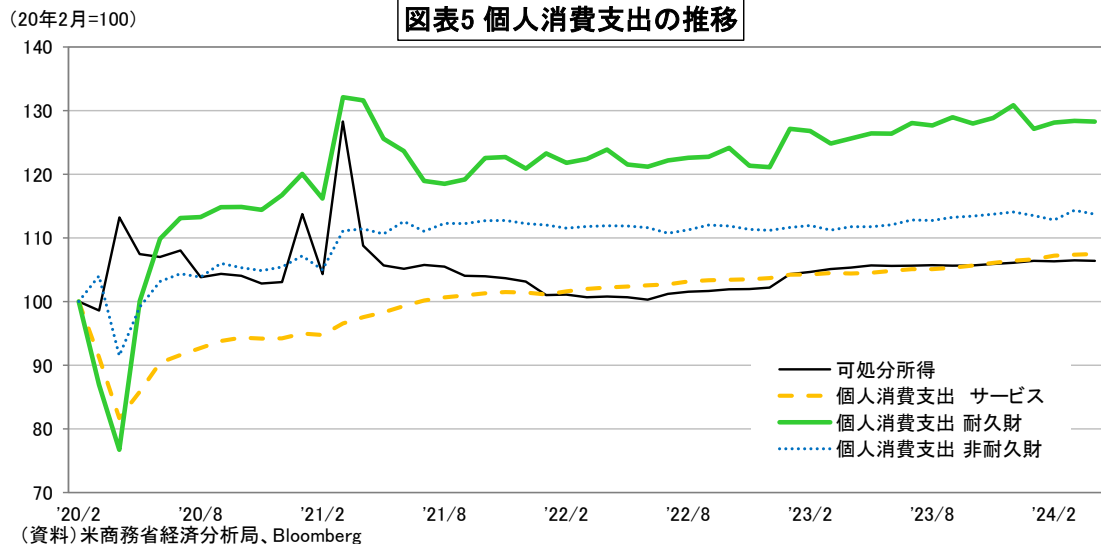


3 か月ぶりにマイナスとなった個人消費

個人消費をみると、4 月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.4%、サービス消費は同 0.1%となり、全体としては同▲0.1%と、3 か月ぶりのマイナスとなった。また、5 月の小売売上高は前月比 0.1%と小幅な伸びにとどまった。もともと、雇用増加ペースが速いこともあり、消費が腰折れするとは思えない。

こうしたなか、6 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、インフレ率と収入の減少に対する懸念がやや高まり、前月から小幅に低下した。

図表5 個人消費支出の推移



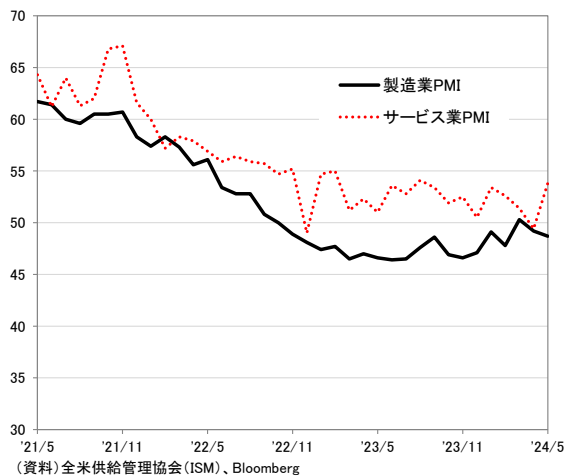
まちまちな内容となった ISM 指数

ISM 指数を確認すると、5 月の ISM 製造業指数（PMI）は、前月から 0.5 ポイント低下の 48.7%と、判断基準となる 50%を 2 か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。また、サービ

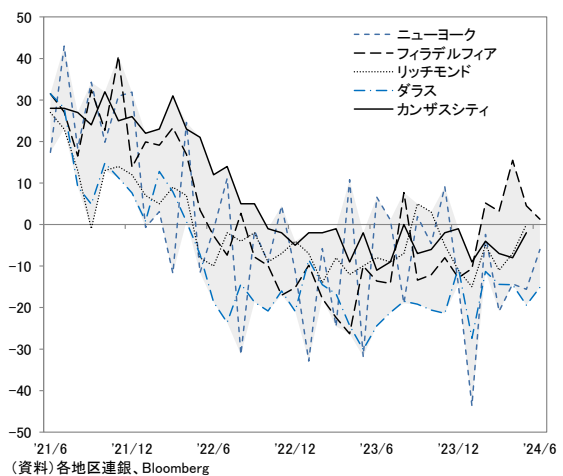
ス指数は、前月から 4.4 ポイント上昇の 53.8%と判断基準となる 50%を 2 か月ぶりに上回った。5 月の ISM 指数は製造業、サービス業でまちまちな値となったものの、サービス業指数が比較的強かったことから、4 月以降のデータで確認されつつある景気鈍化が一様には進んでいない可能性がありそうだ。

価格指数をみると、製造業は同 3.9 ポイント低下の 57.0%、サービス業は同 1.1 ポイント低下の 58.1%と依然として価格上昇を示唆する内容となった。

図表6 ISM景況感指数の推移



図表7 地区連銀製造業景況指数



年内利下げ回数が 下方修正された 6 月 FOMC

6 月 11 日、12 日にかけて開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) は、5.25～5.50%の政策金利の据え置きを決定した。また、現在のバランスシートの縮小ペースを維持することを決定した。具体的には、米国債については月間償還上限を 250 億ドル、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 億ドルとなっている。

FOMC 後に公表された経済見通しでは、24 年末時点でのインフレ率の予想が、4 月時点よりも高い水準へと上方修正された。政策金利については、24 年内の利下げ回数は 1～2 回の見通しとなり、前回見通しが公表された 3 月 FOMC 時点からは下方修正となった。

FOMC 後の記者会見にてパウエル FRB 議長は、インフレ率については保守的な見通しとなったと発言した。また、最近のインフレ関連指標は FRB にとって「インフレ率の抑制が進んでいるとの確信」を深められるものではなかったと言及し、利下げ開始までにインフレ関連指標を十分に見極める姿勢を改めて示した。加えて、1～3 月期の民間国内最終消費 (GDP から在庫投

資、輸出入、政府支出を除いた区分)の成長率が23年後半からほぼ変化しなかった点についても言及し、米国経済は底堅く推移しているとの認識を示した。

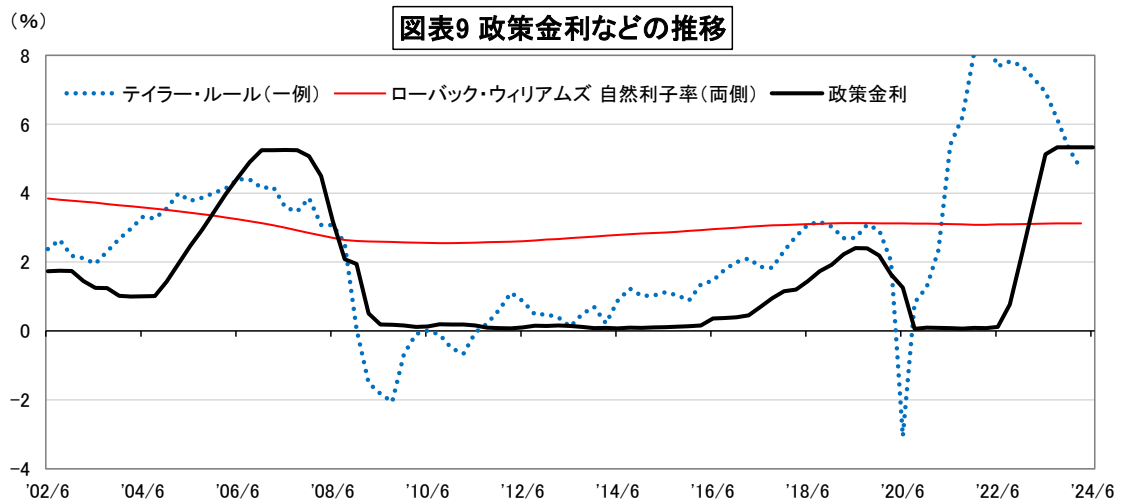
図表8 FRB大勢見通し(6月時点)

		2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.9～2.3	1.8～2.2	1.8～2.1	1.7～2.0
	3月時点 (%前年比)	2.0～2.4	1.9～2.3	1.8～2.1	1.7～2.0
失業率	(%)	4.0～4.1	3.9～4.2	3.9～4.3	3.9～4.3
	3月時点 (%)	3.9～4.1	3.9～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.5～2.9	2.2～2.4	2.0～2.1	2.0
	3月時点 (%前年比)	2.3～2.7	2.1～2.2	2.0～2.1	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.8～3.0	2.3～2.4	2.0～2.1	
	3月時点 (%前年比)	2.5～2.8	2.1～2.3	2.0～2.1	
政策金利	(%)	4.9～5.4	3.9～4.4	2.9～3.6	2.5～3.5
	3月時点 (%)	4.6～5.1	3.4～4.1	2.6～3.4	2.5～3.1

(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。

政策金利の推移をみると、コロナ後に利上げが遅れた印象はあるものの、足元では十分に引き締めの水準にあると思われる。政策金利の参考値としてしばしば利用されるテイラー・ルールとの比較でも概ね妥当な水準といえそうだ。



(資料)ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、米議会予算局

(注)自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

景気の先行き：金融 引き締めをもうしばらく継続する必要

さて、景気の先行きを考えると、米国経済の成長率があまり鈍化していないこともあり、依然として金融引き締めによって労働市場とインフレ率の抑制を継続する必要があると思われる。

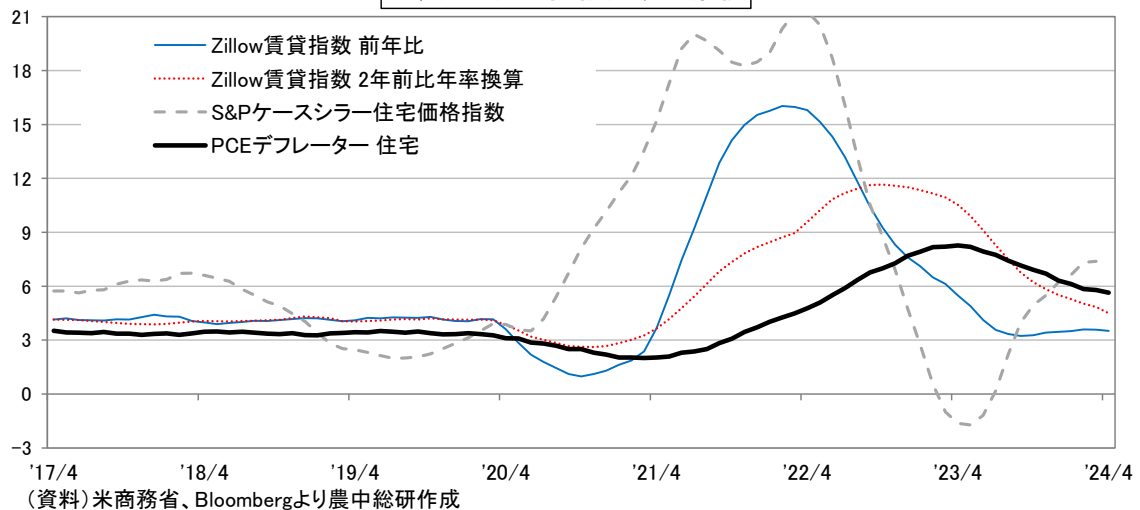
労働市場については、求人・失業者比率がコロナ前の水準にまで低下し、労働市場の抑制が進んでいると確認できる。もっとも賃金上昇率が依然として速いことから、抑制が十分ではなさそうだ。

インフレ率については、住宅関連のインフレ率にの一部に下げ渋りがみられ、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が懸念材料とみられる。このため、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。

1～3月期の GDP は下振れしたものの、パウエル FRB 議長が記者会見で指摘したように民間国内最終消費でみれば、足元の米国経済の成長率はあまり鈍化していない。また、雇用者数の増加ペースも速く、個人消費も堅調に推移するとみられる。以上から、筆者は現時点では 24 年内の利下げは想定していない。

(前年比%)

図表10 住宅価格指数の推移



長期金利：高止まりが続く

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では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（10 年債利回り）は上昇した。その後は、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

一タが鈍化したことを受け、長期金利は再度低下した。5 月半ばにかけて、4 月半ばと同じく 4.4%前後での動きとなった。その後は、5 月末にかけて利下げをめぐる不透明感や国債供給増加への懸念から 4.6%を上回る場面もみられた。

6 月入り後は、FOMC（11、12 日）を控えて一旦利回りが上昇したものの、5 月 CPI の鈍化傾向がみられたことなどから、利下げ期待が強まり、利回りは低下基調となった。足元では 4.2%台で推移している。

先行きについては、FOMC 参加者の利下げを急がない姿勢が続くとの想定の下、24 年半ば～後半までは長期金利の高止まりが見込まれる。持続的な利回りの低下がみられるのは 24 年秋ごろになりそうだ。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：調整が続く可能性も

株式市場では、長期金利をみながらのボックス相場となっている。3 月 FOMC で 24 年内の 3 回利下げ見通しが維持されたことが好材料視され、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再び好材料視され、17 日は終値で初めて 4 万ドルに乗せた。その後は、長期金利が再上昇したことから、高値から約 2,000 ドル（5%）の下落となった。足元では再び上昇している。

先行きについては、24 年後半から 25 年初めにかけての

S&P500 構成銘柄についての収益見通しは、前年比 10%強とな
ってはいるものの、足元では、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。このため、5 月
半ば以降にみられたような調整が続くと思われる。

(24. 6. 25 現在)