米国経済金融

労働市場の過熱感が解消

～9 月 FOMC にて、利下げ開始の可能性～

佐古佳史

要旨

労働市場の需給が概ね均衡していることや、4 月以降はインフレ率が FRB の 2%物価目標と整合的に推移していることから、9 月 FOMC にて利下げが開始される可能性が高まったと考えられる。足元の米国経済は、金融政策の転換点に差し掛かりつつあると判断できる。

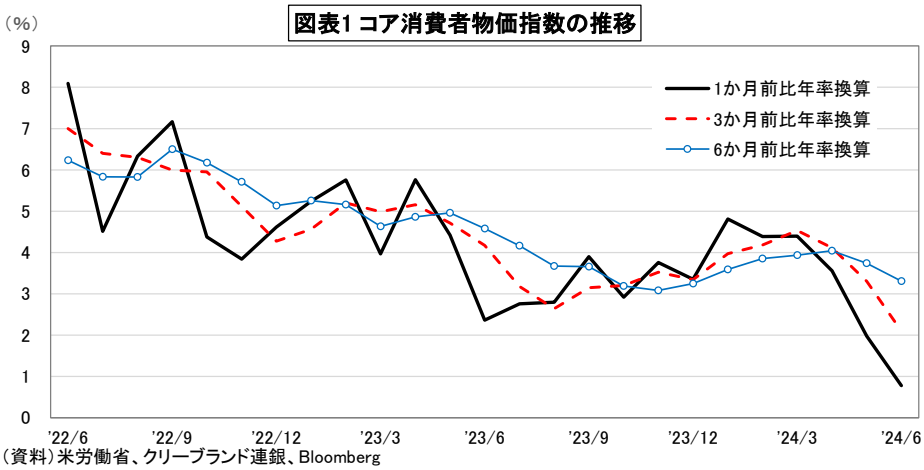
11 月の米大統領選は、バイデン大統領が撤退したことで、ハリス副大統領対トランプ前大統領の構図となった。トランプ前大統領の公約が実現した場合は、無視できない景気引き締め効果が発生する可能性があり、先行きの不確実性が高まっている。

4 月以降はインフレ率の鈍化が進展

まず、インフレ関連統計を確認すると、6 月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比 3.0%（前月比▲0.1%）、食料とエネルギーを除くコアは同 3.3%（同 0.1%）となり、インフレ率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 0.1%へと鈍化した。内訳をみると住宅費は同 0.2%、輸送サービスは同▲0.5%、医療サービスは同 0.2%となった。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、6 月はそれぞれ 0.8%、2.1%、3.3%となり、インフレ率の鈍化が確認できる。

また、6 月の生産者物価指数（PPI、最終需要区分）の動きを確認すると、総合は前年比 2.6%（前月比 0.2%）、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 3.1%（同 0.0%）となり、やはり鈍化傾向が確認できる。

図表1 コア消費者物価指数の推移



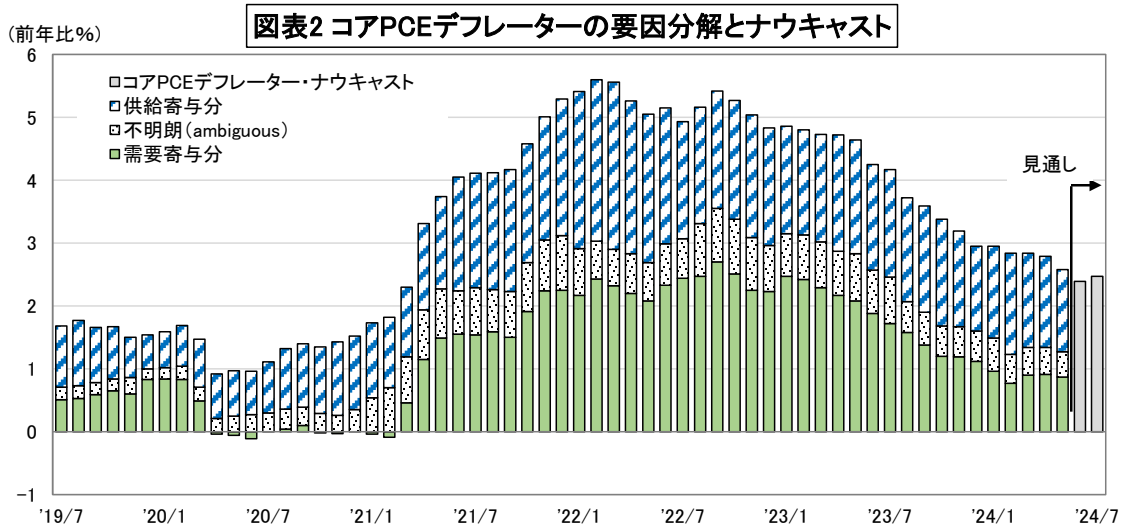
（資料）米労働省、クリーブランド連銀、Bloomberg

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

5 月のコア PCE デフレーターは前月から▲0.2 ポイントの前年比 2.6%（前月比は 0.1%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは▲0.1 ポイントの同 2.8%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ている。

7 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と長期期待インフレ率はともに低下し、いずれも 2.9%となった。もっとも、長期期待インフレ率はコロナ前と比較してやや高い水準にある。

図表2 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

雇用増加ペースの鈍化が確認された

続いて、6 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 20.6 万人増（事業所調査）と雇用増加ペースは鈍化した。4、5 月分の下方修正も大きかったことから、3 か月平均は 17.7 万人増となった。失業率は 4.1%であった。

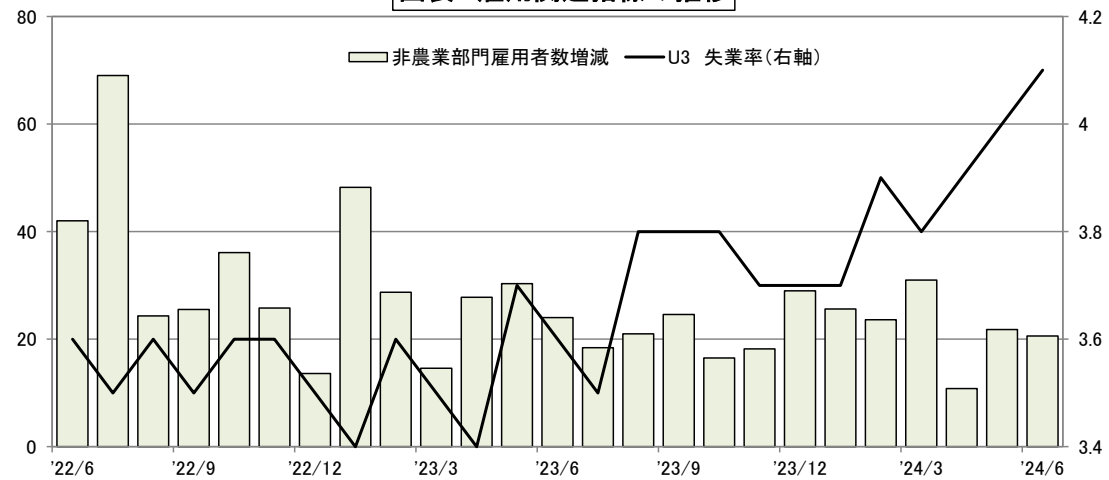
なお、サンフランシスコ連銀が 7 月 8 日に公表した、失業率を一定に保つために必要な雇用増加ペース（ブレーク・イーブン雇用成長）についてのレポートによると、24 年 1～3 月期の同雇用増加ペースは、一月当たり 14 万～23 万人と推計された（推計値の幅は移民数の仮定から生じている）。現在の雇用増加ペースも推計値内に収まっていると考えられるため、労働市場の健全性が保たれていると考えられる。

6 月の非農業部門民間平均時給は前年比 3.9%（前月比 0.3%）、生産・非管理職の時給は同 4.0%（同 0.3%）の上昇といずれも前月から鈍化した。賃金上昇率は依然としてやや高いものの、2%物価目標と整合的な上昇率と思われる前年比 3%

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/

半ばの上昇率にむけて鈍化してきたといえる。

図表3 雇用関連指標の推移

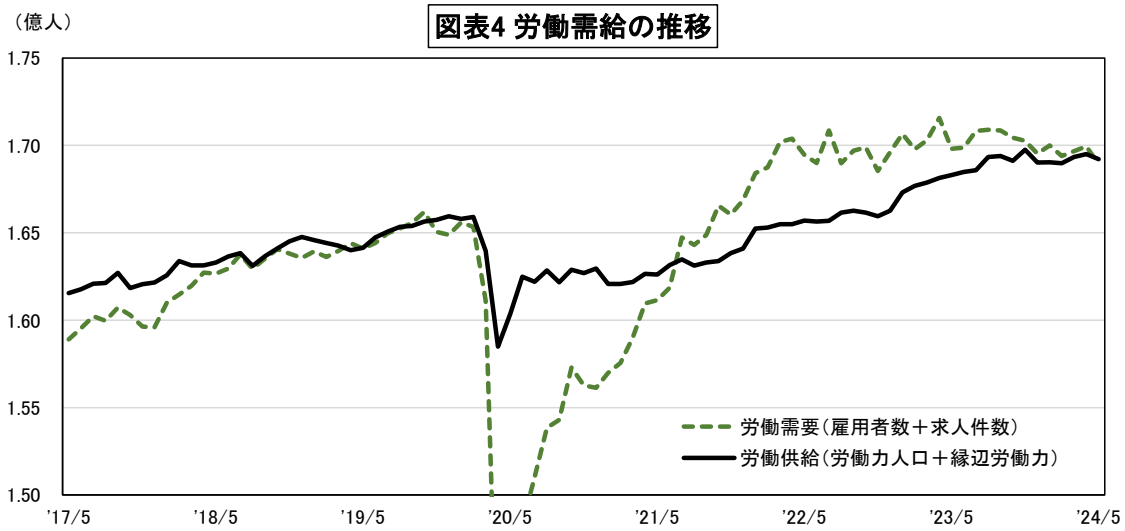


（資料）米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

5月の求人労働異動調査によると、求人数は前月から22.1万人増加の814.0万となり、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は0.1ポイント上昇の4.9%、自発的な離職率は変わらずの2.2%となった。求人率の低下トレンドがうかがえる。

求人数と失業者数の比率をみると、5月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.22倍の求人が確認された。4月以降、同比率はコロナ前の水準に概ね戻っている。また、労働需要として雇用者数と求人件数の合計、労働供給として労働力人口と縁辺（Marginally Attached）労働者の合計を比較して労働市場の需給を考えると、5月は約1.69億人で需給が概ね一致した。コロナ後の労働市場の過熱感は解消されたと考えられる。

図表4 労働需給の推移



（資料）米労働省統計局、Refinitiv

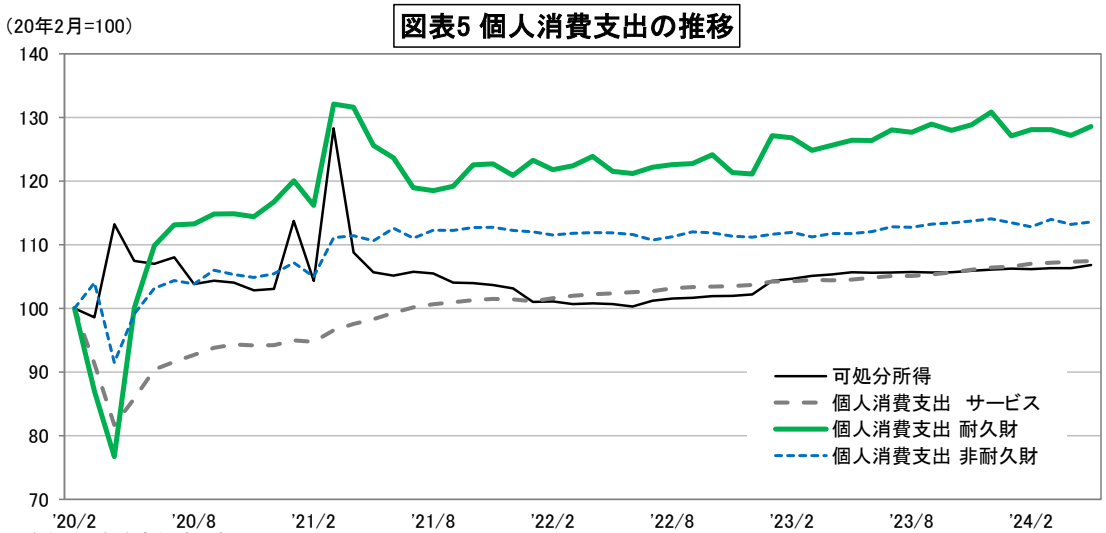
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

4～6 月期も底堅さがみられた個人消費

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 0.6%、サービス消費は同 0.1%となり、全体としては同 0.3%と、2 か月ぶりに増加した。6 月の小売売上高（総合）は前月から変わらなかったものの、サイバー攻撃を受けた自動車ディーラーの影響を除くために、自動車・部品を除く区分でみると前月比 0.4%と堅調に推移した。6 月はインフレ率が鈍化したことから、実質値でも 0.4%程度の高い伸びとなったと考えられる。4～6 月期の米国の個人消費も底堅さがみられたといえる。

こうしたなか、7 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、6 月から小幅に低下した。約半数の回答者が物価高騰に反感を抱いていると報告されている。

図表5 個人消費支出の推移



（資料）米商務省経済分析局、Bloomberg

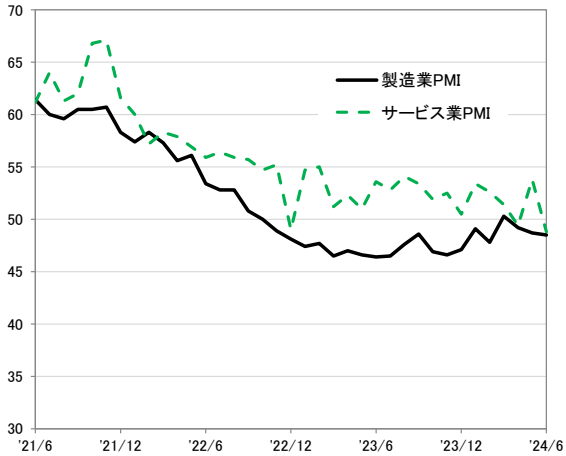
縮小傾向を示した6月の ISM 指数

ISM 指数を確認すると、6 月の ISM 製造業指数は、前月から▲0.2 ポイントの 48.5%と、判断基準となる 50%を 3 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▲5.0 ポイントの 48.8%と、判断基準となる 50%を 2 か月ぶりに下回った。6 月の ISM 指数は製造業、サービス業ともに縮小傾向を示したことから、4 月以降のデータで確認されつつある景気鈍化が、企業部門でも確認されたといえる。

価格指数をみると、製造業は同▲4.9 ポイントの 52.1%へ低下、サービス業は同▲1.8 ポイントの 56.3%となり、インフレ圧力がやや緩和したと思われる。

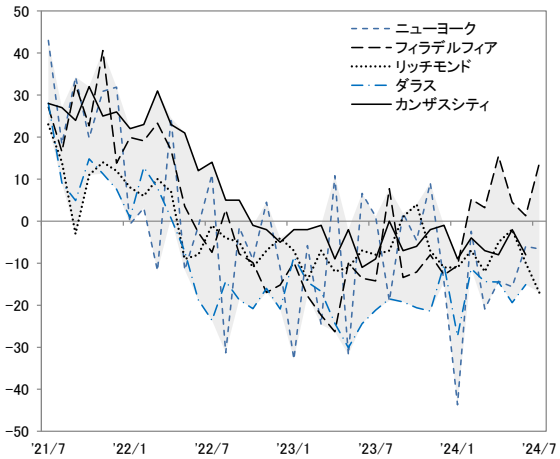
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

インフレ率の鈍化が進展しているとの認識を示したパウエル議長の議会証言

パウエル FRB 議長は 7 月 9～10 日にかけて、金融政策に関する半期に一度の議会証言を行った。インフレ率に関しては、「2%物価目標へ向かうとの確信が深まるまでは利下げをしない」との従来通りの見解を述べた一方で、最近のデータは緩やかなさらなる進歩（modest further progress）を示した、との見方を示した。

労働市場については、コロナ前の水準にまで概ね回復しており、加熱していないと述べた。また、労働市場が悪化すれば利下げの根拠になりうる点を確認した。以上から、7 月 FOMC（30、31 日）では政策金利は据え置かれると考えてよいだろう。

景気の先行き：金融政策の転換点に差し掛かりつつある

さて、景気の先行きを考えると、労働市場については過熱感がほぼなくなったものの、賃金上昇率が依然として高いことから、もうしばらく金融引き締めを続ける根拠となりそうだ。その場合でも、雇用増加ペースが底堅いこともあり、個人消費が底割れすることはなさそうだ。

一方でインフレ率については、4 月以降のデータが FRB の 2%物価目標と整合的に推移している。もっとも、多くの FOMC 参加者の発言からは、7 月 FOMC 前の段階では「インフレ率が 2%物価目標へ向かうとの確信」がまだ得られていないようだ。こうしたなか足元ではインフレ圧力が特段みられないこともあり、この傾向がさらに 1、2 か月続いた後に、9 月 FOMC（17、18 日）にて利下げを行う可能性は十分に考えられる。この点について筆者は、24 年内は利下げがない可能性を考えていたため見通しを改めた。

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
https://www.nochuri.co.jp/

全体としては、金融政策の転換点に差し掛かりつつあると判断できる。トランプ前大統領の公約の内、移民制限や全輸入品への10%以上の関税案、FRBへの利下げ圧力などは短期的にインフレ率を再加速させる可能性はあるものの、現時点での金融政策に影響を与えることはないだろう。

長期金利：緩やかな金利低下を予想

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では6月入り後、FOMC（11、12日）を控えて米長期金利（10年債利回り）は一旦上昇したものの、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。6月後半は概ね4.2%台で推移した。

7月に入ると、連邦最高裁がトランプ前大統領の免責特権の一部を認めたことから、同氏が大統領選に勝利する可能性が高まった。インフレ率の加速と財政赤字の増加が意識されたことから、1日の長期金利は4.46%へ上昇した。その後は、6月の雇用統計を消化し、24年内2回利下げ観測が強まったことで5日の利回りは4.28%へ低下した。以降は6月後半とほぼ同じ水準の4.2%前後での取引となった。

先行きについては、9月FOMCでの利下げがほぼ織り込まれたこともあり、足元では2.5回程度となっている24年内利下げ回数の織り込みと、25年以降の政策金利の見通しが材料となるだろう。11月の大統領選を控え、トランプ前大統領の公約が意識されるものの、近い内に利下げ局面を迎えると予想されることから今後は緩やかな金利低下を予想する。

もっとも、トランプ前大統領が再選された場合は、財政赤字の拡大から22年9月の英トラスショックのように長期金利が急上昇する可能性も徐々に指摘され始めている。選挙戦の展開によっては、長期金利の動きが激しくなる可能性もあるだろう。

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/

（資料）Bloomberg

株式市場：緩やかな上昇傾向を予想

株式市場では3月以降、長期金利をみながらのボックス相場が継続した。7月半ばにかけて利下げ観測が強まったことから、16日はS&P500が今年38度目の最高値を更新（5,557.20ポイント）し、17日はダウ平均が最高値を更新（41,198.08ドル）した。その後は、対中半導体規制強化への警戒感がくすぶるなか、決算発表を受けてAI関連投資の収益性についての懸念が強まったことで、大型ハイテク株が売られる展開となり、足元のダウ平均は4万ドルを割り込んだ。

先行きについては、24年後半から25年半ばにかけてS&P500構成銘柄についての収益見通しは前年比10%台半ばとなっており、好調さが続くと予想されている。また、低下傾向で推移すると見込まれる長期金利も追い風になるだろう。このため、トランプ前大統領の公約は意識されるものの、株価は緩やかな上昇傾向で推移すると思われる。

ハリス副大統領が民主党候補に

最後に、大統領選に向けての動きを確認したい。バイデン大統領が21日に選挙戦からの撤退を発表した後、ハリス副大統領が候補指名獲得に必要な代議員の過半数を確保し、民主党大統領候補を確実なものとした。7月以降に実施された複数の世論調査からはハリス副大統領対トランプ前大統領の場合も、わずかにトランプ前大統領が優勢とみられるが、バイデン大統領の場合よりは接戦となりそうだ。

トランプ前大統領は、全輸入品への10%以上の関税と中国製品への高い関税案などを検討している。米シンクタンクのアメリカ進歩センター（CAP）が4月に公表したレポートでは、10%

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/

の関税は平均的な米家計に年間 1,500 ドル（約 23 万円）のコスト増となるとの推計が示された。また、米シンクタンクの PIIE リサーチが 5 月に公表した推計では、トランプ前大統領の関税案の費用は GDP 比 1.8%になると見積もられた。公約では減税も検討されてはいるが、こうした推計値からはトランプ前大統領の公約が実現すれば無視できない景気引き締め効果が生じる可能性が考えられるため、先行きの不確実性は高まっているといえる。

図表9 平均関税率

（資料）米商務省センサス局、米財務省、LSEG （注）関税/財輸入

（24.7.25 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/