

労働需給の調整とインフレ鈍化が概ね達成された

～9月FOMCでの利下げ開始を織り込ませる動き～

佐古佳史

要旨

4月以降はインフレ率の鈍化傾向が継続したこともあり、8月入り後はFOMC参加者から「インフレ率が持続的に2%に向かっていくとの確信が強まった」との意見が多くみられた。9月FOMCでの利下げ開始を織り込ませる動きが強まったといえる。

足元では、軟調な雇用統計に加えて、統計の年次改定の影響もあり、労働市場に対する警戒感がやや強まったと考えられる。労働市場は需給が概ねバランスした状態と判断できるが、労働参加率が高いこともあり悪化しているとまでは言い難い。

また、これまで様々な消費下押し圧力が警戒されてきたものの、個人消費支出は堅調さを維持している。先行きについても利下げが開始されることから景気の底割れを回避できるだろう。ソフトランディングに向けた動きが継続すると思われる。

11月5日に予定されている米大統領選に向けて、共和党、民主党それぞれの陣営の動きが強まるなか、最近の世論調査ではハリス民主党候補がトランプ共和党候補を支持率でリードする傾向となっている。なお、両者初となるテレビ討論会が9月10日に予定されている。

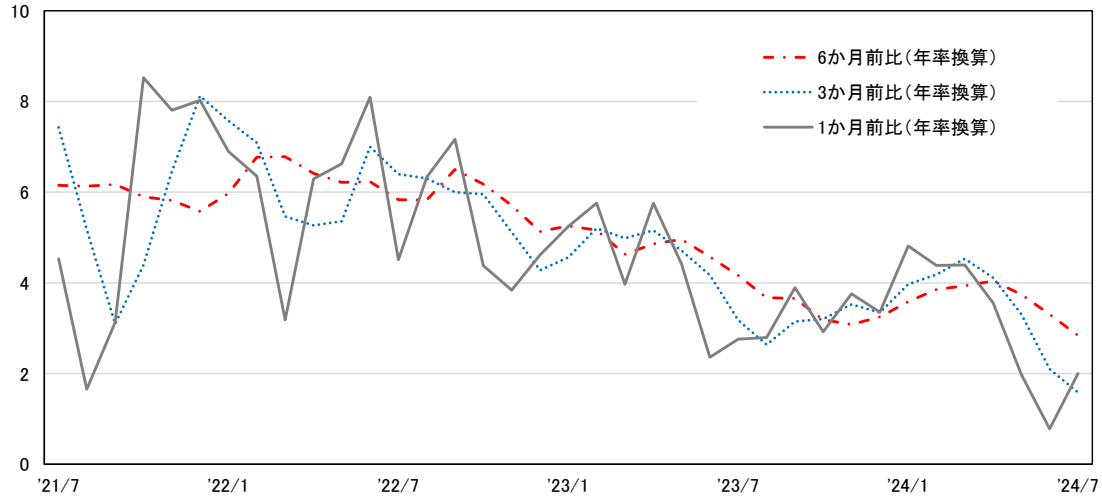
4月以降はインフレ率の鈍化が進展

まず、インフレ関連統計を確認すると、7月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比2.9%(前月比0.2%)、食料とエネルギーを除くコアは同3.2%(同0.2%)となり、インフレ率の鈍化傾向が続いているといえる。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、7月はそれぞれ2.0%、1.6%、2.8%となり、インフレ率の鈍化が確認できる。

また、7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2.2%(前月比0.1%)、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同3.3%(同0.3%)となった。7月はやや加速した区分もあるものの、全体としては鈍化傾向が確認できたといえる。

(%)

図表1 コア消費者物価指数の推移



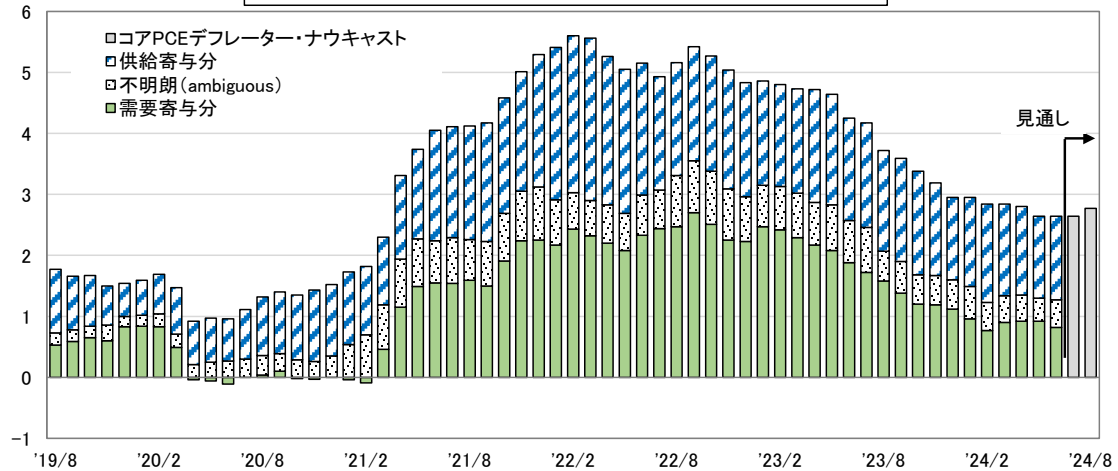
(資料)米労働省統計局、LSEG

6月のコアPCEデフレーターは前月と変わらずの前年比2.6%（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。

8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、いずれも7月から変わらずの2.9%、3.0%となった。もともと、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。

(前年比%)

図表2 コアPCEデフレーターの変動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

鈍化が続く雇用増加ペース

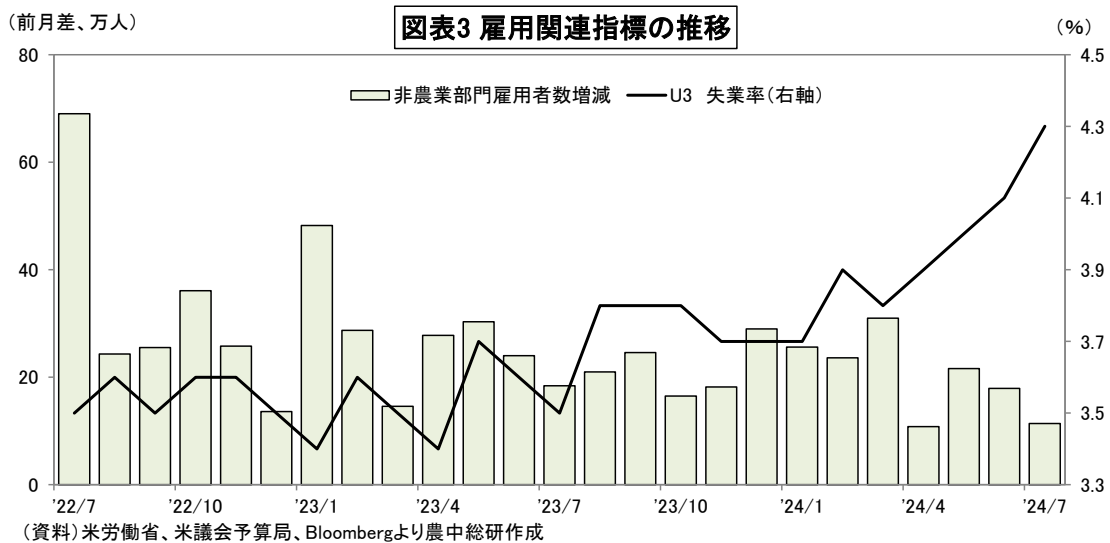
続いて、7月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から11.4万人増（事業所調査）と雇用増加ペースは鈍化

したものの、3か月平均は17.0万人増と依然として堅調な雇用増加ペースといえる。労働参加率は同0.1ポイント上昇の62.7%、25～54歳区分では同0.3ポイント上昇の84.0%となった。

一方で、7月の失業率が前月から0.2ポイント上昇の4.3%となったことや、米労働省による事業所調査の年次基準改定値速報(8月21日)では、24年3月時点の非農業部門雇用者数が81.8万人下方修正されたことなどから、8月入り後は労働市場の変調に対する警戒感が強まったといえる。

全体としては、労働参加率が上昇傾向を維持していることもあり、労働市場が失速しつつあると考えるのは尚早だろう。

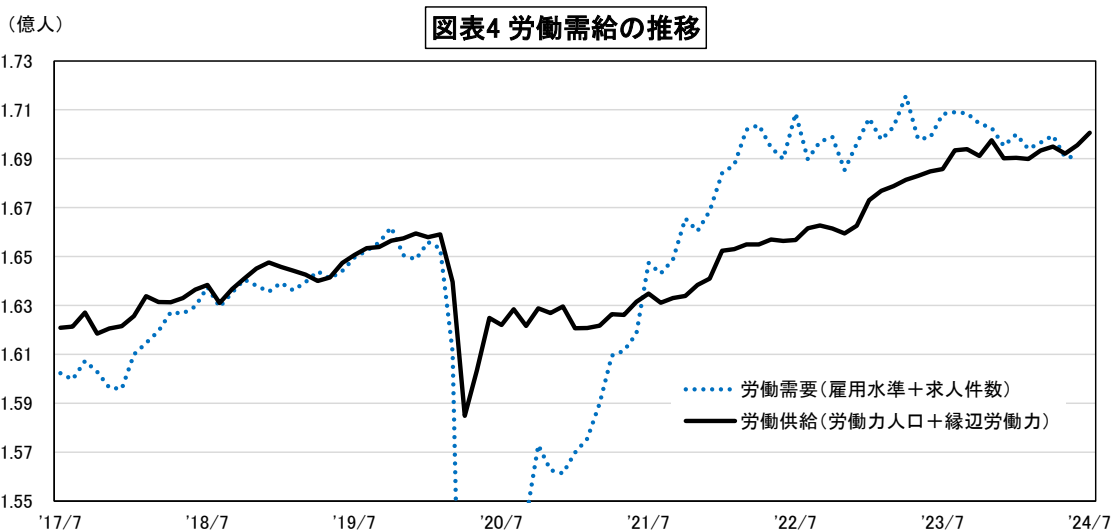
7月の非農業部門民間平均時給は前年比3.6%(前月比0.2%)、生産・非管理職の時給は同3.8%(同0.3%)の上昇といずれも前月から鈍化した。賃金上昇率は2%物価目標と概ね整合的な上昇率になったと考えられる。



6月の求人労働異動調査によると、求人数は前月からあまり変化がなく、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))も変わらずの4.9%、自発的な離職率は同0.1ポイント低下の2.1%となった。

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1.20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、6月は約1.69億人で需給が概ね一致した。7月については、労働供給の増加がうかがえる。



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、6月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.2%、サービス消費は同0.2%となり、全体としても同0.2%と2か月連続で増加した。7月の小売売上高(総合)は同1.0%、サイバー攻撃などで振れ幅が大きかった自動車・部品を除く区分でみると同0.4%となり、堅調に推移したといえる。

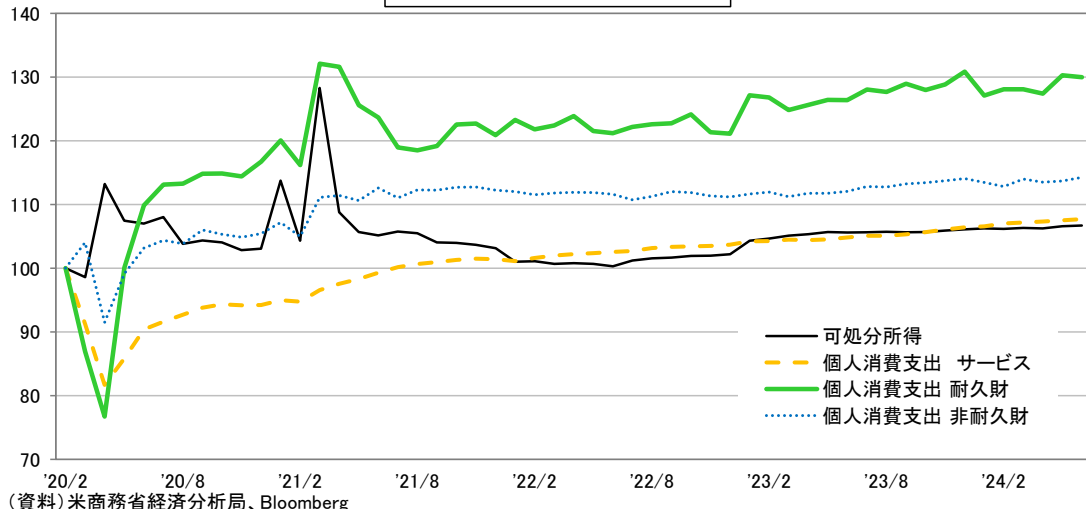
7月25日に公表された4～6月期GDP(速報値)をみると、個人消費支出は前期比年率2.3%と23年の伸び率(年率2.2%)を上回る伸びを示した。金融引き締めが続く中でも個人消費が底堅く推移していることがうかがえる。

こうしたなか、8月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、4か月連続であまり変化がなかった。8月は大統領選関連の報告が多く、なかでも経済面については消費者の41%がハリス候補(民主党)の方が良いと考えており、トランプ候補(共和党)を選んだ割合は38%となった。以前は、トランプ候補がバイデン候補を5ポイント上回っていたため、評価が変わったといえそうだ。

また、現時点ではインフレ率の安定を予想する消費者であっても、大統領選挙が焦点となるにつれ、インフレ期待が変化する可能性があるとも報告された。

(20年2月=100)

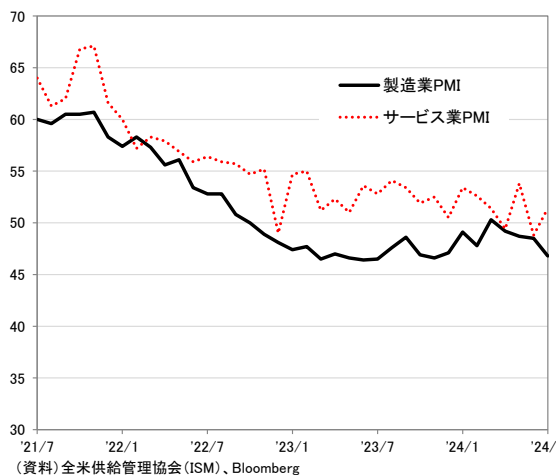
図表5 個人消費支出の推移



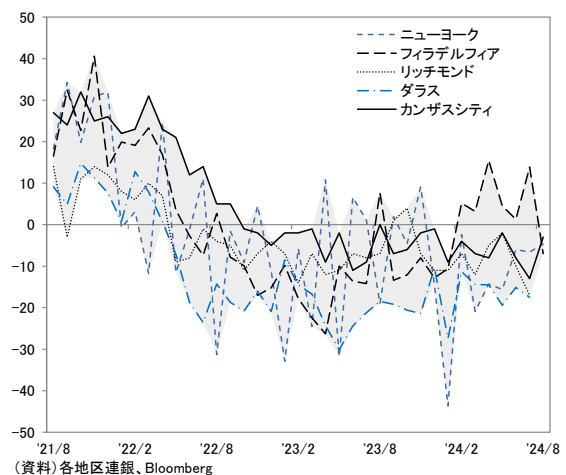
まちまちな動きとなった7月のISM指数

ISM 指数を確認すると、7月のISM 製造業指数は、前月から▲1.7ポイントの46.8%と、判断基準となる50%を4か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス指数は、前月から+2.6ポイントの51.4%と、判断基準となる50%を3か月ぶりに上回った。7月のISM 指数は製造業とサービス業で異なる動きとなり、4月以降のデータで確認されつつある景気鈍化が一様ではない可能性が示唆された。

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



利下げ開始を織り込ませる動き

8月21日に公表された7月FOMCの議事要旨では、大半のFOMC参加者は、もしデータが予想通りであれば、次回の会合で政策を緩和するのが適切であろうとの見解を示したことが明らかとなった。9月FOMC(17、18日)での利下げを織り込ませる内容といえる。

インフレ見通しについては、FOMC参加者は最近のデータか

景気の先行き：ソフトランディングに向けた動きが継続

長期金利：横ばいでの推移を予想

ら、「インフレが持続的に 2%に向かっているとの確信を強めた」と記された。また、ほぼすべての参加者は、最近のインフレ率の鈍化をもたらした要因が、今後数か月にわたりインフレ率に下押し圧力をかけ続ける可能性が高いとの見方を示した。加えて、多くの参加者は、労働市場の需給が改善するにつれて労働コストの伸びが緩やかになっていることが、特に非住宅サービス価格のデフインフレに引き続き寄与するだろうと指摘した。

こうしたなかパウエル FRB 議長は 23 日、カンザスシティ連銀が主催する経済シンポジウムであるジャクソンホール会議にて、「政策調整の時が来た。方向性は明確であり、利下げの時期とペースは今後発表されるデータ、変化する見通し、リスクのバランスによって決まる」と述べ、利下げが間もなく開始されることを示唆した。

さて、景気の先行きを考えると、雇用増加ペースの鈍化や過剰貯蓄の減少、カードローン遅延率の上昇、金融引き締めなど個人消費に対する下押し圧力は多く指摘されてはいるものの、個人消費は堅調に推移している。先行きについても、利下げに伴いそうした下押し圧力のいくつかは和らぐことから、現時点では個人消費が底割れすることはなさそうだ。

8 月入り後は、FOMC 参加者の労働市場に対する警戒感がやや高まり、実際に労働市場の弱含みが確認されれば利下げペースを速めて、一段の落ち込みを回避することになるだろう。なお足元では、4~6 月期 GDP 成長率（速報値）が前期比年率 2.8%と高いこともあり、直ちに金融緩和が必要な状況ではない。

全体としては、コロナ禍の様々な需給の不一致が解消されつつあるなか、米国経済は 2%物価目標と 2%程度の潜在成長率へ回帰する動き（＝ソフトランディング）が続くと見込まれる。

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。

8月に入ると、雇用統計(2日)が軟調だったことなどから、米景気に対する悲観的な見方が強まり、長期金利は前日から19bp低下の3.79%と23年末以来の水準となった。その後は、そうした見方が弱まるにつれて長期金利も上昇し、8日は4%を上回る場面もみられた。14日に発表された消費者物価指数が概ね事前予想通りだったことに加えて、7月FOMC議事要旨(21日)やパウエル議長の講演(23日)などから、9月FOMCでの利下げ開始がほぼ確定的となるにつれて、長期金利は低下基調で推移した。足元では再び3.8%前後での推移となっている。

先行きについては、利下げペースに関する見通しが材料となるだろう。足元では25年末時点で累計200~250bpの利下げが織り込まれているが、FOMC参加者が考える利下げ見通しより利下げの織り込み幅が大きい可能性が高く、結果として長期金利の低下は一旦止まり、横ばいで推移すると予想する。



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、主要株価指数が最高値を更新した。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った。

ハリス民主党候補 がリード

8月入り後は、弱含んだ雇用統計を背景にダウ平均は一時38,000ドル台半ばまで下げたものの、長期金利の低下や、米景気の先行きに対する不安が弱まったことなどから、足元では決算発表を消化するなかで上昇傾向となっている。

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%台前半～半ばとなっており、好調さが続く予想されている。また、低位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。もっとも、目先は28日に決算を発表する半導体大手エヌビディアに注目することになりそうだ。

最後に、11月5日に予定されている米大統領選に向けての動きを確認すると、8月入り後は民主党のハリス候補が共和党のトランプ候補を、多くの世論調査にて小幅にリードする展開となっている。

ハリス候補は、扶養控除の拡大や40万ドル未満の所得者への減税維持、便乗値上げ禁止などを通じて、低・中所者の生活を改善する政策を強調している。そのための財源としては、法人税率を現行の21%から28%へ引き上げることや、1億ドル以上の資産を持つ富裕層に対して含み益へ25%課税すること、課税所得が100万ドルを超え、投資所得が40万ドルを超える個人の投資所得に対して44.6%のキャピタルゲイン税を適用することなどが報道されている。こうした一連の増税案は、大規模な減税を掲げるトランプ候補とは一線を画すといえる。

もっとも、両候補とも具体的な政策論争というよりは、人柄などのイメージ戦略を重視している面も強く、大統領に就任した場合でも、こうした政策の実行性は未知数だろう。なお、両者初となるテレビ討論会が9月10日に予定されている。

(24.8.27 現在)