

## 加速ぎみのコアインフレ率

### ～大統領選を控え不確実な景気見通し～

佐古佳史

#### 要旨

11月5日に米大統領選を控えるなか、10月半ば以降は、接戦ながらも共和党のトランプ候補が優勢との分析が多くみられる。また、共和党が上下両院で過半数を獲得する可能性も浮上している。このため、財政悪化や関税率の引き上げに伴うインフレ率の加速などが予想され、長期金利には上昇圧力が加わった。

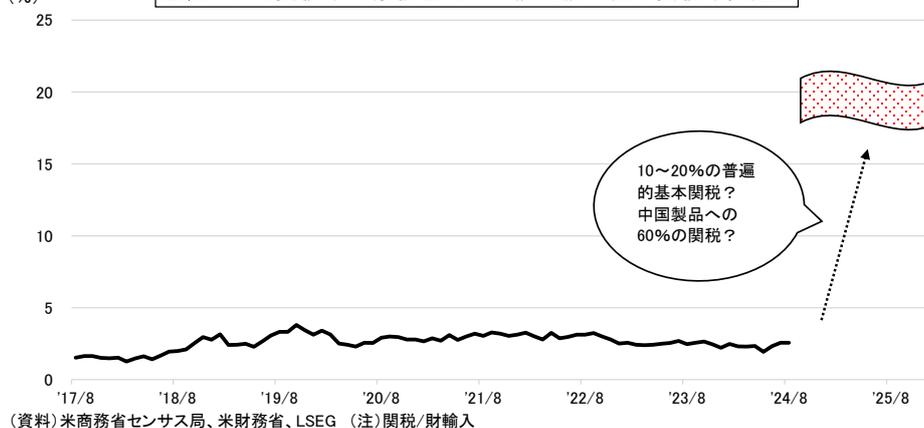
足元の経済指標をみると、各月ごとのぶれはあるものの、労働市場は減速傾向で推移している一方で、コアインフレ率は再加速したと判断できる。このため、利下げペースは9月FOMC後に公表された見通しから加速するとは考えづらく、大統領選前の現時点では利下げ見通しを大きく変更する必要はなさそうだ。

#### 接戦ながらも、トランプ候補が優勢とみられる大統領選

11月5日に米大統領選を控えるなか、最新の世論調査や選挙予想では、選挙結果を左右するいくつかの激戦州において共和党のトランプ候補が民主党のハリス候補をわずかにリードしているとの分析が多くみられる。また、あわせて行われる上下院の選挙においても、共和党が両院で過半数を獲得する可能性が浮上している。

トランプ候補が勝利した場合は、新たな減税政策などから生じる財政悪化や、関税率の引き上げに伴うインフレ率の加速などが予想される。こうした背景もあり、トランプ候補の優勢が伝わった10月半ば以降の米10年債利回りは20bp程度上昇し、足元では4.2%前後で推移している。

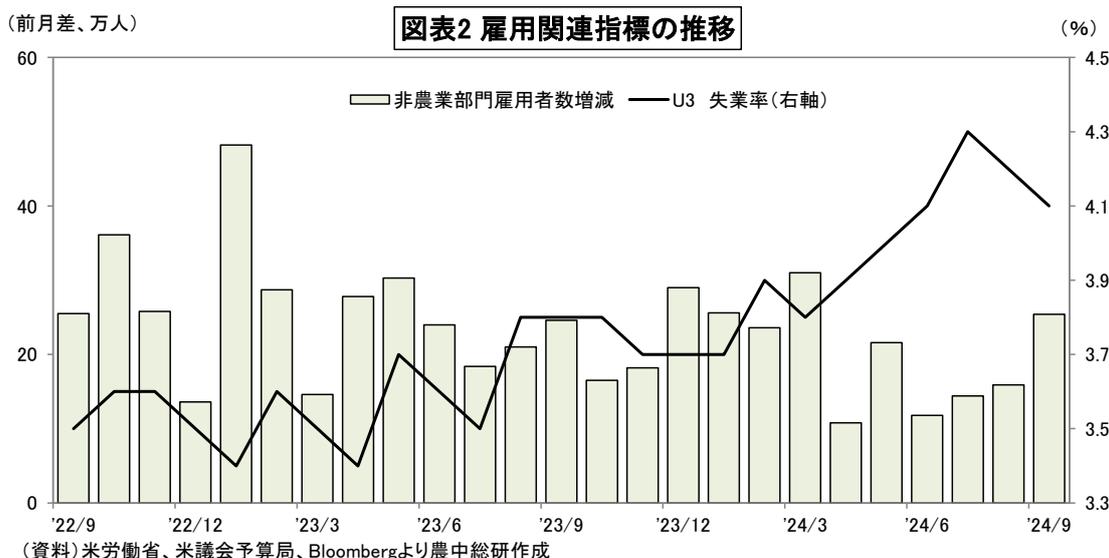
図表1 平均関税率の推移とトランプ候補勝利後の関税率見通し



## 全体としては、減速傾向が続く労働市場

9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25.4万人増（事業所調査）、足元3か月平均は18.6万人増と雇用増加ペースは加速した。一方で、9月の失業率は前月から0.1ポイント低下の4.1%となった。

こうしたなか、9月の非農業部門民間平均時給は前年比4.0%（前月比0.4%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.3%）の上昇といずれも前月からほぼ変わらなかった。賃金上昇率は2%物価目標と整合的な上昇率よりはやや高いと思われる。



求人数と失業者数の比率をみると、8月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.13倍の求人が確認され、コロナ前の水準（1.2倍程度）を下回る状態が続いている。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、足元では労働需要が頭打ちとなっている。

単月の振れ幅は大きいものの、全体としては労働市場の減速傾向が続いていると判断できる。なお、ハリケーンやストライキの影響から11月1日に発表される10月分の雇用統計では、雇用者数の増加ペースが減速すると見込まれている。

図表3 求人・失業者倍率の推移

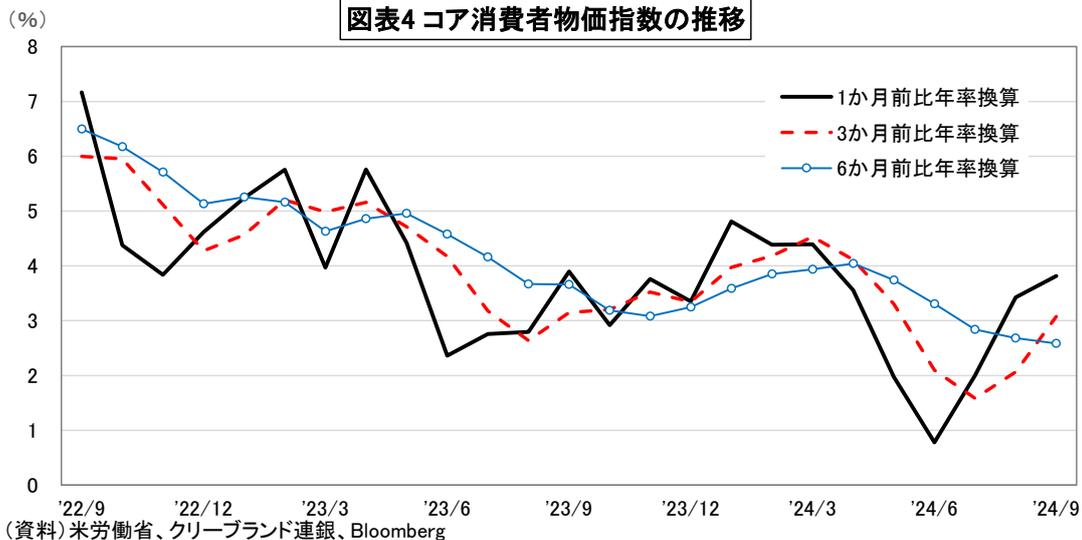


再加速しているコアインフレ率

インフレ関連統計を確認すると、9月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比2.4%(前月比は0.2%)、食料とエネルギーを除くコアは同3.3%(同0.3%)となり、総合でみると約3年半ぶりの小幅な伸びにとどまったことでインフレ率の鈍化が確認された。もっとも、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、9月はそれぞれ3.8%、3.1%、2.6%となり、24年半ばに鈍化傾向が強まったものの、最近では再加速しており注意が必要だろう。

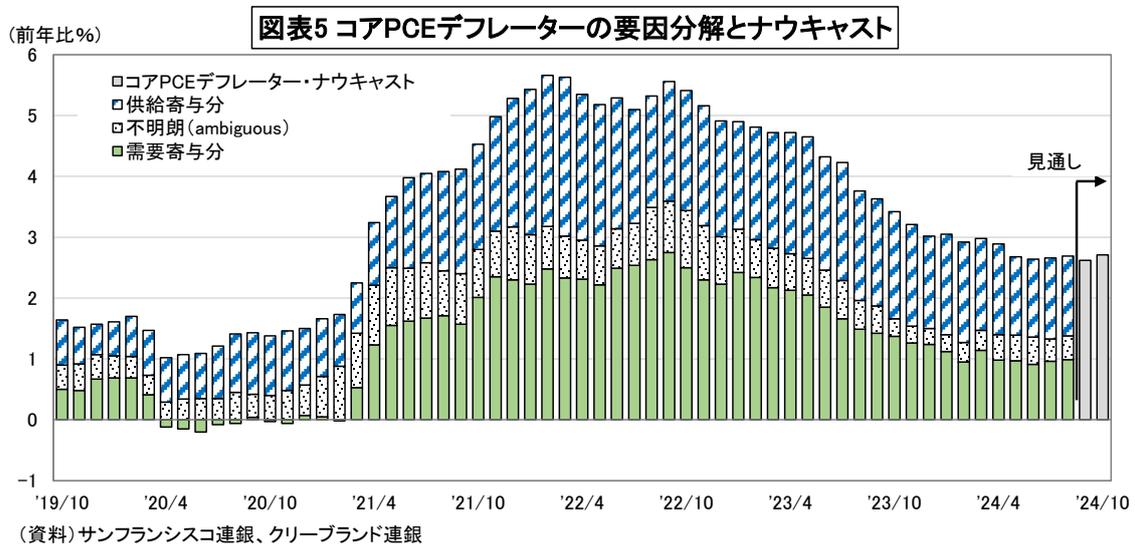
また、9月の生産者物価指数(PPI、最終需要区分)の動きを確認すると、総合は前年比1.8%(前月比0.0%)、食料・エネルギー・輸送を除いた区分であるコアは同3.2%(同0.1%)と鈍化したものの、下げ渋りとなっている。

図表4 コア消費者物価指数の推移



8月のコアPCEデフレーターは前月から+0.1ポイントの前年比2.7%（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2.7%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が、CPIとPPIの動きからは、再加速が見込まれる。

10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前月から変わらずの2.7%、長期期待インフレ率は▲0.1ポイントの3.0%となった。コロナ前と比較して、1年先期待インフレは同程度、長期期待インフレ率はやや高い水準にある。



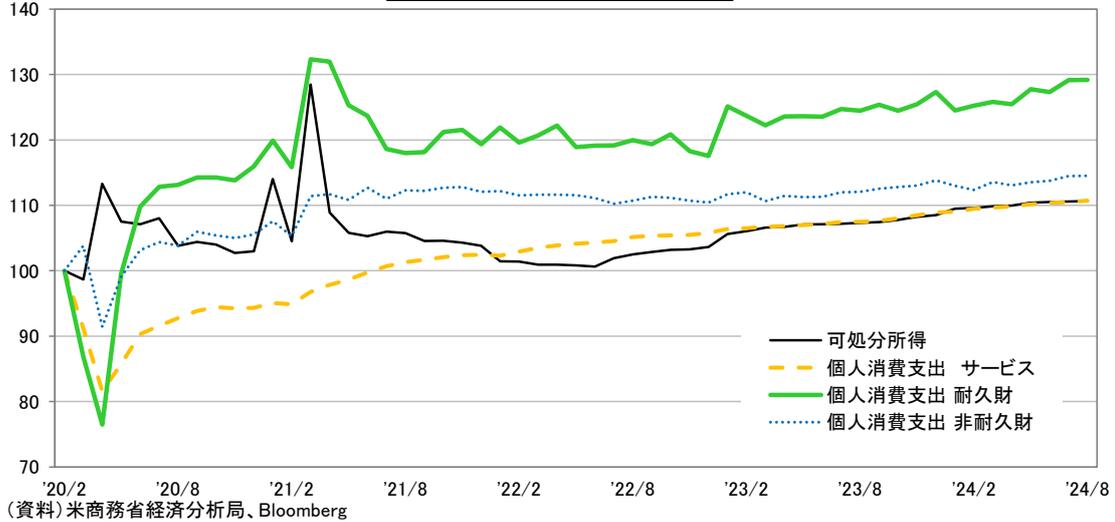
## 堅調さが続く個人消費

個人消費をみると、8月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.0%、サービス消費は同0.2%となり全体としては同0.1%と7月の同0.4%から鈍化した。また、9月の小売売上高（総合）は同0.4%となり、実質値では0.2%程度の伸びと考えられる。個人消費は底堅く推移しているといえるだろう。

なお、10月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、金利低下から耐久消費財の購買状況が緩やかに改善したことなどを背景に、3か月連続での上昇となった。

(20年2月=100)

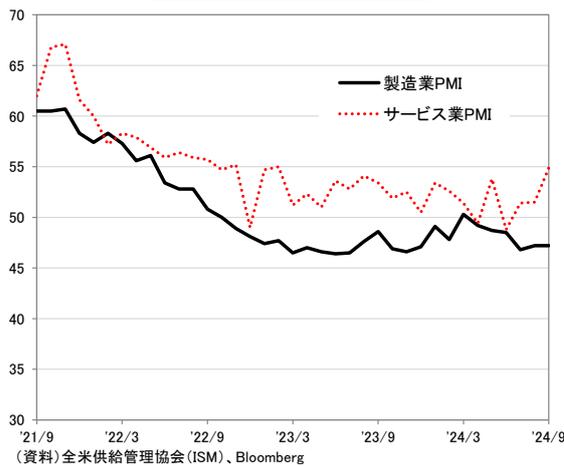
図表6 個人消費支出の推移



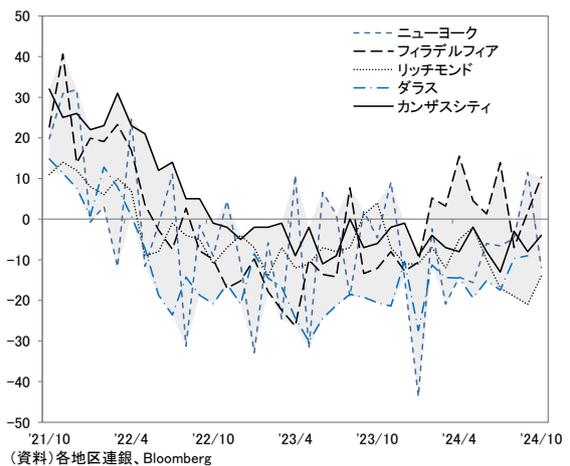
ISM 指数はサービス業の堅調さを示唆

ISM 指数を確認すると、9月のISM製造業指数は、前月から変わらずの47.2%と、判断基準となる50%を6か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス業指数は、前月から+3.4ポイントの54.9%と1年半ぶりの高水準となった。7月以降のISM指数は製造業とサービス業で異なる方向感を示したが、足元ではサービス業での堅調さが示唆されている。なお、製造業、サービス業とも9月の雇用指数は縮小傾向となり、製造業価格指数は低下傾向を示した。

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



景気の先行き：ソフトランディングに向けた動きが継続

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、米国民の資産増加ペースが速いこともあり、個人消費は堅調に

**長期金利：選挙結果次第の展開で不確実性が高い**

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とは考えづらい。

全体としては、コロナ禍の下での様々な需給の不一致が解消されつつあるなか、今後も適切に利下げを続けることで、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。ISM サービス業景況指数など一部には堅調な指標も確認されるものの、労働市場の需給状況から考えれば米国景気の減速傾向が続いていると判断してよいだろう。一方で、コアインフレ率が再加速していることから、利下げペースが加速することは現時点では考えづらい。

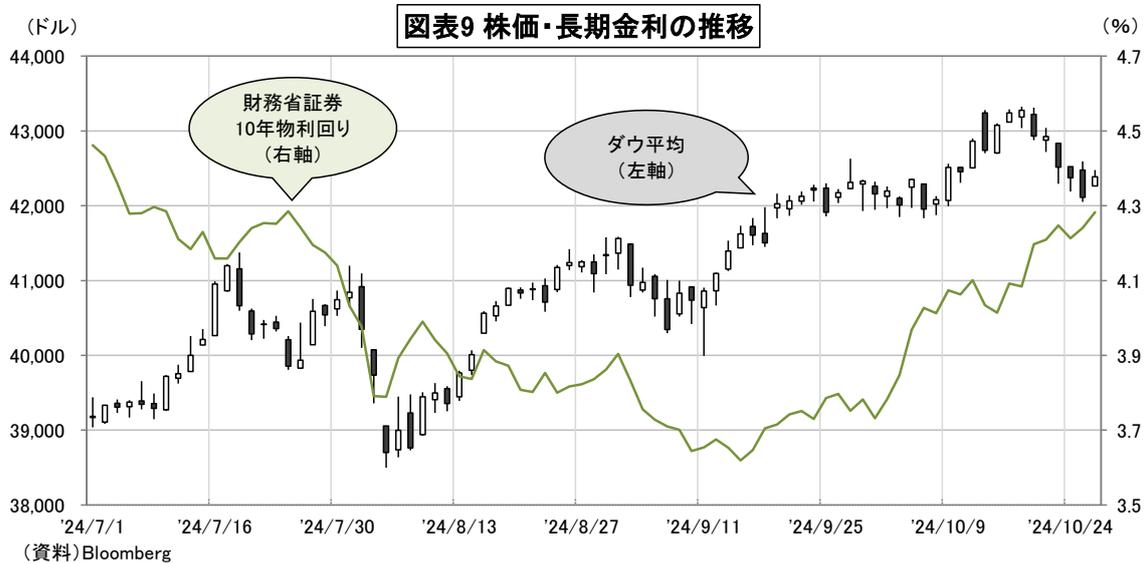
以上から、10月末時点での利下げペースの見通しとしては、9月FOMCで公表されたペース(24年末時点で4.25~4.50%、25年末時点で3.25~3.50%)から大きく変更する必要はないと思われる。ただし、11月5日の米大統領選などの結果とそれに伴う経済政策の変更、FRBへの圧力の有無などから、経済見通しを大幅に修正する必要が生じる可能性はありそうだ。

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では、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、米長期金利(10年債利回り)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ったことから概ね3.8%台での推移となった。9月前半は、軟調な経済指標が確認されたことから長期金利は低下傾向で推移していたが、底堅い経済指標や9月FOMCでリスクセンチメントが改善したことを受け、17日以降は上昇傾向となり、9月末にかけて3.7%台前半から半ばでの推移となった。

10月前半は、堅調な経済指標を受け、大幅利下げ観測が後退したことなどから、7日の長期金利は約2か月ぶりに4.0%を上回った。10月半ば以降は、冒頭でも述べた通り大統領選においてトランプ候補の勝利予想が高まったことなどから長期金利は約20bp上昇し足元では4.2%台での推移となっている。

先行きについても選挙結果に左右され、トランプ候補が勝利した場合は短期的には長期金利の上昇が予想され、ハリス候補勝利時は一旦利回りが低下するとみられるものの、上下院の議

席数なども影響すると考えられるため、現時点では不確実性が非常に高い。



### 株式市場：上昇傾向が続くと予想

株式市場では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、決算発表を消化するなかで上昇傾向となった。28日のエヌビディアの決算で公表された8～10月の売上高見通しが、市場予想並みの水準となったことが売り材料となり、9月入り後もダウ平均は下落傾向となった。9月半ば以降は長期金利の低下や好決算を反映して再度上昇傾向となり、10月18日のダウ平均は終値で43,275.91ドルと史上最高値を更新した。その後は小幅に反落している。

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が前年比10%台半ばとなっており、好調さが続くことが予想されている。また、トランプ候補の勝利時は減税政策、ハリス候補の勝利時は長期金利の低下などが好材料視されるため、大統領選通過後もゆるやかな上昇傾向が続くと思われる。

(24.10.28 現在)