米国経済金融

不確実性が高い中でも底堅い労働市場

～様子見姿勢を継続した 6 月 FOMC～

佐古佳史

要旨

関税をめぐる不確実性は依然として高いものの、労働市場は底堅く推移している。また、関税の価格転嫁は 5 月のデータからは確認されておらず、今後データを注視することになるだろう。

減税・歳出法案（トランプ減税法案）は、現在上院の財政委員会で審議中であり、7 月 4 日の独立記念日までの成立が予想される。

6 月 17、18 日にかけて開催された FOMC では、政策金利の据え置きが決定され、関税の影響を適切に評価するためにデータを待つ必要性があることから、様子見姿勢の継続が示された。また、25 年内の 2 回利下げが維持された。ドット・プロットを確認すると、FOMC 参加者の政策金利見通しにばらつきがあることがうかがえる。

白物家電へ追加関税を賦課

トランプ政権は 23 日、洗濯機や冷蔵庫などの白物家電に対して、鉄鋼・アルミ関連製品との認識から、追加関税を課す方針を発表した。鉄鋼・アルミ製品には現在 50%の関税がかかっており、白物家電にも最大 50%の関税が賦課されることになる。トランプ政権は現在、日本、EU、カナダ、中国など各国と通商政策をめぐって交渉中となっている。

（財のみで計算した）4 月の平均関税率は 5.6%と 3 月の 2.4%から急上昇した。5 月以降も上昇が予想される。なお、後述の通り、関税の価格転嫁は 5 月のデータからは確認されていない。

図表1 平均関税率

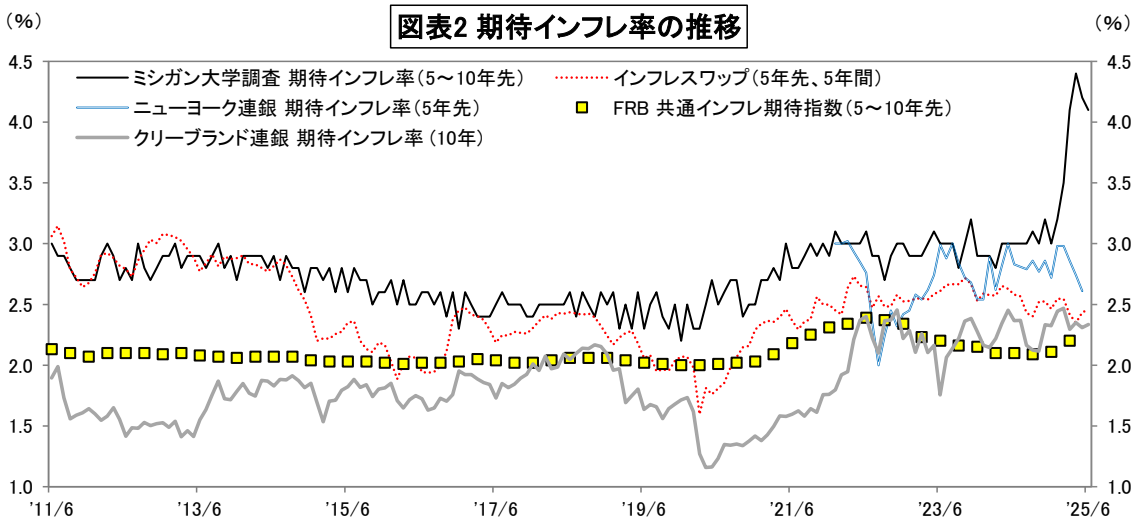
（資料）センサス局、財務省、LSEG

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

期待インフレ率の高止まりが一部にみられる

トランプ政権の関税政策を受け、期待インフレ率関連統計の一部が高止まりしている。貿易政策が来年もインフレ上昇に寄与する可能性があるとの見方が広がっていることを反映してミシガン大学調査（6 月、速報値）では、1 年先期待インフレ率と長期期待インフレ率はそれぞれ 5.1%、4.1%と、前回調査からは低下したものの高止まりしている。一方で、5 年と 10 年のブレーク・イーブン・インフレ率は安定的に推移しており、債券市場での長期期待インフレ率はアンカーされているといえる。

図表2 期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg （注）共通インフレ期待指数は四半期データ。

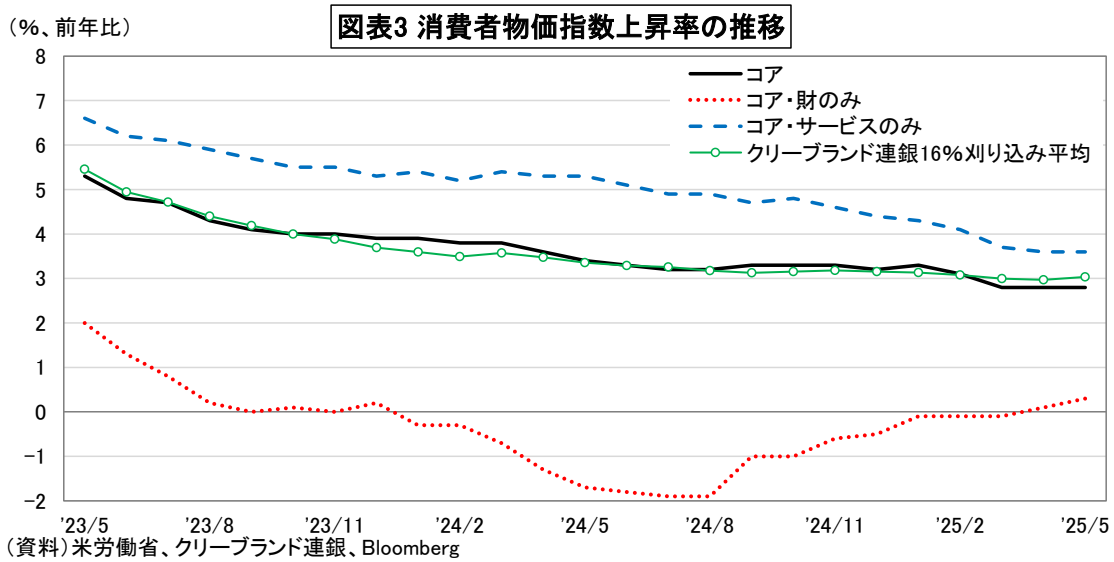
関税の価格転嫁はこれから

こうしたなか 5 月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比 2.4%（前月比は 0.1%）、食料とエネルギーを除くコアは同 2.8%（同 0.1%）となり、前月比でみればいずれも伸びは鈍化した。エネルギー価格が前月比▲1.0%と大幅に低下したほか、関税の影響を受けやすいと思われる、衣服と新車はそれぞれ同▲0.4%、同▲0.3%の低下となった。

6 月 4 日に公表された地区連銀経済報告（ベージュブック）によると、今後 3 か月以内に関税などによるコスト上昇を価格に転嫁する旨が報告されており、インフレ率の一時的な加速が予想される。関税の価格転嫁は 5 月の段階ではあまり確認されなかったといえる。

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3 消費者物価指数上昇率の推移



（資料）米労働省、クリーブランド連銀、Bloomberg

審議中のトランプ減税 2.0

5 月 22 日に米連邦議会下院で可決された減税・歳出法案は、現在上院の財政委員会で審議中となっている。トランプ大統領と共和党は 7 月 4 日の独立記念日までに同法案の成立を目指している。同法案には債務上限の引き上げも盛り込まれているため、連邦政府のデフォルトも回避される見通しとなっている。

Tax Foundation の 5 月 20 日の試算によると、同法案の GDP 押上効果は 0.6%とされ、関税による GDP 下押し効果を相殺する見込みとなっている。

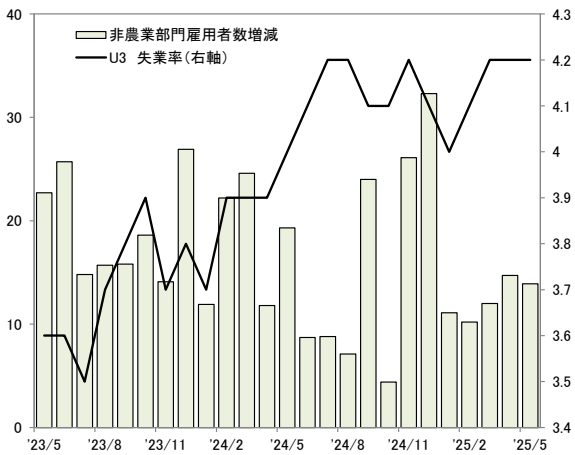
底堅さが維持されている労働市場

さて、足元の労働市場を確認してみると、全体としては、労働市場の底堅さが維持されていると判断してよいだろう。

非農業部門雇用者数は前月から 13.9 万人増（事業所調査）と 4 月の同 14.7 万人から小幅に減速した。3 か月平均では同 13.5 万人となった。失業率はかわらずの 4.2%と依然として低い。なお、6 月入り後の新規失業保険申請件数は小幅に上昇し 24 万件半ばでの推移となっている。

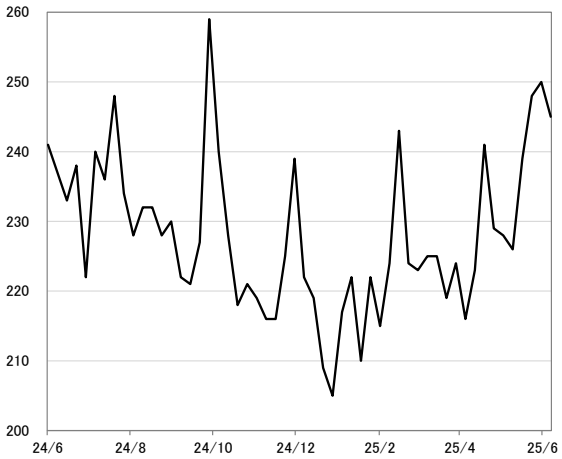
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

図表5 新規失業保険申請件数

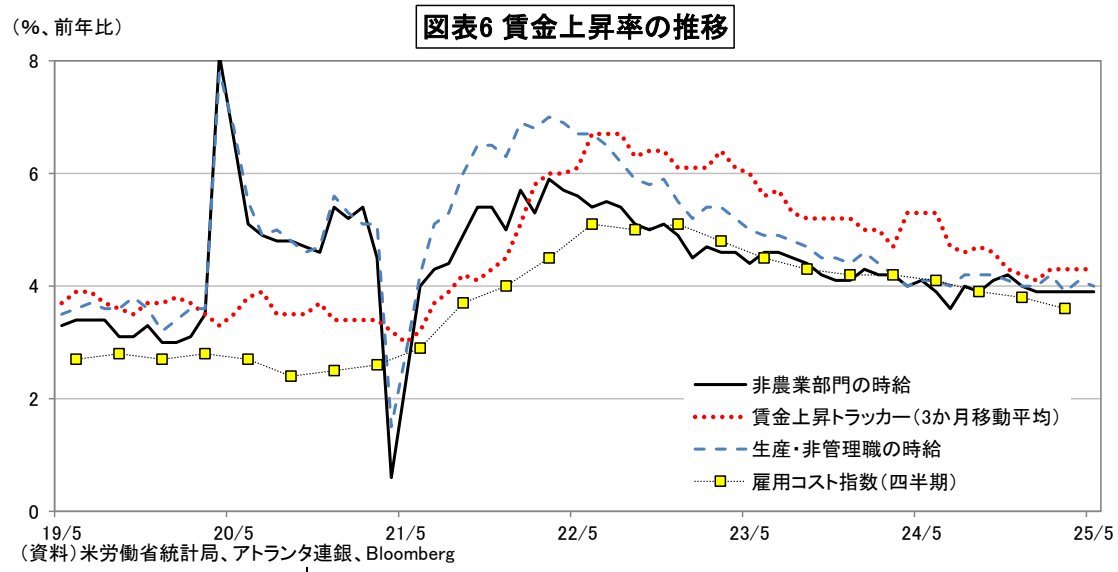


（資料）米労働省、Bloomberg

5月の平均時給は前年比3.9%（前月比0.4%）、生産・非管理職の時給は同4.0%（同0.4%）の上昇となり、4月から加速したものの、2%物価目標と整合的な上昇率の上限あたりと考えられる。

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1.03倍の求人が確認された。同比率はコロナ禍前の比率をやや下回っている。全体としては、労働市場の底堅さが維持されているといえる。

図表6 賃金上昇率の推移



（資料）米労働省統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

先行きは個人消費の下振れが見込まれる

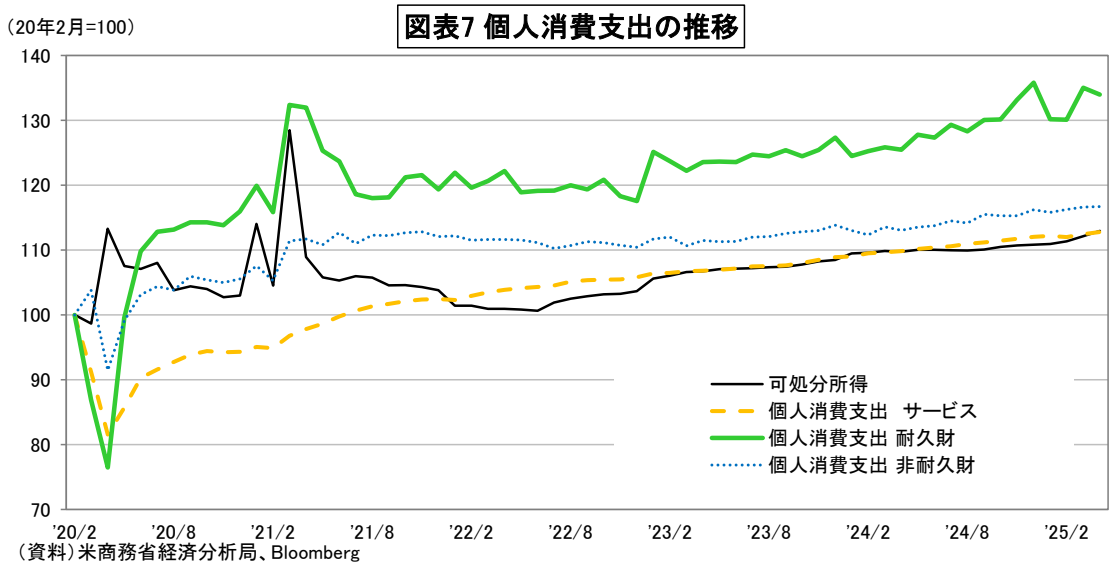
個人消費をみると、4月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比▲0.2%、サービス消費は同0.3%、全体としては同0.1%と同0.7%と大幅な伸びを示した3月から鈍化した。関税発表を受けた駆け込み消費の反動と思われる。また、5月の小売売上高（総合）は同▲0.9%と4月の同▲0.1%から一段と減少した。

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

自動車・部品は同▲3.5%、建築資材は同▲2.7%と減少幅が大きい。

関税をめぐる不確実性は高いものの、10%の基本関税に加えて中国製品への高い関税や 6 月 23 日からの白物家電に対する関税などが、個人消費には逆風となるだろう。

図表7 個人消費支出の推移



(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

製造業の縮小と価格上昇が継続

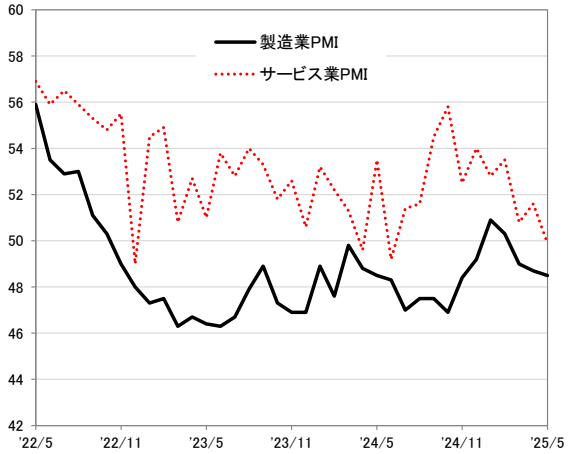
ISM 指数を確認すると、5 月の ISM 製造業指数は、前月から▲0.2 ポイントの 48.5%と、判断基準となる 50%を 3 か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同▲1.7 ポイントの 49.9%と約 1 年ぶりに判断基準となる 50%を下回った。

価格指数については、製造業が同▲0.4 ポイントの 69.4%、サービス業は同 3.6 ポイントの 68.7%となり、いずれも上昇傾向が継続している。

雇用指数については、製造業が同 0.3 ポイントの 46.8%と 4 か月連続で縮小傾向を示唆した。一方で、サービス業は同 1.7 ポイントの 50.7%と 3 か月ぶりに拡大傾向となった。

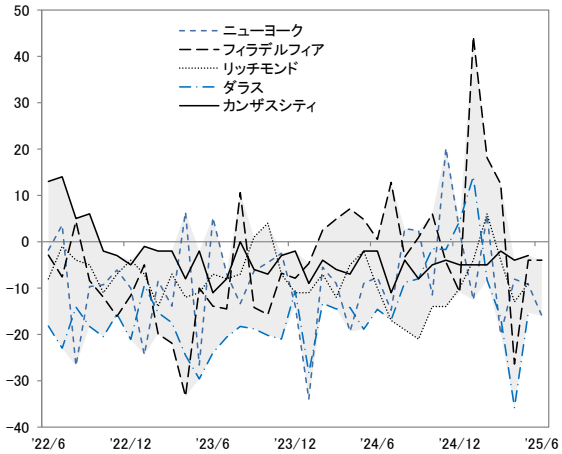
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表8 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表9 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

6月FOMCでは様子見姿勢を維持

6月17、18日にかけて開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利の誘導目標を4.25～4.50％で据え置くことが決定された。声明文は5月FOMC時点と変わらず、失業率は低く、労働市場は底堅く、インフレ率はやや高止まりしていると記された。

FOMC後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、関税の影響を反映して、経済成長率の見通しは下方修正、失業率とインフレ率の見通しは上方修正された。一方で、大勢見通しでは、政策金利見通しは変化がなかった。

発表されている統計に関税の影響があまり反映されていないことから、6月FOMCは様子見姿勢を維持する内容となった。このため、25年内の利下げ回数についてのドット・プロットの中央値や大勢見通しの政策金利見通しは、3月FOMC時点から変更がなかった。もっとも、政策金利見通しにはばらつきがあることがうかがえる。

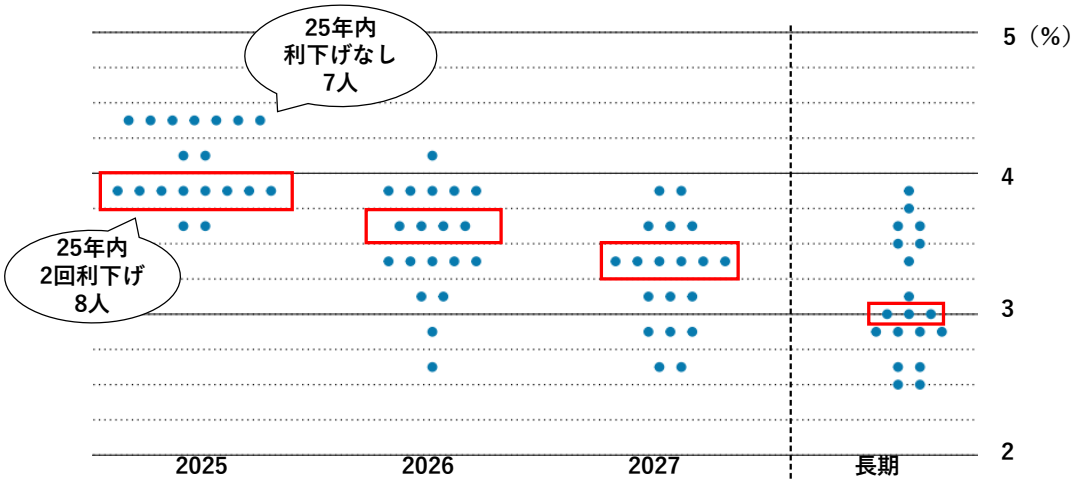
不確実性と見通し資料の関係

政策金利見通しを変更すると、資料の公表によってフォワードガイダンスを通じて金融政策として効果が生じるため、FRBとしては様子見していることにならない。このため、不確実性が高くデータを待つ観点からFRBが様子見したい場合は、見通しの重要な部分を大きく変更しづらくなる。例えば、「ドット・プロットの中央値を動かしづらい」といったようなバイアスがかかると思われる。このため私見では、不確実性が高まるとFRBの経済見通し資料の利用価値が低下する。換言すると、経済見通しに関する不確実性と、金融政策ツールとしてのフォワードガイダンスの相性が悪い。

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

同様の話題としてデイリー・サンフランシスコ連銀総裁は22日、「不確実性が高い時はフォワードガイダンスの公表を控えるべき」と述べた。おそらく、公表資料の将来的なあり方についてFRB内で検討されていると思われる。

図表10 ドット・プロット（6月FOMC時点）



（資料）FRB　2025年6月FOMC　（注）枠は中央値。

景気の先行き：底堅さが続く

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず関税については各国と交渉中ではあるものの、引き下げ方向で調整しているとみられることから、最終的には平均関税率が10%半ばから後半に落ち着き、大規模な対抗関税は課せられないとの想定が、現在のところ妥当と思われる。

こうした仮定の下で、関税率の経済効果についての一連の試算値から判断すると、GDP成長率の下押しは0.5ポイント程度と見積もられる。一方で、7月4日までの成立を目指している減税・歳出法案が早晩可決され、成長率については同程度の下支え効果があると見込まれることから、全体としては底堅い成長が期待できる。

インフレ率に関しては、関税の価格転嫁に加えて、減税政策とAI関連インフラ投資による総需要の拡大などが、どの程度インフレ率を押し上げるのか見極める必要があるものの、全体としては高止まりそうだ。夏場にかけては、関税の価格転嫁がどの程度進むのか見極めることとなるだろう。あわせて、特に長期の期待インフレ率が安定するかどうかにも関心が集まる。

筆者は、期待インフレ率の安定を重視する立場から、FRBは利下げについて慎重な姿勢を維持し、25年内の利下げは見送りになるのではないかと予想している。

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
https://www.nochuri.co.jp

長期金利：材料が多く、方向感を欠く展開を予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では5月入り後、利下げ観測の後退や米英合意（8日）、米中合意（12日）、ムーディーズによる米債格下げ（16日）、税制改革法案が財政赤字拡大につながることへの警戒などから、米長期金利（10年債利回り）は4月末と比べて25bp程度の上昇となった。

6月入り後は、雇用統計（6日）への警戒感から、長期金利は一旦4.35%へ低下したが、労働市場の堅調さが確認されたことで4.5%台へ再度上昇した。その後は低下傾向となったが、13日にイスラエルがイランを攻撃すると、インフレ加速懸念などから小幅に上昇した。17日以降は、米国がイランとの戦争に関与することへの警戒感からリスクオフの動きが強まり利回りは低下傾向となった。また、FOMC参加者からの早期利下げ発言も利回り低下の材料となった。24日はイランとイスラエルの停戦への期待を背景に原油価格が低下したことなどから利回りは低下し、4.3%を下回った。

先行きについては、7月前半に可決される見込みのトランプ減税案と財政赤字拡大幅についての評価が注目点といえる。加えて、関税交渉や相互関税についての新たな発表、インフレ統計、中東情勢など多くの材料が交錯することから米長期金利は引き続き方向感を欠く展開を予想する。もっとも、FRBが利下げを急がない姿勢を示していることから、利回りの低下余地は限定的と思われる。

図表11 株価・長期金利の推移

（資料）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

株式市場：上値が重い

株式市場では、トランプ政権による4月2日の相互関税発表で大幅に下落したのち、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが評価され株価は徐々に上昇し5月12日のダウ平均は終値で42,000ドル半ばまで回復した。以降は、長期金利の高止まりや通商政策をめぐる不確実性、利下げ再開時期に関する思惑、中東情勢の悪化など様々な材料が交錯するなか、上値の重い展開が続いている。こうしたなか、24日は中東情勢についての楽観的な見方が広がったことから、主要株価指数は大幅に上昇し、ダウ平均は43,000ドルを終値で回復した。

先行きについては、長期金利の高止まりが懸念材料であることに加えて、S&P500採用企業の収益見通しが前年比1桁台後半へと下方修正されたことなどから、引き続き上値の重い展開が続きそうだ。

（25.6.24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