

労働市場への警戒感が強まった

～FRBは9月FOMCにて利下げする見込み～

佐古佳史

要旨

雇用統計が弱含んだことから、8月はこれまでの労働市場の底堅さに疑問が生じることとなった。こうしたなか、8月22日のジャクソンホール会議にてパウエルFRB議長は、慎重な姿勢を維持しながらも、9月FOMCでの利下げの可能性を示唆した。

8月7日から新たな相互関税が実施されることとなり、24年の輸入で加重平均を計算すると相互関税率は24%と見積られる。7月分の生産者物価指数が急上昇したことから、関税の影響が反映されたと考えられる。今後、消費者物価に波及するかどうか、要注目といえるだろう。

景気の先行きについては、関税による下押しはあるものの、減税・歳出法案による景気拡大効果が徐々に強まっていくと見込まれる。このため、景気が底割れするとは考えづらい。

ジャクソンホール会議にて、慎重ながら利下げを示唆したパウエルFRB議長

7月分の雇用統計が弱含んだことや、5、6月のデータの改定幅が大きかったことなどから、8月はこれまでの労働市場の底堅さに疑問が生じることとなった。こうしたなかで迎えた8月22日のジャクソンホール会議について、最初に振り返りたい。

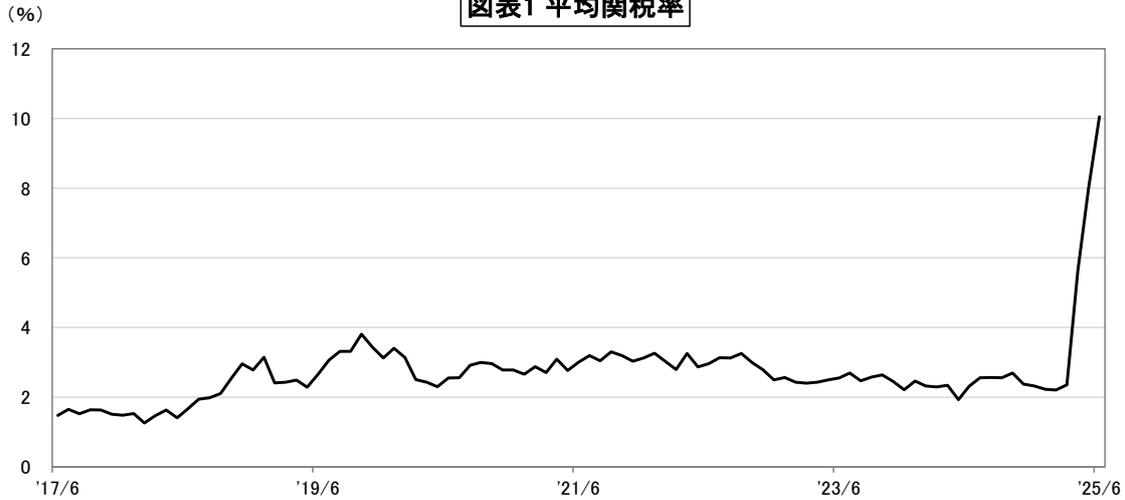
パウエルFRB議長は22日、ジャクソンホール会議で講演し、①失業率は低いが、移民制限と関税による不確実性の高まりを背景に、労働市場は需給双方とも著しく減速していること、②雇用に対する下振れリスクが高まった可能性、③関税が持続的なインフレ高進を誘発する可能性などについて言及した。こうした発言からは、インフレ率の上振れと雇用の減速という難しい状況ではあるものの、9月FOMC（16～17日）での利下げの可能性を示唆する形となった。

また、人口動態や生産性などの変化を反映して中立金利が2010年代よりも高まった可能性もあわせて指摘されたことから、政策金利の落ち着きどころは、以前より高くなるかもしれない。

8月7日から賦課された新たな相互関税

続いてトランプ関税の動きをみると、各国との交渉とディールを反映して、8月7日から新たな相互関税が実施されることとなった。24年の輸入で加重平均を計算すると相互関税率は24%となり、物価上昇につながることは自明だろう。

図表1 平均関税率

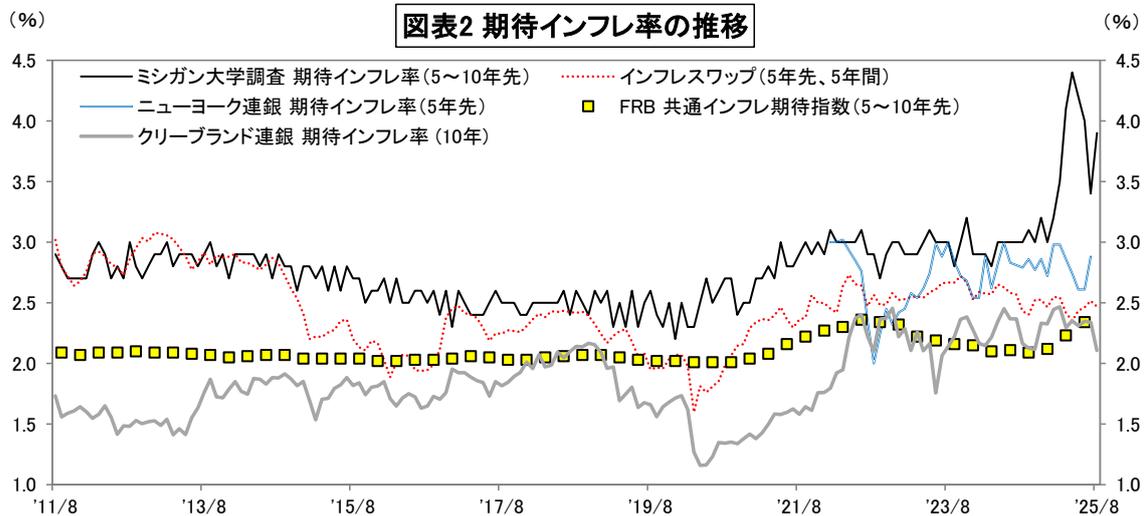


(資料)センサス局、財務省、LSEG

不安定な期待インフレ率

期待インフレ率の動きを確認すると、7月のニューヨーク連銀調査では、1年先と5年先が3.1%、2.9%といずれも上昇し、3年先は変わらずの3.0%となった。また、8月のミシガン大学調査(速報値)では、1年先と長期が4.9%、3.9%といずれも上昇した。期待インフレ率の振れ幅が大きく、不安定な状態が続いている。

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。

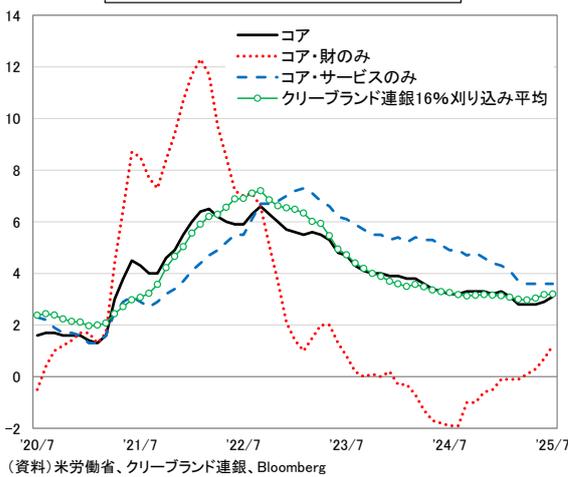
関税の影響が反映された生産者物価指数

7月のインフレ関連統計を確認すると、消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比2.7%(前月比0.2%)、食料とエネルギーを除くコアが同3.1%(同0.3%)となった。前年比でみると、多くの区分で横ばいまたは加速となっている。

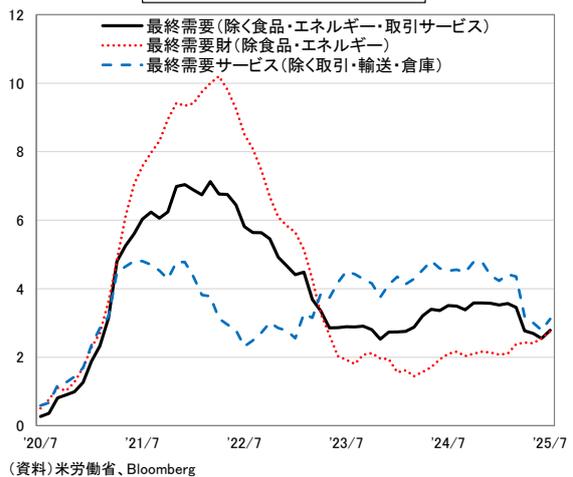
生産者物価指数(PPI、最終需要区分)の動きを確認すると、

総合は前年比 3.3% (同 0.9%)、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 2.8% (同 0.6%) となり、いずれも前月から大幅に加速した。内訳をみると、財 (除く食料・エネルギー) は前月比 0.7%、サービスは同 1.1% となり、いずれも関税の価格転嫁が進んでいると思われる。消費者物価に波及するか見極める必要があるだろう。

図表3 消費者物価指数上昇率の推移



図表4 生産者物価 最終需要

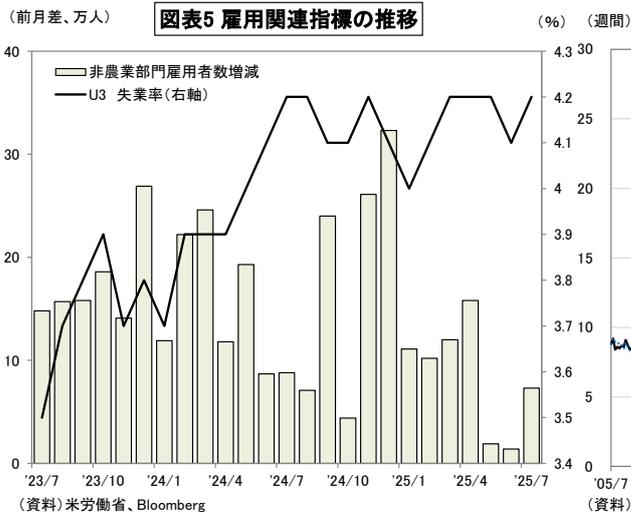


これまでの底堅さに疑問符がついた労働市場

さて、足元の労働市場を確認してみると、統計はまちまちとなっているものの、全体としてはこれまでの労働市場の底堅さに疑問符がついたといえる。

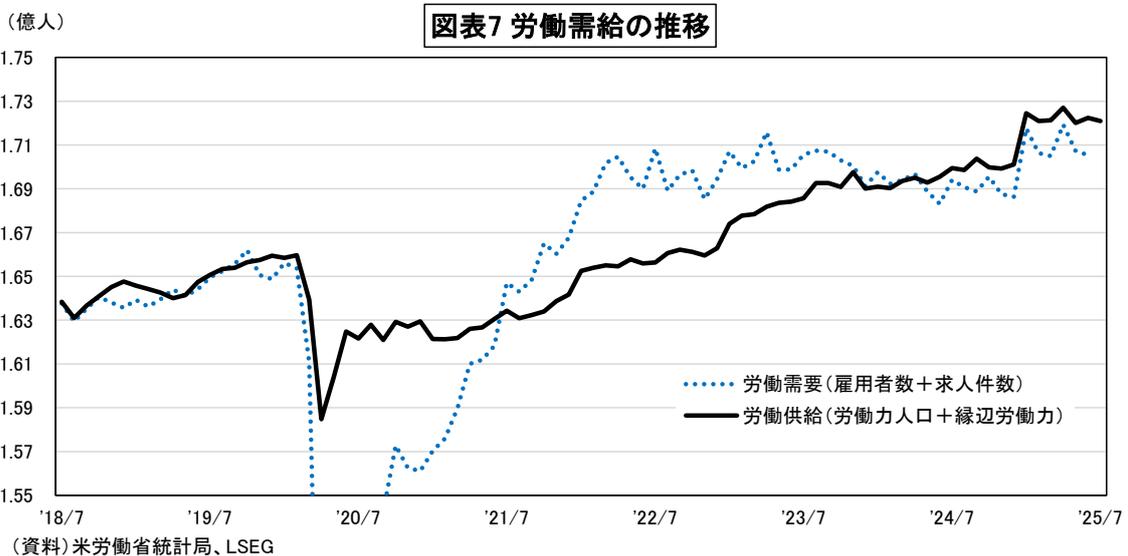
7月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から7.3万人増(事業所調査)と6月の同1.4万人から増加ペースが加速した。また、5、6月の雇用者数が合計25.8万人下方修正されたことで、3か月平均では同3.5万人と雇用増加ペースは非常に鈍い。

雇用増加ペースが鈍いなかでも、7月の失業率は前月から0.1ポイント上昇の4.2%と依然として低いといえる。とはいえ、失業期間の中央値と平均値の推移をみると、横ばいから上昇傾向となっており、労働市場が緩やかながら悪化している可能性が考えられる。



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1.06倍の求人が確認された。同比率は1年程度横ばいで推移している。

また、雇用者と求人件数の合計を労働需要、労働力人口と周辺労働力の合計を労働供給と考えると、足元では両者とも頭打ちとなっている。パウエルFRB議長が述べた労働需給の双方が著しく減速している状態かは判断が分かれそうだが、25年入り後は需給双方が頭打ちとなっている。



7月の平均時給は前年比3.9%（同0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.3%）の上昇となり、6月から小幅な変化にとどまった。また、4～6月期の雇用コスト指数は1～3月期から変わらずの同3.6%となり、いずれも2%物価目標と概ね整合的な上昇率といえる。

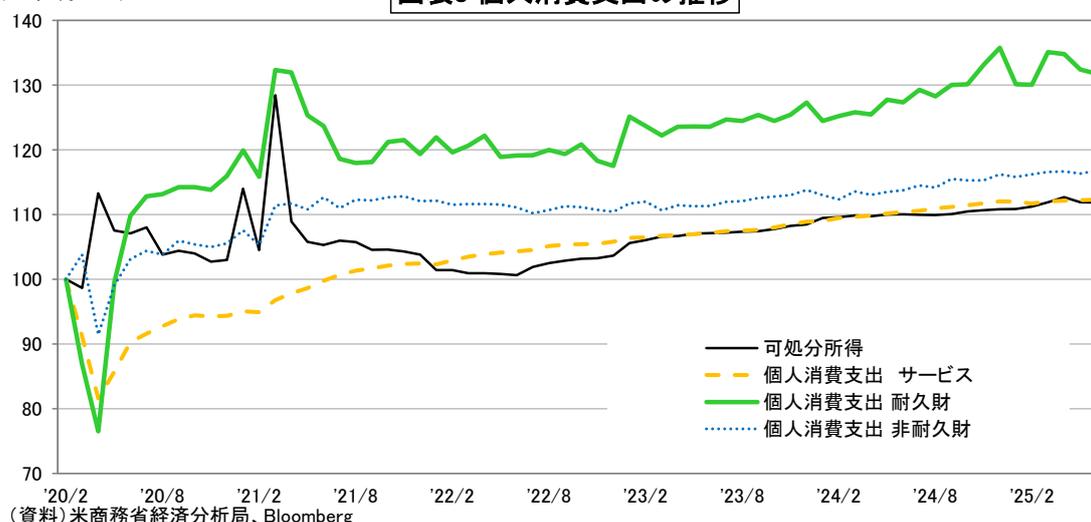
個人消費の回復ペースは鈍い

個人消費をみると、6月の実質個人消費支出のうち、財消費は前月比0.5%、サービス消費は同0.3%、全体としては同0.3%と5月か月連続で増加した。4～6月期の個人消費支出は前期比年率1.4%となり、1～3月の同0.5%からは加速したものの、回復ペースは鈍かった。4～6月期における所得の伸び悩みや、株価の調整が背景にあるだろう。

7月の小売売上高（総合、名目）は同0.5%と、6月の同0.9%に続いて高い伸びを示した。内訳をみると、自動車・部品が同1.6%、家具が同1.4%、建築資材が同▲0.9%となった。

(20年2月=100)

図表8 個人消費支出の推移

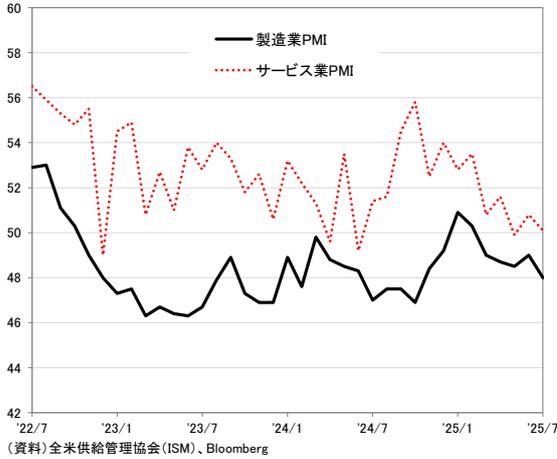


減速傾向の企業部門

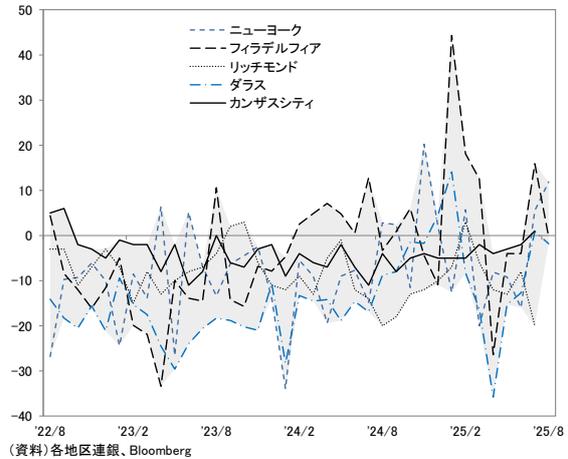
7月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲1.0ポイントの48.0%と、判断基準となる50%を5か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同▲0.7ポイントの50.1%とちょうど判断基準となる50%を上回った。

価格指数については、製造業が同▲4.9ポイントの64.8%、サービス業は同2.4ポイントの69.9%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▲1.6ポイントの43.4%と6か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同▲0.8ポイントの46.4%と2か月連続で縮小傾向となった。全体としては、景況指数が前月から低下したこともあり、米企業部門の景気は減速傾向のようだ。

図表9 ISM景況感指数の推移



図表10 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：景気拡張的な効果が強まる見込み

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平均関税率が20%程度まで上昇するが、大規模な対抗関税は回避できる見込みである。経済効果についての様々な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。

他方、Tax Foundationは減税・歳出法が25年にGDPを0.2ポイント、26年に1.2ポイント程度押し上げると試算している。特に関税の影響は見通しづらいものの、徐々に景気拡張的な効果が強まると見込まれる。このため、景気が底割れするとは考えづらい。

インフレ率については、関税と減税政策、AI関連インフラ投資などが上昇圧力となる。関税の価格転嫁は緩やかに進展すると見込まれており、25年のコアPCEデフレーターに対して、0.3ポイント程度の上昇圧力となりそうだ。

各業界の在庫・売上比率をみると、全ての流通段階で7~9月頃には相互関税前に仕入れた在庫が無くなると思われるため、関税の価格転嫁がどの程度進むのか見極める時期となる。

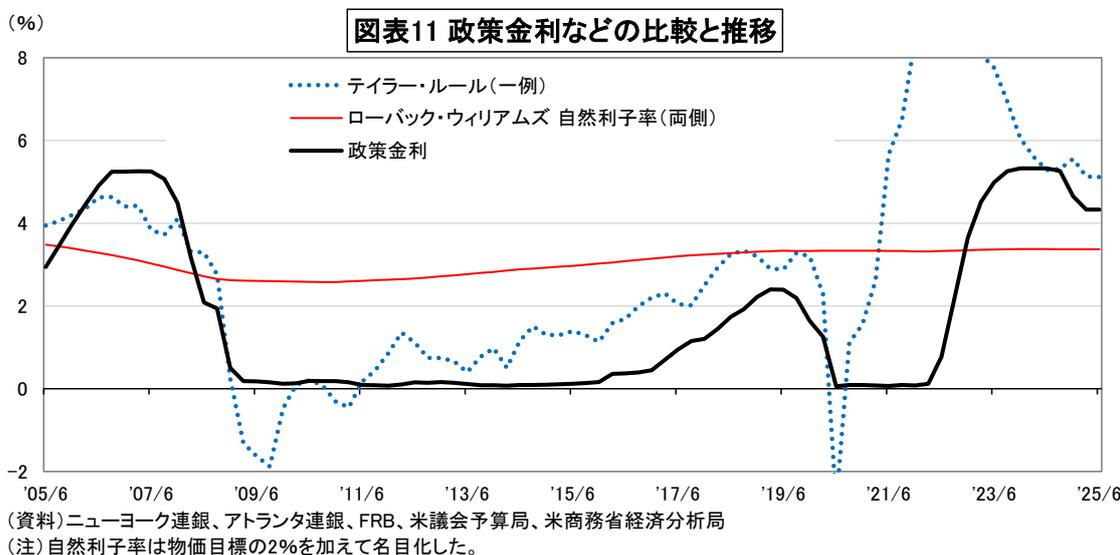
9月FOMCにて25bpの利下げが実施される見込み

利下げで対応すべき雇用の減速懸念と、金融引き締め of 長期化を正当化するインフレ率の高止まりを背景に、FRBは金融政策の難しいかじ取りを迫られている。データ次第であるため、利下げが既定路線とは断言できないものの、8月分の雇用統計でよほど大幅な雇用増が確認されない限りは、9月FOMCにて25bpの利下げが実施されると見込まれる。筆者はこの点について見通しを修正した。

一方で、インフレ率の高止まりの長期化が懸念されているこ

ともあり、9月 FOMC から新たな利下げサイクルが開始されることは思い難い。このため、25 年内の利下げは 9 月 FOMC での 1 回のみで、政策金利の小幅な調整にとどまりそうだ。26 年入り後の金融政策は、政治的な要因も絡み見通しづらい。

足元の動きを俯瞰的に捉えると、26 年 5 月以降の次期 FOMC 議長やミラン大統領経済諮問委員会委員長の理事就任（当初の予定では 26 年 1 月まで）、クック FRB 理事解任、地区連銀総裁人事への圧力強化など、トランプ政権は FRB の独立性を低下させる動きを継続している。一連の動きは、米国経済が 1970 年代のような高インフレ環境へ向かう契機となるかもしれない。



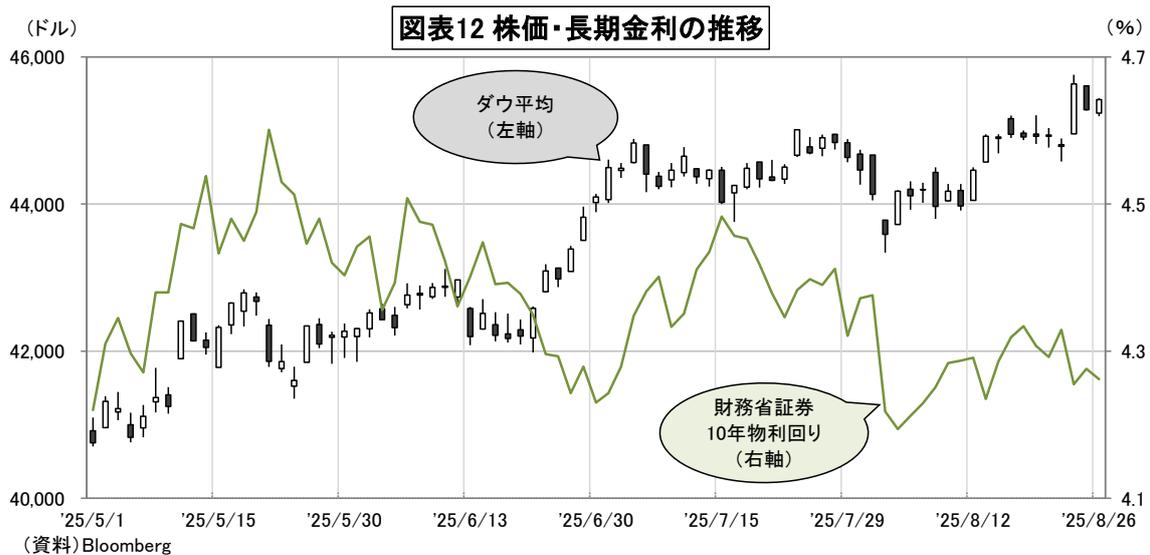
長期金利：引き続き利回りの低下余地は限定的

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 7 月入り後、減税・歳出法案を巡る財政懸念に加えて、底堅い内容となった雇用統計(3 日)、パウエル FRB 議長解任の可能性、小幅に上昇した CPI(15 日)、予想外に強い内容となった小売売上高(17 日)などが米長期金利(10 年債利回り)の上昇材料となり、7 月半ばにかけて 4.4%台後半で推移した。その後は 7 月 FOMC(29、30 日)を控えて様子見姿勢が強まるなかで、利回りは低下した。

8 月入り後は、雇用統計の大幅悪化(1 日)により長期金利は 16bp 低下した。翌営業日も低下し 4 日は 4.19%となった。その後は、10、30 年債入札が低調だったことや、生産者物価指数の急上昇(14 日)、ほぼ全ての FOMC 参加者が政策金利の据え置きが適切と考えていたことが公表された 7 月 FOMC 議事要旨(20 日)などから大幅な利下げ観測が後退し、21 日の長期金利は 4.33%まで上昇した。その後は、22 日のパウエル FRB 議長講演

を受けて 9 月 FOMC での利下げ織り込みが強まり、足元では 4.2%台後半での取引となっている。

先行きについて考えてみると、依然としてインフレ率についての不確実性が高いなか、FRB は大幅な利下げはできないと思われる。また、財政赤字拡大に加えて、FRB の独立性低下懸念も長期金利の上昇圧力となるだろう。以上から、引き続き利回りの低下余地は限定的と予想する。



株式市場：小幅な 上昇を予想

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。以降は上値の重い展開が続いたが、中東情勢についての楽観的な見方が広がったこともあり、6 月末のダウ平均は 44,000 ドルを回復した。

7 月にかけては、S&P500 は最高値を更新する場面がみられたものの、ダウ平均はほぼ横ばいとなった。8 月入り後は、雇用統計の悪化を受けて急落したものの、FRB の利下げ観測や通商政策に対する楽観的な見方、好決算などを背景に回復基調となり、ダウ平均は最高値更新する場面がみられた。足元では 45,000 ドル台で推移している。

先行きについては、引き続き AI 関連投資や半導体需要を確認する展開となり、27 日の取引終了後に発表されるエヌビディアの決算をまずは確認する動きとなるだろう。もっとも、長期金利の低下余地が限定的と見込まれることや、ダウ平均採用銘柄は AI 関連株のウェイトが小さいことなどから、小幅な上昇を予

想する。

なお、注意点としては、米マサチューセッツ工科大学のプロジェクト NANDA が 8 月 18 日、「生成 AI に投資した企業のうち、収益加速に結びついているのはわずか 5%」とのレポートを公表したことや、オープン AI 最高経営責任者のアルトマン氏が、昨今の AI 投資と 90 年代後半のドットコムバブルとの間に類似点があるとの見方を示したことなどが挙げられる。

(25. 8. 27 現在)