

悪化する労働市場

～FRB はリスク管理としての利下げを決定～

佐古 佳史

要旨

足元の統計からは、労働市場の急速な悪化が確認される。これを受け、9月FOMCではリスク管理としての利下げが決定された。

一方で、インフレ率の高止まりも続いているため、FRBは金融政策を決定する上で判断が難しい状況にある。

こうした状況下であっても、富裕層や高所得者層の旺盛な需要が個人消費を下支えしていると見込まれ、労働市場の悪化と、個人消費の底堅さが両立している。

25bpの利下げを決定した9月FOMC

初めにFRBの金融政策から確認したい。9月FOMC(16、17日)では、政策金利の誘導目標を25bp引き下げ、4.00～4.25%とすることが決定された。反対票を投じたのはマイランFRB理事(50bp利下げを主張)のみだったことから、9月FOMC時点では、FOMC参加者の団結とFRBの独立性が保たれている印象を与えた。

また、インフレ率の高止まりと、雇用の悪化が並存する難しい状況のなかで利下げを決定したことから、物価と雇用の間で、バランスをとる金融政策運営になったといえる。

9月FOMCの声明文には、雇用増加ペースが減速したこと、失業率は上昇したが低水準であること、雇用のダウンスайдリスクが高まったこと、インフレ率はやや高止まりしていることなどが記された。FOMC後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、経済成長率の見通しは上方修正、失業率とインフレ率の見通しは概ね据え置かれた。

FOMC後に公表されたドットプロットを確認すると、25年内の政策金利調整の見通しとしては、25bpの利上げが1人、追加利下げなしが6人、25bpの利下げが2人、50bp利下げが9人、125bp利下げが1人の予想となり、FOMC参加者の間で、最適な政策金利についての見解が割れている。なお、中央値で考えると25年内は追加的に50bpの利下げ見通しとなった。また、26～27年にかけても緩やかに利下げが行われる見通しとなった。

図表1 FRB大勢見通し(9月時点)

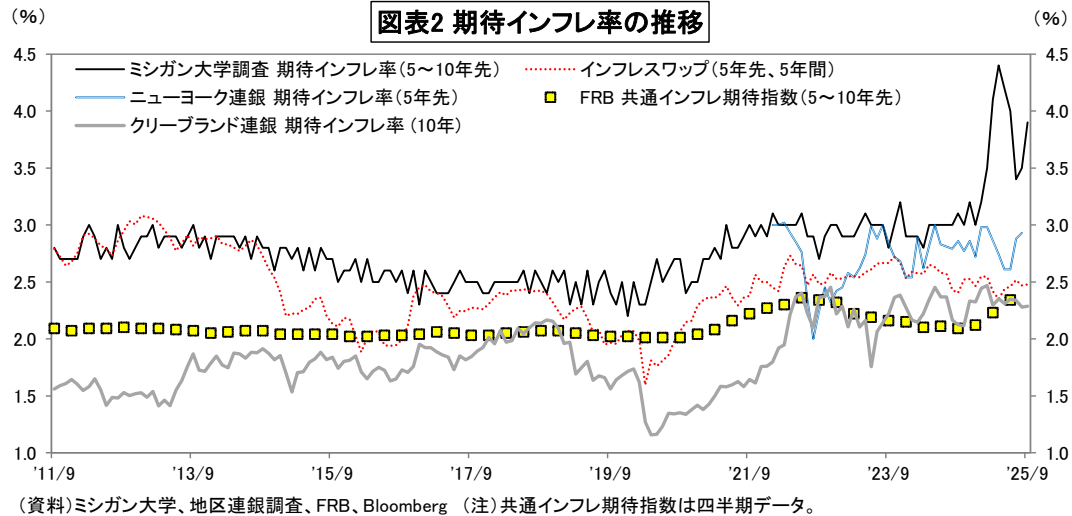
		2025年	2026年	2027年	2028年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0
6月時点	(%前年比)	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0		1.7-2.0
失業率	(%)	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3
6月時点	(%)	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6		4.0-4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0
6月時点	(%前年比)	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0	
6月時点	(%前年比)	2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		
政策金利	(%)	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6		2.8-3.5
6月時点	(%)	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6		2.6-3.6

(資料)FRB

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

不安定な期待インフレ率

続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、8月のニューヨーク連銀調査(8日公表)では、1年先期待インフレ率が前月比0.1ポイント上昇の3.2%となった。3、5年先は変わらずの3.0%、2.9%であった。また、9月のミシガン大学調査(速報値、12日公表)では、1年先は変わらずの4.8%、長期は同0.4ポイント上昇の3.9%となった。全体としては、期待インフレ率が小幅に上昇したとみられる。



緩慢な価格転嫁から企業の利益率が低下

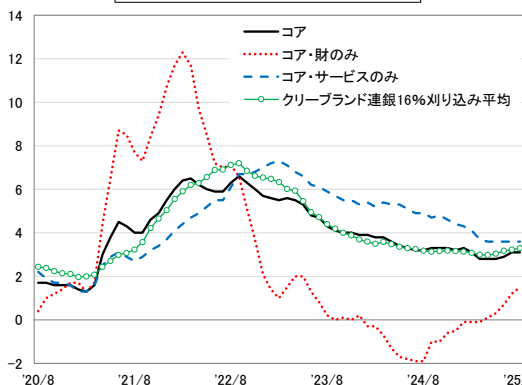
8月の物価統計を確認すると、消費者物価指数(CPI、11日公表)は、総合が前年比2.9%(前月比0.4%)、食料とエネルギーを除くコアは同3.1%(同0.3%)となった。食料やエネルギー、自動車、衣類などの価格が上昇しており、部分的にせよ、

関税の影響が出ていると考えられる。

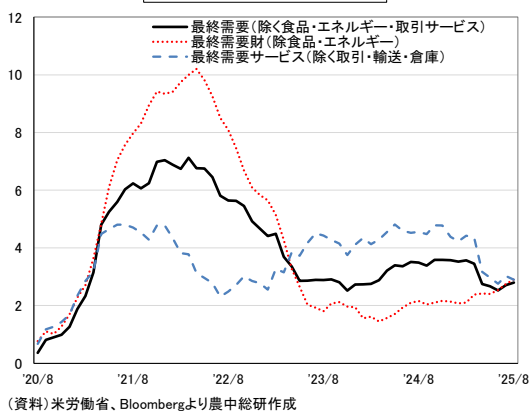
生産者物価指数（PPI、最終需要区分）の動きを確認すると、総合は前年比 2.6%（前月比▲0.1%）、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 2.8%（同 0.3%）となり、いずれも前月から鈍化した。内訳をみると、財（除く食料・エネルギー）は前月比 0.1%、サービスは同▲0.2%となった。

8 月は企業の利益率が低下したことが多く報告されている。最終需要区分でみると、貿易サービス業の利益率が 1.7%低下し、8 月のサービス価格下落の 4 分の 3 は、機械・車両卸売業の利益率が 3.9%低下したことに起因した。また、化学品及び関連製品卸売業の利益率も 3.8%下落した。企業が関税を含むコストの価格転嫁を控えているといえる。

（%、前年比） 図表3 消費者物価指数上昇率の推移



（前年比%） 図表4 生産者物価 最終需要



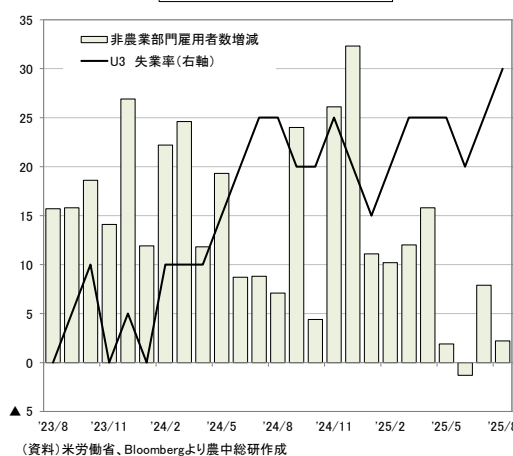
労働市場：悪化

さて、足元の労働市場を確認すると、8 月の雇用統計では非農業部門雇用者数は前月から 2.2 万人（事業所調査）増となり、増加ペースは 7 月の同 7.9 万人から減速した。3 か月平均では同 2.9 万人と、雇用増加ペースは非常に遅い。なお、失業率は同 0.1 ポイント上昇の 4.3%へ小幅に上昇したものの、依然として低いといえる。しかしながら、全体としては労働市場の悪化を示す内容となった。

また、失業期間の推移をみると、23 年以降は緩やかに長期化傾向となっていることから、労働市場の悪化がみてとれる。

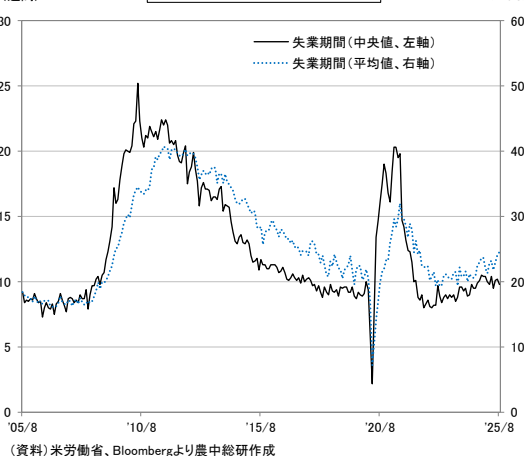
(前月差、万人)

図表5 雇用関連指標の推移



(%) (週間)

図表6 雇用関連指標の推移

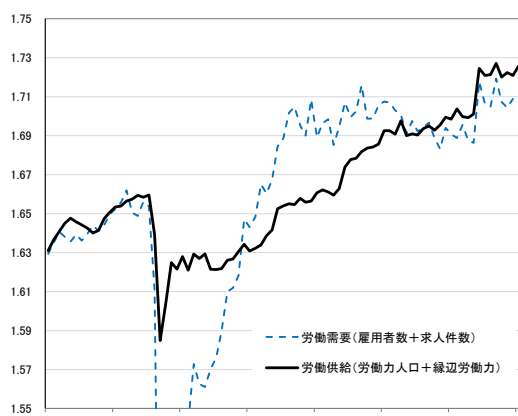


求人数と失業者数の比率をみると、7月は職を選ばなければ1人の失業者に対して0.99倍の求人が確認され、コロナ禍からの回復後の期間において、初めて1倍を下回った。同比率は低下傾向となっている。また、雇用者と求人件数の合計を労働需要、労働力人口と縁辺労働力の合計を労働供給と考えると、足元では両者とも頭打ちとなるなかで、需要が供給を下回っている。このため、パウエルFRB議長が指摘するように、今後失業率が上昇する可能性が懸念される。

8月のニューヨーク連銀調査における、「仮に今失業した場合、3か月以内に就職できる確率」は、前月から5.8ポイント急落し、13年6月の統計開始以来最低値である44.9%となった。あわせて、「1年以内に失業する確率」も小幅に上昇した。労働市場の悪化が反映されているといえる。

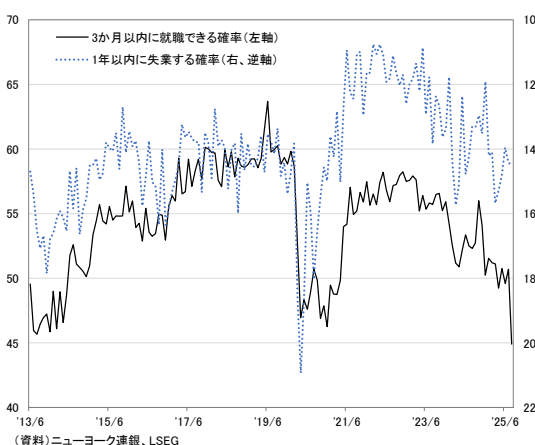
(億人)

図表7 労働需給の推移



(%)

図表8 就職と失業に関するニューヨーク連銀調査



底堅い個人消費

こうしたなか、8月の平均時給は前年比3.7%(前月比0.3%)、生産・非管理職の時給は同3.9%(同0.4%)の上昇となり、おおむね7月から変わらなかった。2%物価目標とおおむね整合的な上昇率といえる。

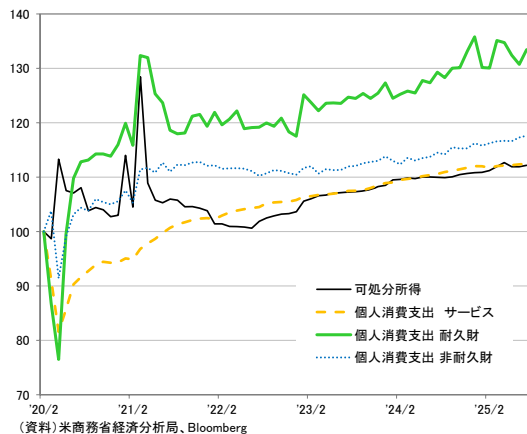
個人消費をみると、7月の実質個人消費支出のうち、財消費は前月比0.9%(前年比2.1%)、サービス消費は同0.1%(同1.7%)、全体としては同0.3%(同2.0%)となり、前月比でみれば2月か月連続で増加し、底堅い内容となった。

また、8月の小売売上高(総合、名目)は同0.6%と、7月の同0.6%に続いて堅調さを維持し、3か月連続で増加した。内訳をみると、オンライン販売が同2.0%、衣類・アクセサリが同1.0%となった。

こうした個人消費支出の底堅さの理由としては、富裕層や高所得層による、資産効果の影響を受けた旺盛な消費が考えられる。一方で、コロナ禍以降みられた、低所得層の名目賃金上昇ペースは大幅に鈍化しており(図表10)、消費拡大効果は限定的だろう。労働市場の急速な悪化と消費の減速があまり連動していない一因とも考えられる。

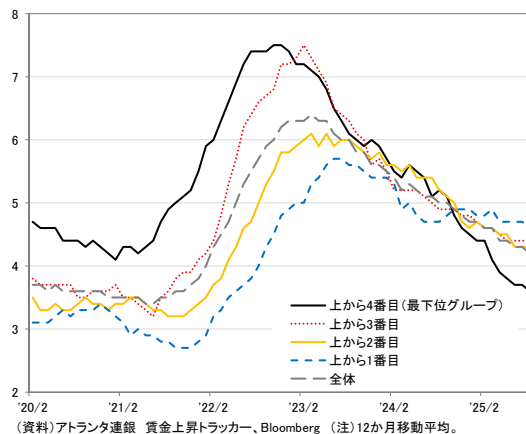
(20年2月=100)

図表9 個人消費支出の推移



(前年比%)

図表10 賃金上昇率の推移

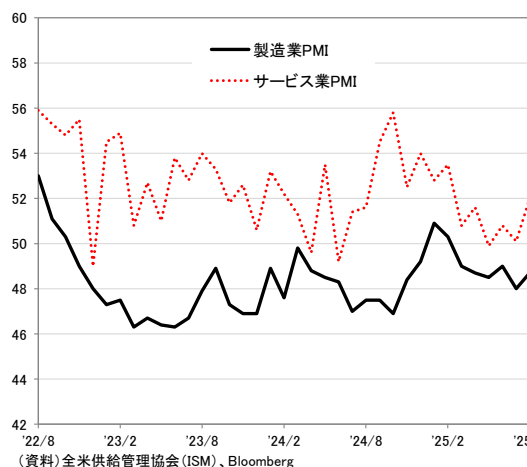


雇用の減速が警戒される ISM 指数

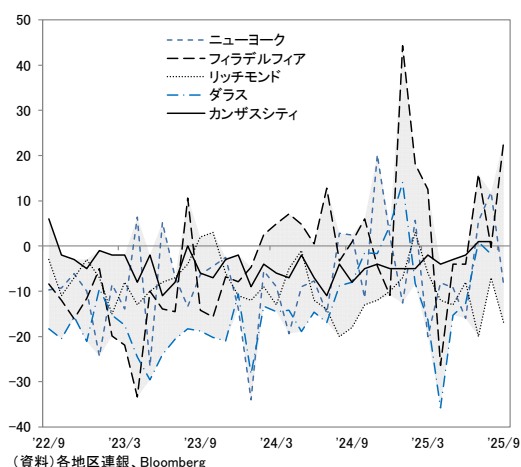
8月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から+0.7ポイントの48.7%と、判断基準となる50%を6か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同+1.9ポイントの52.0%と判断基準となる50%を3か月連続で上回った。

価格指数については、製造業が同▲1.1ポイントの63.7%、サービス業は同▲0.7ポイントの69.2%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+0.4ポイントの43.8%と7か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同+0.1ポイントの46.5%と3か月連続で縮小傾向となった。全体としては、企業部門からも雇用の減速が読み取れる。

図表11 ISM景況感指数の推移



図表12 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：底割れは回避できる見込み

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が

25bp の追加利下げ 後に 25 年内は様子 見も

ら判断すると、関税による GDP 成長率の下押しは 0.5 ポイント程度と見積もられる。

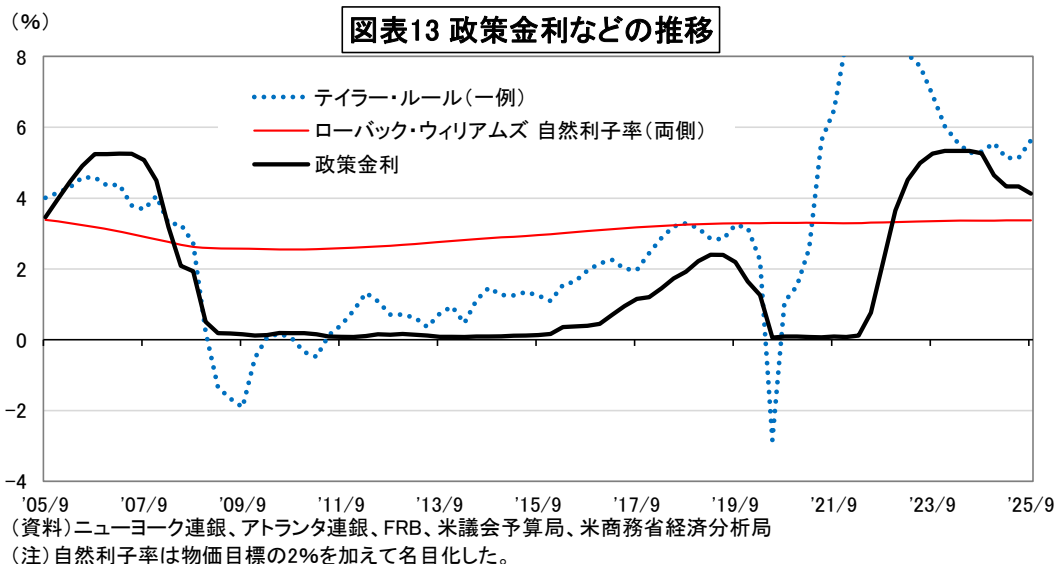
他方、Tax Foundation は減税・歳出法が 25 年に GDP を 0.2 ポイント、26 年に 1.2 ポイント程度押し上げると試算している。関税の影響は見通しづらいものの、徐々に減税・歳出法の景気拡張的な効果が強まると見込まれるため、景気が底割れするとは考えづらい。

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、現時点では 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っている。価格転嫁が徐々に進むとみられることから、物価への影響も小幅だが長期化すると見込まれる。

25 年内の追加利下げ回数を考えてみると、雇用を下支えする観点や、リスクマネジメントとしての利下げが必要と思われることから 10 月 FOMC (28、29 日) で再度 25bp 利下げをすると見込まれる。一方で、複数の FOMC 参加者が指摘するように、インフレ率の高止まりに対しても警戒する必要がある、10 月 FOMC 後はしばらく様子見する期間が必要と思われる。このため、現時点では、25 年内の利下げ回数は残り 1 回と想定する。この点について筆者は 9 月 FOMC 後に見通しを変更した。

なお、パウエル FRB 議長が言及するように、雇用の下振れとインフレ率の上振れから、米国経済や FRB は厳しい状況にあり、両者ともに上手く対応する方法はなくなっている。

歴史的、理論的な背景からは、雇用と物価のトレードオフに臨んで、究極的には FRB は物価を優先せざるを得ないと思われるが、今回は FRB の独立性の問題も絡んでいるため、先行きについては不確実性が依然として高い。



足元の米国経済の 状況把握について

さて、足元の米国経済は状況が複雑なため、ここでは今後の米国経済を見る上での考え方とシナリオを整理したい。現時点では雇用の減速が著しく注目を集めているが、雇用は一般的には遅行指数と考えられる。このため、労働市場の悪化よりも前に、明確に悪化した経済指標があまりないことに違和感がある。

この観点から私見では、足元の経済状況は以下の3通りの考え方で整理できる。すなわち、①労働市場の悪化は一過性である、②AIブームとトランプ政権による政策効果が大きく、今回の景気減速はこれまでとはパターンが大きく異なる、③雇用は依然として遅行指数ではあるものの、経済指標としては確認できない（確認しづらい）重要な要素がすでに大幅に悪化している。

現時点では、最も妥当性があるシナリオを断定することはできないが、筆者としては②と③が混在した状況と考える。経済統計の公表が進むにつれて各シナリオの正否や解像度が上がり、整理するための新しい枠組みも考えられるようになるだろう。

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9月2日、欧州債などの利回り上昇につられて米長期金利（10年債利回り）は前営業日から3bp上昇の4.26%となった。以降は、労働市場の悪化を示すデータを消化する過程で金利は低下し、雇用統計の悪化を受けた5日は4.07%まで低下した。その後はしばらく、4%台での取引が続いた。17日は、FOMC後の記者会見にお

けるパウエル FRB 議長の発言がややタカ派的に解釈されたことで、前日比 6bp 上昇の 4.09% となった。以降は、4.1% を中心とした取引となり、8 月末と比べて、10bp 程度の低下となった。

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ため、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、長期金利は低下傾向ではあるものの、引き続き低下余地は限定的と予想する。



株式市場：上昇継続を予想

株式市場は、トランプ政権による 4 月 2 日の相互関税発表で急落した後、関税の延期や免除、各国との交渉の継続姿勢などが好感され株価は徐々に回復してきた。ダウ平均は 6 月末に 44,000 ドルを回復した後、7 月は概ね横ばいとなった。8 月以降は、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再び上昇基調となり、最高値更新が続いた。足元では 46,000 ドル台で推移している。

先行きについては、旺盛な AI 関連投資と半導体需要が続くと見込まれることや、小幅ながら長期金利が低下すると思われることから、ダウ平均は上昇が継続すると予想する。

(25.9.25 現在)