

労働市場の急減速は回避できている印象

～連邦政府機関閉鎖で暗中模索～

佐古 佳史

要旨

連邦政府機関が閉鎖されている影響から、100万人超の連邦政府職員が給与の支給を停止されていることに加えて、雇用統計などの経済指標が発表されない事態となっている。

地区連銀報告書やその他の経済指標とあわせて考えると、9月から10月前半にかけて、労働市場の急減速は回避できている印象を受ける。また、個人消費も底堅く推移している。

こうしたなか、インフレ率は高止まりしているものの、急加速は免れており、10月FOMCでのさらなる利下げが正当化される見込みとなった。バランスシート縮小についても何らかの発表があると思われる。

7年ぶりの政府機関閉鎖

連邦議会がつなぎ予算を可決できなかったため、10月1日より7年ぶりに連邦政府機関が閉鎖されている。民主党は医療保険制度改革法（オバマケア）の補助金継続や低所得者向け公的医療保険（メディケイド）予算削減の撤回などを求めて、共和党と対立しており、協議が難航している。この影響で、100万人を超える連邦政府職員が給与の支給を停止されている。こうした民主党の要求は、7月4日に成立した「1つの大きな美しい法案（OBBBA、いわゆるトランプ減税2.0）」の狙いを挫くこととなるため、両党の妥協点を探すのは難しい。政府機関閉鎖が長期化している一因といえる。

米政府が公表する経済統計の発表も延期されており、10月は雇用統計などの重要な経済指標が確認できていない。

対中追加関税は撤廃する方針

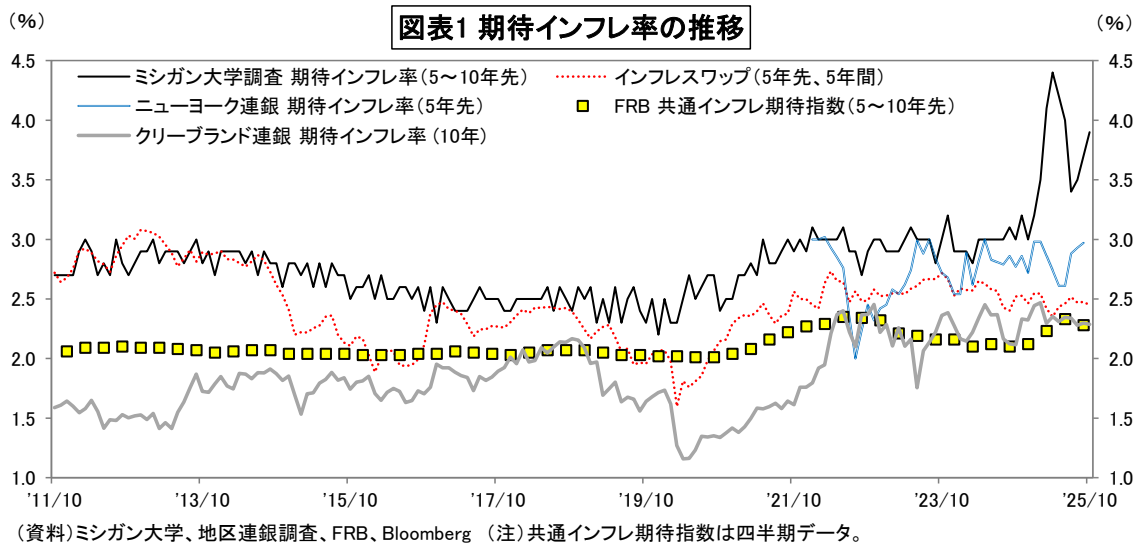
足元のトランプ政権の通商政策を確認すると、中国のレアアース輸出規制に反発する形で対中100%の追加関税の導入が検討されていたが、レアアースの輸出規制が1年間延期されたことを受け、追加関税も撤廃する方針となった。一方で、米国製ソフトウェアと関連商品の中国への輸出規制は、依然として検討されている。

また、トランプ政権大統領は25日、カナダ・オンタリオ州の広告に反発する形で、カナダ製品への10%の追加関税を検討するとSNSに投稿した。加えて、11月1日から中・大型トラック、トラック部品へ25%の追加関税が賦課される。なお、貿易統計

不安定な期待インフレ率

が未発表なため、平均関税率などは確認できていない。

続いて期待インフレ率の動きを確認すると、9月のニューヨーク連銀調査（7日公表）では、1年先期待インフレ率が前月比0.2ポイント上昇の3.4%、5年先は同0.1ポイント上昇の3.0%となった。3年先は変わらずの3.0%であった。また、10月のミシガン大学調査（確報値、24日公表）では、1年先は同0.1ポイント低下の4.6%、長期は同0.2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。

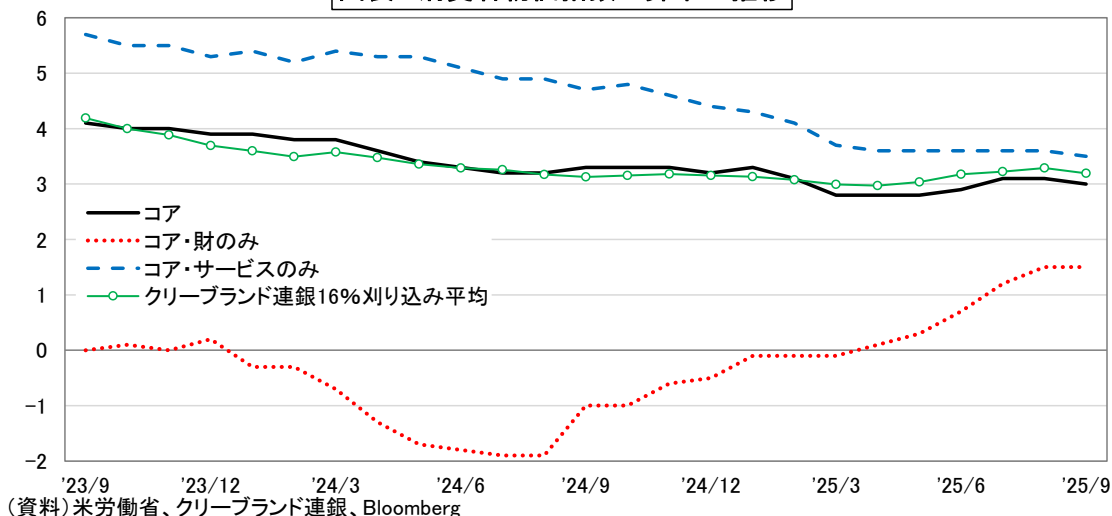


急加速は回避できているインフレ率

9月の消費者物価指数（CPI、24日公表）を確認すると、総合が前年比3.0%（前月比0.3%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.0%（同0.2%）となった。関税の影響もあり財のインフレ率は加速気味ではあるが、全体的には前年比3%前後での推移となっている。インフレ率は高止まりしているものの急加速していないため、現在行われている政策金利調整の継続が正当化されそう。なお、生産者物価指数は未発表。10月前半の経済状況をまとめた地区連銀経済報告書（ページブック）によると、関税によるコスト上昇はあるものの、価格転嫁の度合いはまちまちであると報告された。

(%、前年比)

図表2 消費者物価指数上昇率の推移



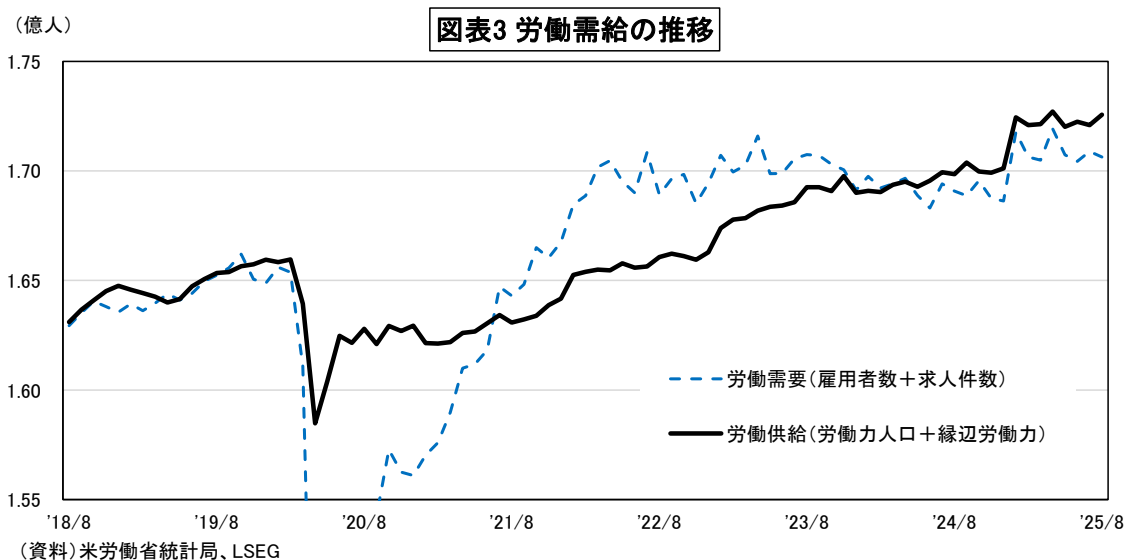
労働市場：急減速 は回避できている 印象

9月の雇用統計が未発表なため、労働市場の実態については、不透明と言わざるを得ない。

公表されている統計を確認すると、8月の求人労働異動調査では、求人数は前月から19.0万人増の722.7万人となり、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は変わらずの4.3%、自発的な離職率は0.1ポイント低下の1.9%となった。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0.98倍の求人が確認された。同比率は低下傾向となっている。

9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」は同2.5ポイント上昇の47.4%となった。同指数は8月に統計開始以来の最低値である44.9%を記録した。一方で、「1年以内に失業する確率」は同0.4ポイント上昇の14.9%、「1年後の失業率が今より高くなる確率」は同2.0ポイント上昇の41.1%となり、いずれも労働市場の悪化を印象付けた。なお、ページブックでは雇用水準は安定していると報告された。

雇用者数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すると、25年8月時点では16か月連続で、供給超となっている。

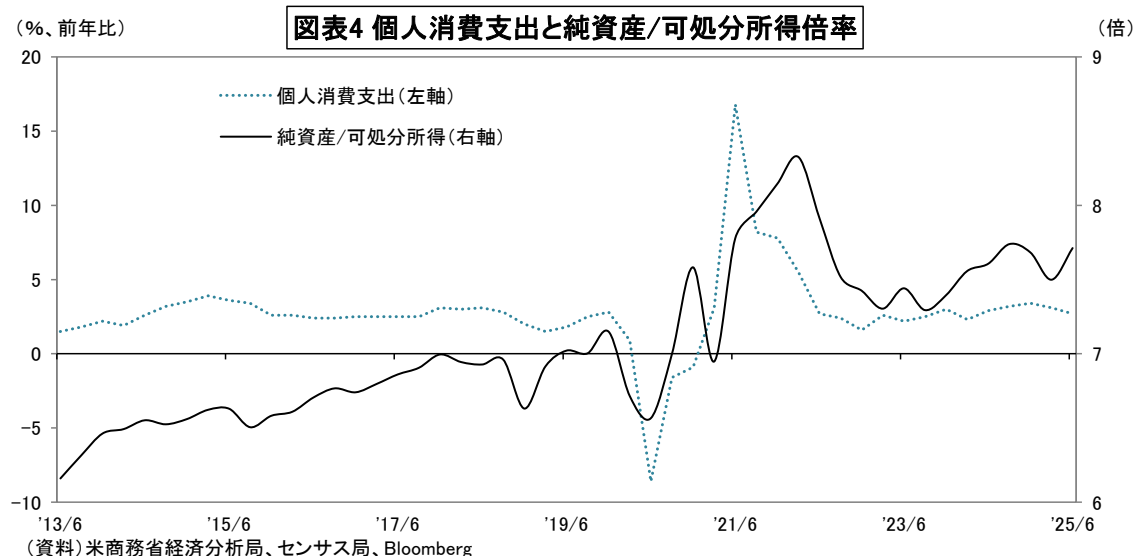


底堅い個人消費

個人消費をみると、8月の実質個人消費支出のうち、財消費は前月比 0.7%（前年比 4.2%）、サービス消費は同 0.2%（同 2.1%）、全体としては同 0.4%（同 2.7%）となり、前月比でみれば3か月連続で増加し底堅い内容となった。

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、消費拡大効果は限定的だろう。足元の、労働市場の急速な悪化や自動車ローン市場の悪化などが、消費の減速とあまり連動していない一因と考えられる。

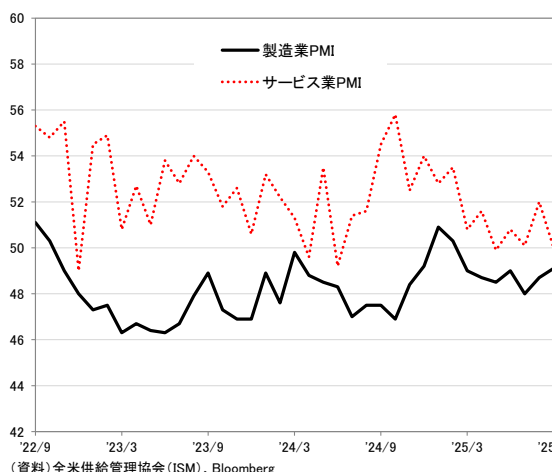
なお、ベージュブックでは個人消費がわずかに減少した（inched down）と報告された。



引き続き雇用の減速 が警戒される ISM 指数

9月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から+0.4ポイントの49.1%と、判断基準となる50%を7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▲2.0ポイントの50.0%と方向感を欠いた。全体としては、景気減速懸念が強まった。価格指数については、製造業が同▲1.8ポイントの61.9%、サービス業は同+0.2ポイントの69.4%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+1.5ポイントの45.3%と8か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同+0.7ポイントの47.2%と4か月連続で縮小傾向となった。全体としては、ISM景況指数からは企業部門の成長と雇用の減速が警戒される。

図表5 ISM景況感指数の推移



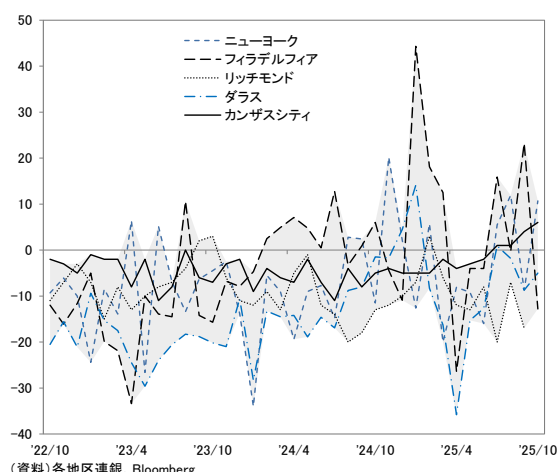
景気の先行き：底 堅さが維持できる 見込み

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から判断すると、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、TaxFoundation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一方で、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、景気の底堅さが維持できそうだ。

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、前年比でみて0.2~0.3ポイント程度の上昇圧力となっ

図表6 地区連銀製造業景況指数



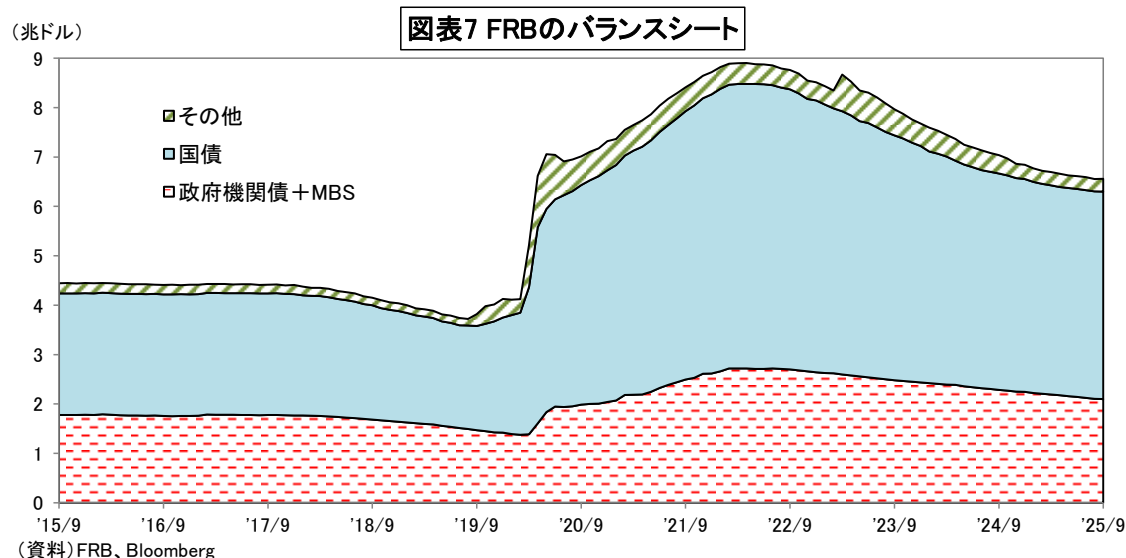
追加利下げが予想される10月FOMC

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。

9月CPIが前年比3%程度で抑制されていたと考えられることから、10月FOMC（28、29日）では再度25bp利下げを決定し、金融引き締め具合を調整することが見込まれる。

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る期間が必要ではないだろうか。また、現在検討されているバランスシート縮小停止についても、新たな発表がありそうだ。

10月FOMCについては、別途レポートを執筆する予定である。



長期金利：小幅な低下基調が続く予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では10月10日、トランプ大統領が100%の対中追加関税を示唆したことで、通商摩擦への警戒感が強まり、米長期金利（10年債利回り）は10bp低下の4.03%となった。その後も通商摩擦が激化する様相を呈したことで、16日は3.98%まで低下した。しかし、20日ごろからは、そうした不安感が徐々に和らいだことで、長期金利はおおむね横ばいでの推移となった。

先行きについて考えてみると、利下げ局面ではあるものの、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いう現在の環境が継続すると思われることから、長期金利は小幅な低下基調が続くと予想する。この3か月間は均してみれば1月あたり10bp程度の低下となった。



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。

10月10日に米中通商摩擦激化への警戒感が高まったことから、一旦45,000ドル台半ばへと下落した。その後は、中国製品に対する追加関税が撤回される見込みとなったことや好調な決算を消化するなかで、株価は回復基調となり、47,000ドル台半ばまで上昇した。主要株式指数の最高値更新が続いている。

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。

注意点としては、米国の証拠金負債残高が早いペースで増加しており、金融システム内でレバレッジが高まっている一つの証拠と考えられる。このため、一度AIについての期待値が剥落すると、株価の調整も大きいものとなりそうだ。

(%、前年比)

図表9 米国 Margin Debt(証拠金負債)の推移



(資料) Financial Industry Regulatory Authority(FINRA)

(25. 10. 28 現在)