

9 月時点では持ちこたえている労働市場

～連邦政府機関閉鎖は 43 日で終了～

佐古 佳史

要旨

連邦政府機関閉鎖が解除されたことで、延期されていた経済指標が徐々に公表されているが、依然として重要な指標を入手できない状況が続いている。

これまで公表されていた関連統計から、労働市場悪化の程度が主要な焦点となっていたが、9 月の雇用統計によると、大幅な悪化は回避できていると判断できそうだ。また、消費者マインド調査からは、物価高に対する不満がみられると同時に景況感が悪化している。

こうしたなか、最新の雇用統計や消費者物価指数が入手できないこともあり、12 月 FOMC での利下げは見送られるのではないかと、現時点では予想する。

43 日間続いた連邦政府機関閉鎖

過去最長の 43 日間続いた連邦政府機関閉鎖は、26 年 1 月 30 日までのつなぎ予算が合意されたことで、11 月 12 日に終了した。この過程で、民主党上院議員数名が独自に共和党と協議し、最終的に造反したことで、民主党は医療保険補助金延長などをめぐって共和党から譲歩を引き出すことができなかった。

10 月 1 日から 11 月 12 日まで続いた連邦政府機関閉鎖の影響によって、本稿執筆時点では依然として 10 月雇用統計（事業所調査のみ 12 月 16 日公表予定）、10 月消費者物価指数（CPI、一部のみ 12 月 18 日公表予定）、7～9 月期 GDP（12 月 23 日公表予定）などの主要な経済指標が公表されていない。

労働市場：大幅な悪化は回避

まず、20 日に公表された 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 11.9 万人（事業所調査）、3 か月平均では同 6.2 万人の増加となった。失業率は同 0.1 ポイント上昇し、4 年ぶりの水準である 4.4%となった。これまで労働市場の減速が警戒されていたが、9 月の雇用統計からは、労働市場の大幅な悪化は回避できていると判断できる。また、シカゴ連銀による失業率予測では、10 月は 4.46%、11 月は 4.44%となっている。

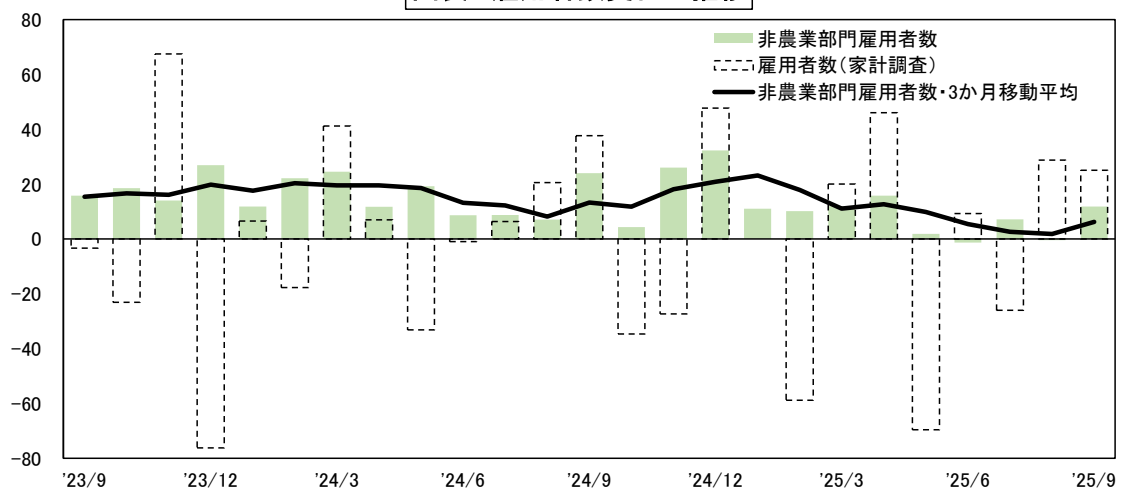
10 月分については家計調査の実施ができなかったことから、労働統計局は、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数のみを、11 月の雇用統計と合わせて公表する予定となっている。このため、10 月の失業率は欠損値となりそうだ。

経済指標の公表が通常通りであればあまり重要視されないものの、10月のチャレンジャー人員削減計画では、企業の人員削減が約20年間で最多となり、労働市場の悪化が警戒された。一方で、内訳をみると1～10月までの理由別雇用削減発表数が、全体1,099,500人の内、DOGE（政府効率化省）とDOGE関連が314,729人と最多であり、市況・景況を理由とする削減発表数は229,331人、AIは48,414人となった。このため、足元の労働市場の悪化は景気やAIの影響というよりも、政府部門の人員削減の影響が大きいと思われる。

10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▲0.6ポイントの46.8%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。また、「1年以内に失業する確率」は▲0.9ポイントの14.0%、「1年後の失業率が今より高くなる確率」は同1.4ポイントの42.5%となり、労働市場の評価はまちまちな印象となった。

(万人、前月差)

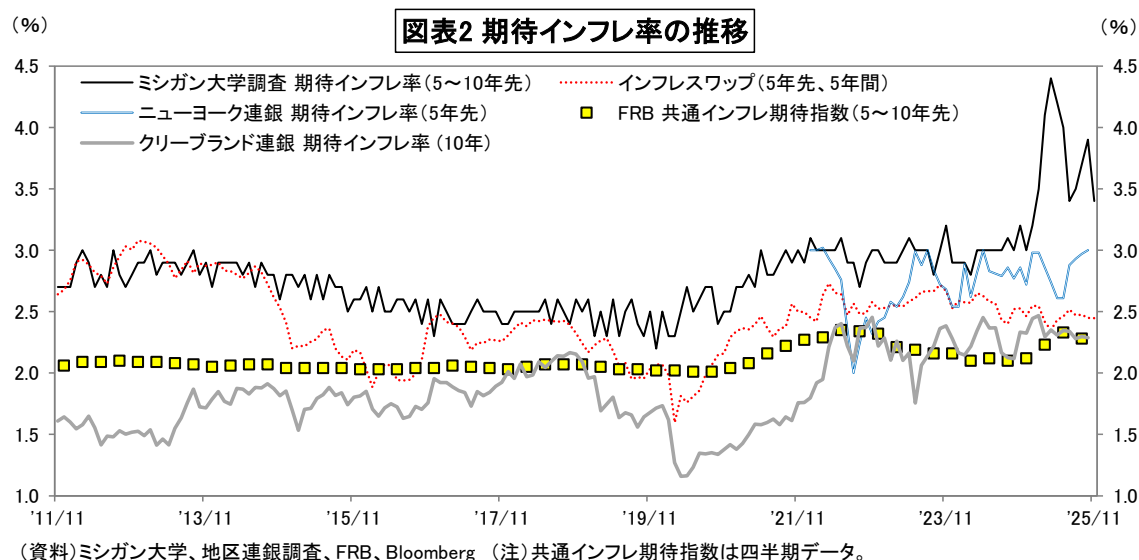
図表1 雇用者数変化の推移



(資料)米労働省統計局、LSEG (注)25年1月の家計調査は年次改定の影響が大きいため省略。

落ち着いている期待インフレ率

続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、10月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月比▲0.2ポイントの3.2%、3、5年先は変わらずの3.0%となった。また、10月のミシガン大学調査（速報値）では、1年先は同▲0.1ポイントの4.5%、長期は同▲0.5ポイントの3.4%となった。全体としては、期待インフレ率は落ち着いている。



関税の影響がみられる生産者物価指数

CPI は先月同様 9 月分が最新値となる。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は回避できている。

9 月の生産者物価指数（PPI、最終需要区分、11 月 25 日公表）を確認すると、総合はエネルギー価格の上昇に伴い前年比 2.7%（前月比 0.3%）と前月比で見れば加速した。一方で、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 2.9%（同 0.1%）となり、前月比では 4 か月ぶりの低い伸びとなった。また前年比はいずれも変わらずとなった。関税の価格転嫁はゆっくりと進んでいるとみられる。

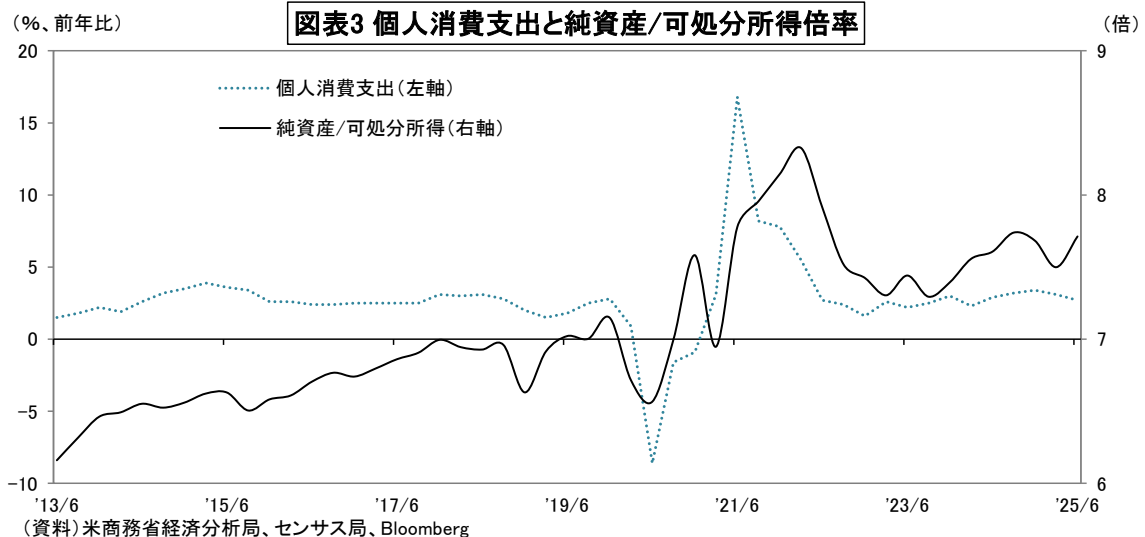
7～9 月期の個人消費は底堅い

9 月の個人所得・支出統計は 12 月 5 日に公表予定のため、現時点では、8 月の実質個人消費支出が最新となる。個人消費の内、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、前月比で見れば 3 か月連続で増加し底堅い内容となった。

また、9 月の小売売上高（11 月 25 日公表）は前月比 0.2%となり、7、8 月の同 0.6%から鈍化したが、7～9 月期としては前期比 1.5%と堅調に推移したといえるだろう。

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。



消費者マインド調査からは、物価高や経済状況についての言及がみられる

11月のミシガン大学消費者マインド(確報)は、10月から小幅な低下にとどまった。ミシガン大学からは、消費者は物価の高止まりと所得の伸び悩みに依然として不満を抱いていることや、直近の株式市場の下落が富裕層グループの景況感の悪化につながった可能性が高いことなどが報告された。

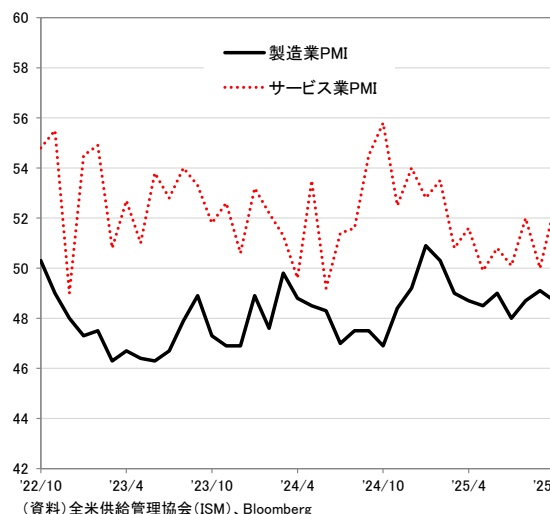
一方で、11月のカンファレンスボード消費者マインドは、10月から7%低下した。消費者は、雇用、所得、経済状況について、現在と将来の両方で信頼感が低下しており、これは政府機関閉鎖が原因である可能性があることがあわせて報告された。

引き続き雇用の減速が警戒されるISM指数

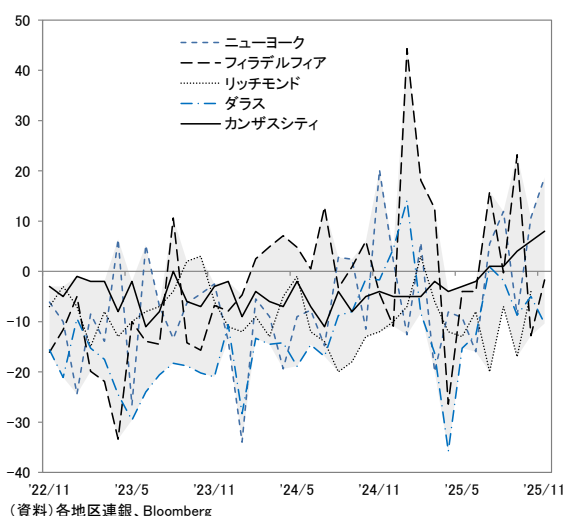
10月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.4ポイントの48.7%と、判断基準となる50%を8か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同+2.4ポイントの52.4%と2か月ぶりに拡大局面を示した。

価格指数については、製造業が同▲3.9ポイントの68.0%、サービス業は同+0.6ポイントの70.0%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+0.7ポイントの46.0%と9か月連続で縮小傾向を示唆し、サービス業も同+1.0ポイントの48.2%と5か月連続で縮小傾向となった。全体としては、ISM景況指数からは雇用の減速が警戒される。

図表4 ISM景況感指数の推移



図表5 地区連銀製造業景況指数



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 年から 28 年にかけて GDP をそれぞれ 0.2、1.2、1.4、1.5 ポイント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、景気の底堅さを維持できそうだ。なお、米議会予算局は 6 週間の連邦政府機関閉鎖が 10～12 月期 GDP に対して前期比年率 1.5%ポイントの下押し効果を、26 年 1～3 月期 GDP に対して同 2.2 ポイントの押し上げ効果を持つと推計している。

インフレ率については、関税と減税政策、AI 関連インフラ投資と電力需給のひっ迫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ている。物価への影響は小幅だが長期化しそうだ。

また、相互関税から一部食料品を除外するなど、トランプ政権であっても物価高騰を無視できない状況となっている。

追加利下げを決定した 10 月 FOMC

10 月 28、29 日にかけて開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) は、政策金利の誘導目標を 25bp 引き下げ、3.75～4.00% とすることを、賛成 10、反対 2 で決定した。全体としては、金

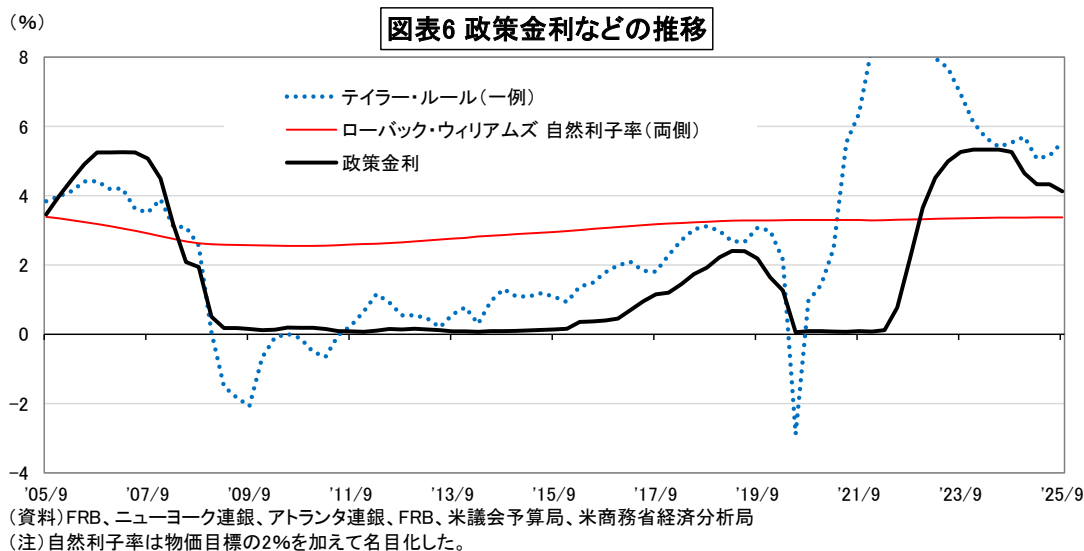
データ不足の中で 迎える 12 月 FOMC

融政策は依然として引き締め方向ではあるものの、その程度は小幅なものと評価できる。

FOMC 後の記者会見にてパウエル FRB 議長は、①米国経済は堅調に推移している可能性が考えられること、②労働需要が弱まっていること、③関税によるインフレ率の加速は短期的なものであると想定していること、④12 月の政策決定（利下げ）については意見が分かれており、既定路線ではないこと、⑤銀行と金融システムに過剰なレバレッジはみられないことなどについて言及した。市場は 12 月利下げをほぼ織り込んでいたため、④はややサプライズとなった。

12 月 FOMC (9～10 日) は、最新の雇用統計や CPI、GDP などの公表前に行われることに加えて、労働市場が大幅に悪化しているわけではないことやインフレ率の高止まりが依然として問題と認識されていることなどから、政策金利の据え置きを予想する。経済指標が公表されるにつれて利下げが妥当と判断される場合は、26 年 1 月 FOMC で利下げを決めれば良いと思われる。なお、FF 金利先物市場では 27 日現在、12 月 FOMC での 25bp 利下げが 80%程度織り込まれている。

こうしたなか、地区連銀報告書（26 日公表）では、足元の数週間にかけて、①雇用のわずかな減少と②物価の緩やかな上昇、③経済活動がほとんど変化しなかったこと、④企業はレイオフの増加ではなく採用凍結と自然減で雇用を調整していること、⑤製造業と小売では関税によるコスト上昇がみられること、⑥高所得層以外の消費が弱まったことなどが報告された。



長期金利：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10月29日、パウエルFRB議長が12月FOMCでの利下げは確実ではないと述べたことで長期金利（10年債利回り）は前日から10bp上昇の4.08%となった。11月5日は堅調な内容となったADP雇用統計を受け4.16%へ上昇したものの、以降は、労働市場の悪化が再び警戒されたことや、12月FOMCでの利下げをめぐってFOMC参加者の発言を消化するなかで、長期金利は方向感を欠く展開となった。足元では、経済指標の弱含みや次期FRB議長の有力候補にハセツ・国家経済会議委員長が浮上したとの見方から長期金利の低下が続き、11月末は4%を下回った。

先行きについて考えてみると、12月FOMCで利下げが見送られるとの想定に基づき、長期金利は方向感を欠く展開が続くと予想する。



株式市場：上値の重い展開が続くと予想

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日は、トランプ大統領が対中関税を大幅に引き上げること検討していると発表したことでダウ平均は1.9%の下落となったが、その後米中通商対立が緩和したことで、再び上昇基調となった。ダウ平均は11月12日に史上最高値を更新し、終値で48,254.82ドルをつけた。

しかし、11 月半ば以降 AI 関連企業の割高なバリュエーションへの警戒感が高まったことや、12 月 FOMC 利下げ織り込みの剥落などが意識され始めたことをきっかけに、調整局面が続いている。AI ブームの中心的企業と目されるエヌビディアの決算（19 日）は好調な内容だったものの、かねてから AI 関連企業間での循環取引が懸念されていたこともあり、エヌビディアの売掛金増加が一部で嫌気された。

先行きについては、引き続き AI 関連企業のバリュエーションや取引内容、巨額の設備投資、AI 開発を行う OpenAI の資金繰りと事業計画などが相場の焦点となりそう。12 月 FOMC での利下げ見送りや方向感を欠く長期金利を前提とすれば、株価は上値の重い展開が続くと思われる。

(25. 11. 27 現在)