

停戦合意をめぐる不透明感が継続

～労働市場の堅調さが再評価された～

佐古佳史

要旨

米国・イラン間の停戦合意をめぐる不透明感が継続しており、原油や米国内のガソリン価格が高止まりしている。こうしたなか 14 日に公表された IMF 世界経済見通しでは、米国経済成長率の下方修正は 0.1 ポイントと小幅なものにとどまり、26 年は 2.3%成長と堅調な成長率見通しが示された。

労働市場に目をむけると、不法移民の純流出が顕著であることから、雇用統計上の数字が芳しくない場合でも、実体としては堅調である可能性が示唆された。労働市場の堅調さが再評価されたといえる。

インフレ率は FRB が目標とする 2%からの上振れが継続しており、次の利下げを判断する前に、関税による財インフレ率の一巡と、原油価格や期待インフレ率の安定を確認する必要があるだろう。

中東情勢の不透明感が継続

本稿執筆時点では、米国・イラン間の停戦合意をめぐる不透明感が継続している。原油価格の推移をみると、WTI (スポット) は 4 月に入り小幅に低下したものの、90 ドル/バレルを上回っている。また、全米平均レギュラーガソリン価格は、4 ドル/ガロン (≒168 円/リットル) と約 4 年ぶりの水準に上昇した。

各種報道や SNS からは、停戦交渉や中東情勢、パレスチナ民間人被害、レバノンでの武力対立などを巡り、トランプ政権やトランプ・ファミリー、米議会、米民主党指導部、米国とイスラエルの関係性、ネタニヤフ政権の支持率、湾岸諸国の安全保障問題など、様々な利害が絡みあっていることがうかがえる。このため、今回の混乱が終息するには、ある程度時間がかかりそうだ。

なお、欧州の一部の国からは EU とイスラエルの関係を見直す意見が出始めていることや、最近の米世論調査においてもイスラエルに否定的な意見が多数派となるなど、西欧社会におけるある種の歴史的転換点を迎つつあるのかもしれない。

(ドル/バレル)

図表1 原油WTIスポット価格の推移



(資料)LSEG

IMF4月世界経済見 通し

こうしたなか、4月14日に公表された国際通貨基金（IMF）世界経済見通しは、副題を「戦争の影が差す世界経済（Global Economy in the Shadow of War）」とし、イラン戦争や中東での紛争が世界経済に及ぼす影響を直視する内容となった。

今回の経済シナリオは、紛争が今後数週間続いた後、徐々に回復が進み、混乱が緩和され、中東からの主に化石燃料の生産と輸出が26年半ばまでに正常化すると的前提に基づいて策定された。IMFによると、この時間軸は、3月10日時点の先物価格に統合的な世界の商品価格の見通しや金利の予測にも概ね反映されている。

なお、この時間軸は、同日に公表された国際エネルギー機関（IEA）による4月時点の見通しとも概ね整合している印象を受ける。

このような前提の下で算出された26年の経済予測を確認すると、世界経済は3.1%（前回の1月見通しから0.2ポイント下方修正）、米国は2.3%（同0.1ポイント下方修正）の成長率見通しとなった。成長率としては、小幅な修正にとどまったといえる。

IMFは想定される影響の度合いを示すために、2つの下振れシナリオを検討しているため、順に確認したい。

悪化シナリオは、以下の(1)～(3)を前提に作成された。

(1) 26年の現物原油平均価格が1バレル＝約100ドル、27年は約75ドルに上昇する。ガス価格は、欧州とアジアで26年4～6月期に160%上昇するが27年には概ね元に戻る。食料品価

悪化シナリオ

深刻シナリオ

格は2.5%上昇する。

(2) 1年先のインフレ期待は、27年までに先進国で最大0.5ポイント上昇するが、中国では変化なし。

(3) リスク回避局面により、先進国と中国では企業リスクプレミアムが0.5ポイント上昇し、中国を除く新興国では1.0ポイントの上昇に加え、国債スプレッドも0.5ポイント拡大する。この金融環境の引き締まりは27年にかけて解消される。また、金融政策は物価の安定を重視する。

この場合、世界経済成長率は26年に0.8ポイント低下の2.5%となり、インフレ率は26年に5.4%となる。インフレ期待の上昇から先進国では政策金利が0.5ポイント引き上げられ、新興国ではそれよりやや大きな利上げが行われるとの想定に加え、金融環境の引き締まりの影響から、27年の景気も下押しされることが見込まれる。

深刻シナリオは、以下の(1)～(3)を前提に作成された。

(1) 26年の現物原油平均価格が1バレル＝約110ドル、27年に約125ドルに上昇する。欧州とアジアのガス価格は同期間に200%上昇する。食料品価格は26年に5%、27年に10%上昇する。

(2) 1年先のインフレ期待は、27年までに先進国で最大1.0ポイント、中国を除く新興国で最大1.3ポイント上昇する。

(3) 大規模なリスク回避局面により、26年に先進国および中国の企業リスクプレミアムは1.0ポイント上昇し、27年もその水準にとどまる。一方、中国を除く新興国では、同期間に国債スプレッドが1.0ポイント拡大し、企業スプレッドも2.0ポイント拡大する。また、金融政策は、インフレ圧力の抑制を重視したものとなる。

この場合、世界経済への影響はより大きく長期に及び、26年は1.3ポイント低下し、2%成長を下回る「世界的景気後退」に近い水準となる。世界金融危機と新型コロナウイルス感染症の時期並みの低成長となる。27年の成長率も2.2%と低く予想される。なお、原油・ガス価格の上昇だけで26年に0.6ポイント、27年にはさらに0.5ポイント成長率押し下げ要因と見込まれる。

世界全体でのインフレ率については、26年は5.8%、27年は6.1%に達すると見込まれる。米国の政策金利はイラン戦争など

堅調さが再評価された労働市場

がなかった場合に比べて 26 年に 0.5 ポイント、27 年に 1.0 ポイント高い水準になると想定される。

さて、次に米労働市場について考えたい。ダラス連邦準備銀行は 3 月 31 日、「Break-even employment declines as unauthorized immigration outflows continue（不法移民流出の継続が「分岐点雇用者数」を押し下げた）」と題したレポートを公表した。

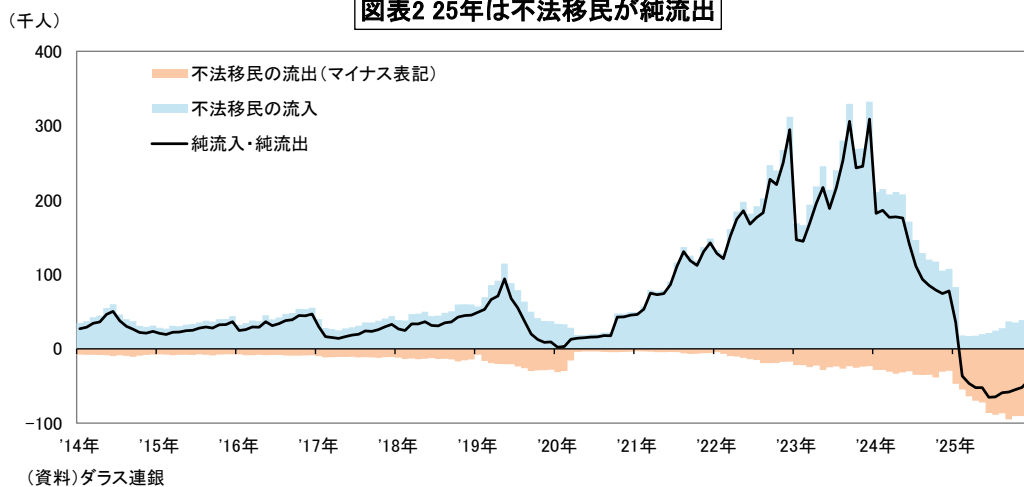
ここでの分岐点雇用数とは、失業率を一定に保つために必要な一月あたりの純新規雇用者数のことであり、足元では▲3,000 人/月程度と見積もられている。すなわち、雇用統計を解釈する際に、前月から変わらず程度の数字なら、労働市場はまずまずの状態と考えることができそうだ。

25 年 2 月以降、不法移民の純流出が続いており、25 年後半は月平均 5.5 万人、25 年通年では 54.8 万人に達したと推計される。これは、議会予算局の予測（25 年通年で 36.5 万人）を約 50% 上回る規模となっており、不法移民の流出ペースは速い。

同レポートではこれまでの分岐点雇用者数も推計しており、23 年のピーク時は約 25 万人/月、25 年 7 月は約 1 万人/月、そして 25 年 8～12 月は平均▲3,000 人/月となった。分岐点雇用者数の減少については、労働参加率低下の影響も受けていると考えられている。

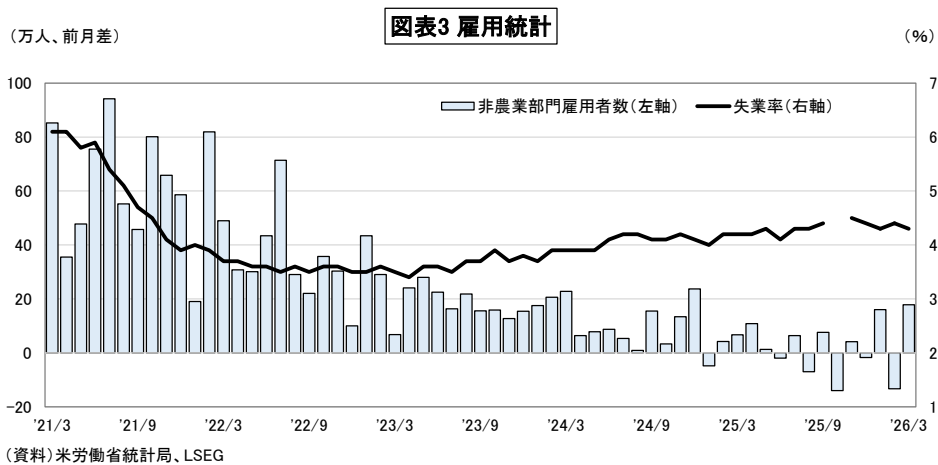
以上の分析を踏まえ、25 年 12 月～26 年 2 月の雇用増加数は分岐点雇用者数をわずかに上回っているため、見かけの上では雇用増加ペースが鈍くても、労働市場は均衡状態にあると、同レポートは評価している。

図表2 25年は不法移民が純流出



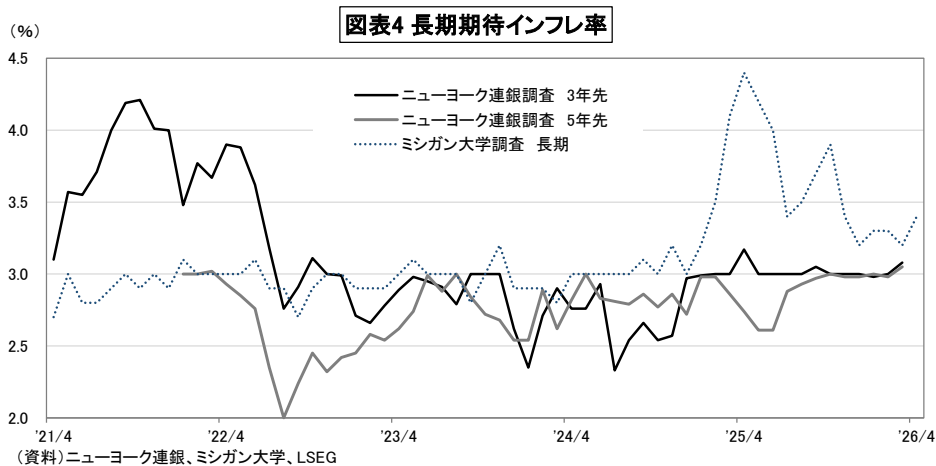
こうしたなか発表された3月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から17.8万人（事業所調査）の増加となり、3か月平均では同6.8万人の増加となった。また、失業率は同0.1ポイント低下の4.3%となった。前述のダラス連銀レポートとあわせて考えると、数字から受ける印象以上に、労働市場は堅調と評価できる。

3月の平均時給は前年比3.5%（前月比0.2%）、生産・非管理職の時給は同3.4%（同0.2%）の上昇となり、2月から減速した。2%物価目標と整合的な上昇率といえる。



期待インフレ率は上昇

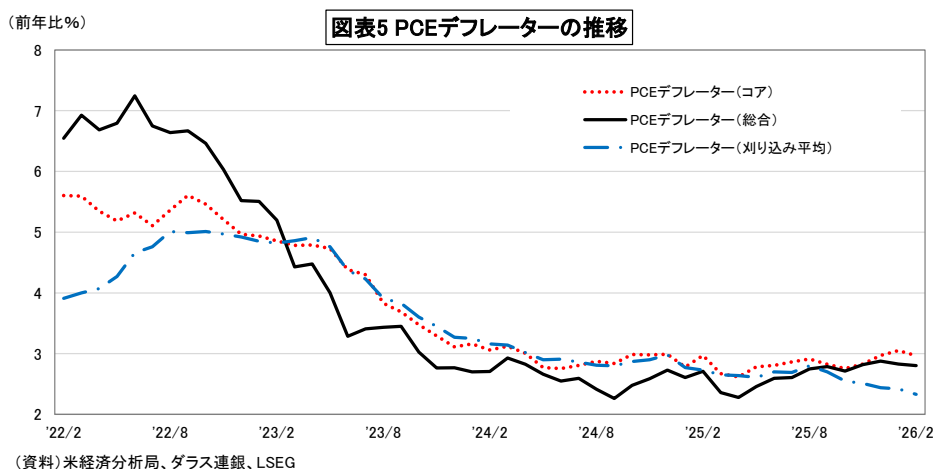
続いて、期待インフレ率の動きを確認すると、3月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月比0.4ポイント上昇の3.4%、3年先は同0.1ポイント上昇の3.1%、5年先は変わらずの3.0%であった。また、4月のミシガン大学調査（速報値）では、1年先は同1.0ポイント上昇の4.4%、長期は同0.2ポイント上昇の3.4%となった。全体としては、期待インフレ率は原油価格上昇の影響から高まった。



インフレ率は下げ 渋りが続く

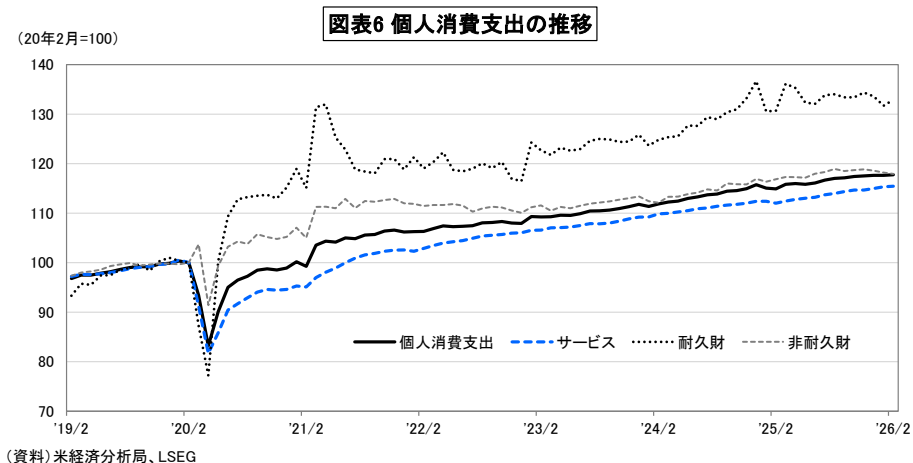
3月の消費者物価指数（CPI）をみると、総合は前年比3.3%（前月比0.9%）、食料、エネルギーを除いたコア区分は同2.6%（同0.2%）となった。また、2月のPCEデフレーターをみると、総合は前年比2.8%（同0.4%）、コア区分は同3.0%（同0.4%）となった。FRBが目標とする2%からは依然として上振れている。

次の利下げは関税の価格転嫁が一巡し、財インフレ率の減速が確認されてからということになるだろうが、その前に中東情勢の緩和と、原油価格や期待インフレ率が落ち着きを取り戻す必要があるだろう。



個人消費支出は小 幅な伸びにとどま った

2月の個人消費をみると、財消費は前月比0.2%、サービス消費は同0.1%となり、全体としては同0.1%と小幅な伸びにとどまった。また、3月の小売売上はガソリンスタンド（Gasoline stations）の売上が同15.5%と、1992年の統計開始以来最大の伸びとなり、全体としても同1.7%と高い伸びを示したが、これをもって個人消費が堅調とは言い難い。



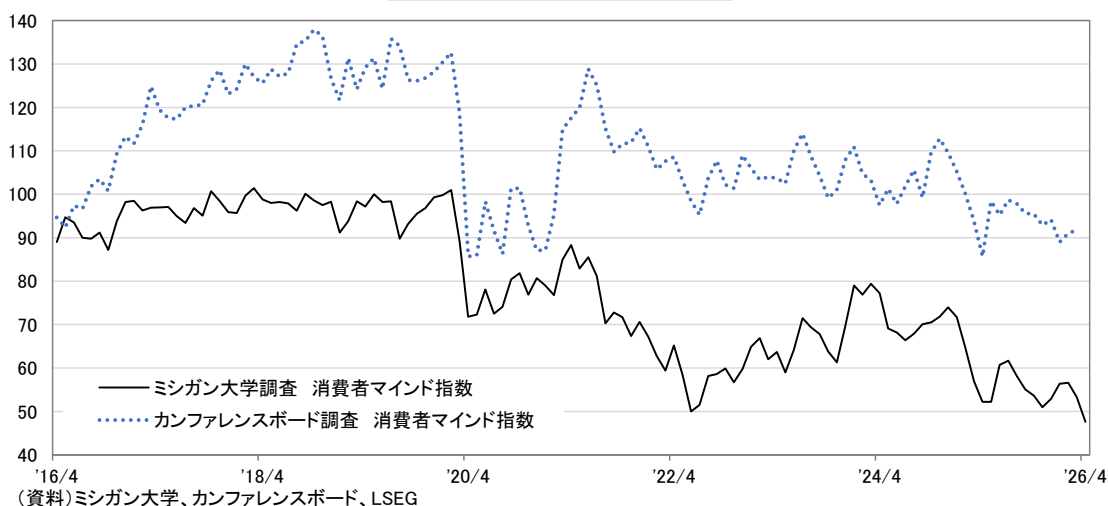
低調な消費者マインド

4月のミシガン大学調査（速報値）について、調査の98%が7日の一時停戦発表前に完了した点を念頭に置きつつ確認すると、4月の消費者心理指数は前月から約11%下落したことで、イラン情勢の悪化に伴い始まった低下傾向の継続が確認できた。

年齢、所得、支持政党を問わず、あらゆる層で心理指数が悪化したほか、指数の全構成要素でも同様の傾向が見られ、今月の下落が広範囲に及んでいることがうかがえる内容となった。また、消費者は物価高や資産価値の下落に対する懸念を大幅に強めている。

自由記述のコメントからは、多くの消費者が経済の悪化をイラン戦争のせいに行っていることがうかがえると、ミシガン大学からは報告された。

図表7 消費者マインドの推移



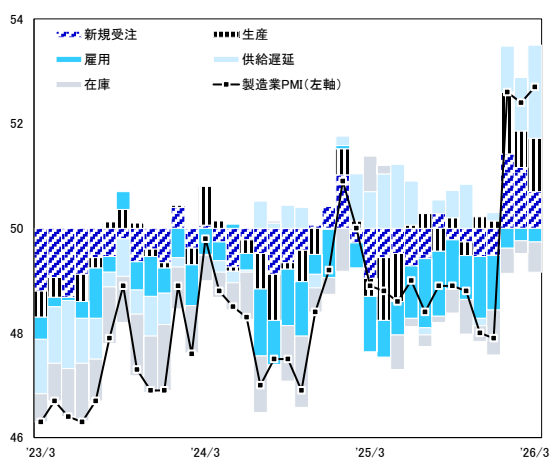
企業部門の拡大がうかがえるISM指数

3月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から0.3ポイントの52.7%と、判断基準となる50%を3か月連続で上回り、製造業の拡大局面を示した。また、サービス業指数は同▲2.1ポイントの54.0%と21か月連続で拡大局面を示した。

価格指数については、製造業が同7.8ポイントの78.3%、サービス業は同7.7ポイントの70.7%となり、いずれも上昇傾向が顕著である。

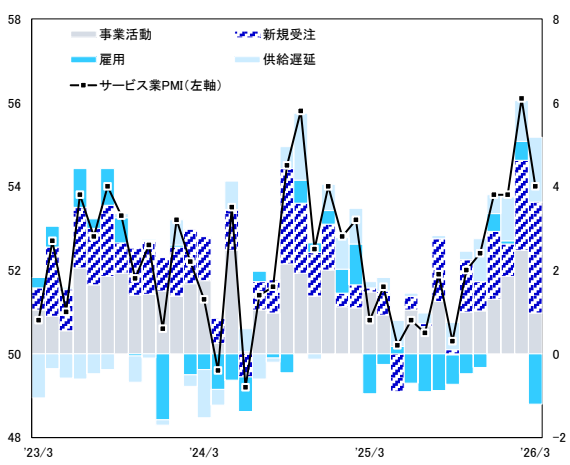
雇用指数については、製造業が同45.2%と30か月連続で縮小傾向となり、サービス業も45.2%と4か月ぶりに縮小傾向を示した。全体としては、企業部門の拡大、価格上昇と雇用削減がうかがえる内容となった。

図表8 ISM 製造業PMIの推移



(資料)ISM、LSEG (注)各指数の寄与度は、50%からの乖離分とウェイトの積。

図表9 ISM サービス業PMIの推移



(資料)ISM、LSEG (注)各指数の寄与度は、50%からの乖離分とウェイトの積。

景気の先行き：拡張的な財政政策とAIブームによる経済成長

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず、平均関税率はやや低下すると見込まれ、IMF4月世界経済見通しでは13.5%と見積もられている。このため、景気下押し効果は一層弱くなるだろう。また、25年7月に成立したトランプ減税(OBBBA)も景気下支えとなる。

さらに、半導体やデータセンターへの旺盛な需要が見込まれることからAIブームが続くと想定される。IMFは25年のAI投資が米経済成長率を0.5ポイント押し上げた試算していることから、AI投資は非常に強力な成長要因と考えられる。

中東情勢が比較的早期に落ち着くと仮定の下、マクロ経済見通しとしては、設備投資や株高、富裕層による個人消費に支えられることで、26年も米国景気の堅調な成長を見込む。

もっとも、中東情勢が悪化する場合は下振れシナリオを考察することとなるだろう。インフレ率の評価やウォーシュ次期FRB議長候補についての様々な疑惑と動向なども注目点といえる。なお、パウエルFRB議長は5月15日で任期満了となるが、ウォーシュ氏の就任に必要な上院での承認の見通しは、21日の上院銀行委員会公聴会後も依然として不明瞭といえる。

長期金利：下がりにくい展開を予想

最後に市場の動きを確認すると、3月は米国とイスラエルによるイランへの攻撃とホルムズ海峡封鎖、原油価格上昇などがテーマとなった。インフレ率の再加速が警戒されたことに加えて、FRBによる26年内利上げの可能性が多少織り込まれたことなどから、米長期金利(10年債利回り)は上昇傾向で推移した。3月にかけて36bpの上昇となった。

4月入り後も引き続き中東情勢や米・イラン間の和平交渉が注目材料となったが、長期金利は方向感を欠く展開となった。

先行きについて考えてみると、現時点では中東情勢が最大の材料となっており不確実性が高い。とはいえ、湾岸諸国の破壊された原油設備が完全に復旧するには数年かかるとみられることから、エネルギー需給がタイト化し価格は高止まりすると見込まれる。インフレ率の高止まりも予想されることから、引き続き、中東情勢が沈潜化しても長期金利は下がりにくい展開を予想する。



株式市場：大幅な下落は回避できるのではないか

2月入り後の株式市場（ダウ平均）は、1月末から反発基調で推移し、6～10日にかけて3営業日連続で最高値を更新、10日は50,188.14ドルで取引終了となった。一方で、2月半ばにかけてAI関連リスクの認識が強まり、不安定な相場が続いた。23日はイランを巡る地政学的リスクの高まりや、AIの懸念と混乱を指摘したシトリニ・リサーチのレポートなどを受け下落した。

3月にかけては、中東情勢が緊迫化したことからリスクオフが強まり、月末は45,000ドル前半まで下落する場面も見られた。3月31日以降は、停戦合意や和平交渉などを背景に、中東情勢の最悪期は過ぎ去ったとの楽観的な見方が広がったことで、株価は急回復した。

先行きについてはやはり中東情勢次第ではあるものの、これまでの経験則から、株が極端に下落する局面でトランプ大統領が停戦に向けて動くインセンティブが強まると考えられることから、引き続き、株価の大幅な下落は回避できると予想する。

(26. 4. 24 現在)