

景気は堅調だが、インフレ加速が懸念される

～ウォーシュ氏が新 FRB 議長に就任～

佐古佳史

要旨

本レポート執筆時点では米国・イラン間の停戦合意が進展しているとの報道はあるものの、依然として不透明感が拭えない。

ウォーシュ氏は5月22日、FRB議長へ就任した。就任宣誓式は通常のFRB本部ではなくホワイトハウスで実施された。バランスシートをめぐる議論や、政策金利変更、市場とのコミュニケーション、インフレ率の認識など、今後の政策運営が注目される。

5月の全米平均レギュラーガソリン価格は、4.5ドル/ガロン(≒189円/リットル)と約4年ぶりの高値で推移しており、足元の経済指標では、インフレ率の上昇を理由とした消費者マインドの低下が目立つ。

しかし、中長期の期待インフレ率が上昇しているとは言い切れない。このため、FRBが利上げに転じる必要があるとは5月時点では判断できない。

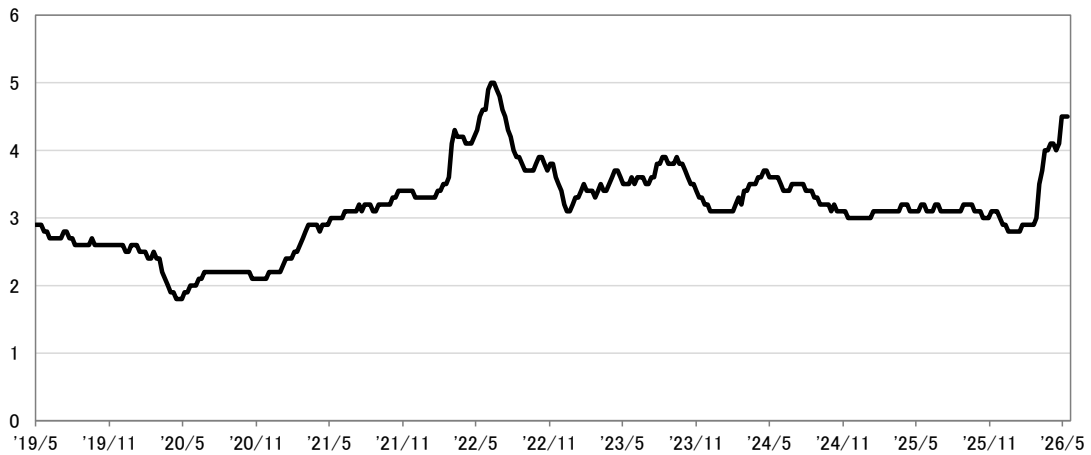
中東情勢の不透明感が継続

本レポート執筆時点では米国・イラン間の停戦合意が進展しているとの報道はあるものの、米国側が交渉における目標を拡大させていることもあり、依然として不透明感が拭えない状態と思われる。こうしたなか、5月の全米平均レギュラーガソリン価格は、4.5ドル/ガロン(≒189円/リットル)と約4年ぶりの水準で推移した。

国際エネルギー機関(IEA)は5月13日、月次のオイルマーケットレポートを更新した。ホルムズ海峡の封鎖により2月以降の供給損失は合計1,280万バレル/日、4月の世界原油供給は9,510万バレル/日となった。一方で、26年の世界原油需要は、価格高騰と経済環境の悪化などから25年比42万バレル/日減少の1億400万バレル/日の見込みとなった。今後の見通しとしては、ホルムズ海峡解放後も、供給回復は遅れる見込みとされた。

(ドル/ガロン)

図表1 全米平均ガソリン価格



(資料)米エネルギー情報局、LSEG

ウォーシュ氏が新 FRB 議長に就任

ケビン・ウォーシュ氏は5月22日、FRB議長へ就任した。就任宣誓式は通常のFRB本部ではなくホワイトハウスで実施され、ウォーシュ氏は5月22日、FRB議長へ就任した。就任宣誓式は通常のFRB本部ではなくホワイトハウスで実施され、これは1987年のグリーンズパン以来となる異例の対応と報じられた。今回の人事にはトランプ大統領が強く関与し、式典にも同席したものの、式場ではFRBの独立性を尊重する姿勢を示す発言も行われた。政治介入への懸念を和らげる意図があったのかもしれない。

ウォーシュ新FRB議長の現時点で確認できる方針としては、インフレ加速の原因を過剰流動性とみなす立場から、バランスシート縮小を重視し、結果的に、長期金利の高止まりについては寛容とみられる。ただし、過剰流動性とインフレ率の関係についてはあまり説得力があるとは思えない。

一方で、AIが供給力を押し上げることでインフレ圧力を弱めるという「AIディスインフレ論」も主張しているため、将来的な利下げの根拠となるかもしれない。

また、FRBの改革を重視しており、コロナ禍以降に膨張したFRBの役割を批判し、物価安定と雇用最大化という本来の使命に回帰させる姿勢を明確にしている点も特徴的といえる。

判断が分かれる論点としては、インフレ指標についてはコアPCEより低く出ている刈込平均や中央値のPCEデフレーターをウォーシュ議長は重視する傾向があるため、政策金利を低めに誘導するバイアスがあるのかもしれない。さらに、ドットプロ

堅調な労働市場

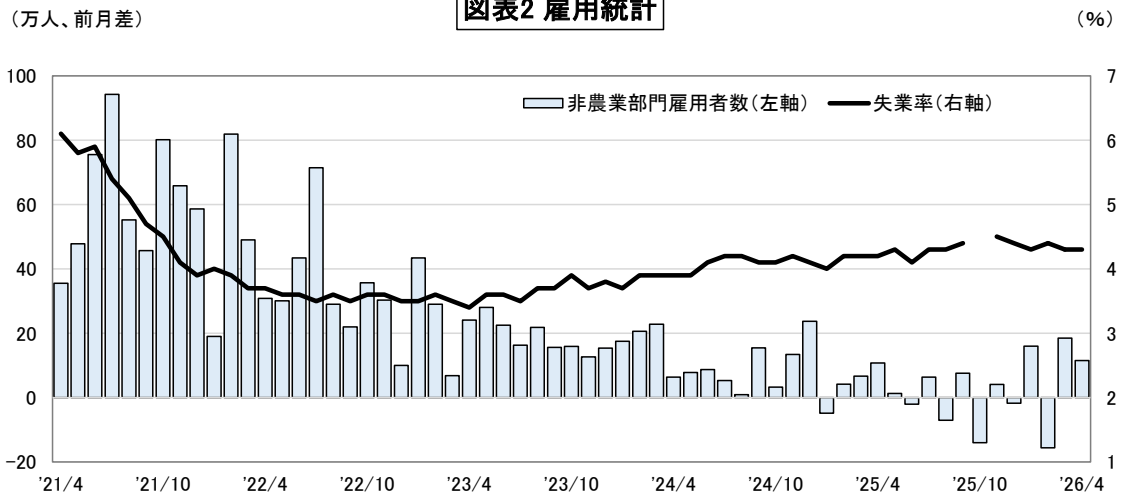
ットなどのフォワードガイダンスを「金融政策の柔軟性を損なう」として見直す意向を示しているため、実際の運営方針が固まるまでは、多少混乱があるかもしれない。

ウォーシュ議長は、当然ながらFRBの独立性維持を強調しているものの、トランプ政権との強い関係性や、本質的には利下げ志向と見られる節もあることから、どのような政策運営になるのか非常に興味深い。

さて、4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11.5万人（事業所調査）の増加となり、3か月平均では同4.8万人の増加となった。また、失業率は変わらずの4.3%となった。堅調な内容といえる。

4月の平均時給は前年比3.6%（前月比0.2%）、生産・非管理職の時給は同3.7%（同0.3%）の上昇となった。2%物価目標とおおむね整合的な上昇率といえる。

図表2 雇用統計



(資料)米労働省統計局、LSEG

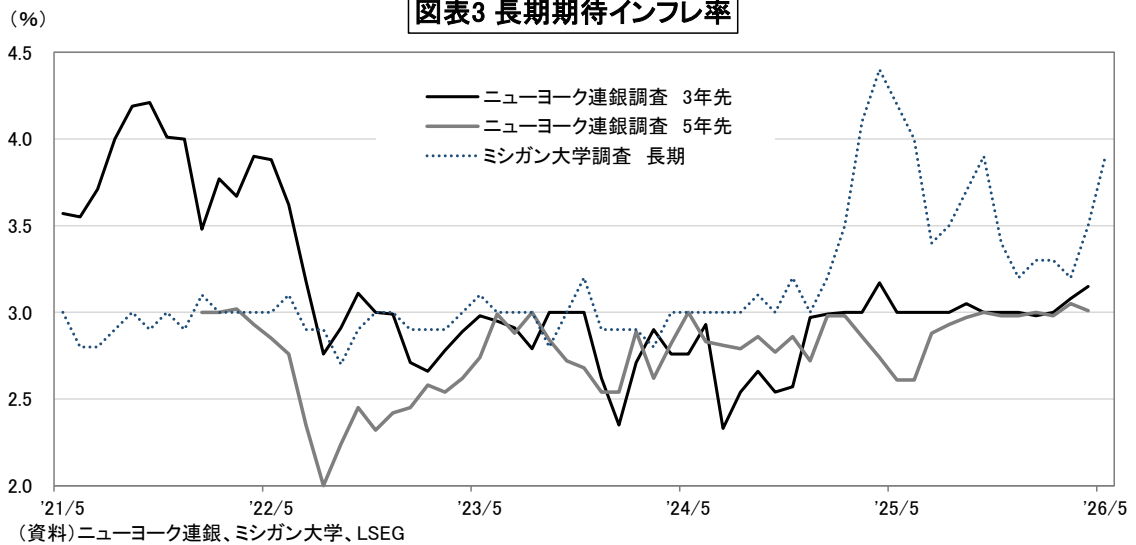
まちまちな動きの長期期待インフレ率

続いて期待インフレ率の動きを確認すると、4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ポイント上昇の3.6%、3年先と5年先はいずれも変わらずの3.1%、3.0%であった。また、5月のミシガン大学調査（確報値）では、1年先は同0.1ポイント上昇の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、原油価格上昇の影響から短期期待インフレ率は高まったといえるが、長期期待インフレ率はまちまちな動きとなっており、判断が分かれるところだろう。このため5月末の段階では、「長期期待インフレ率の上昇を警戒してFRBは利

「上げをする必要がある」とまでは言い切れない印象を受ける。

図表3 長期期待インフレ率

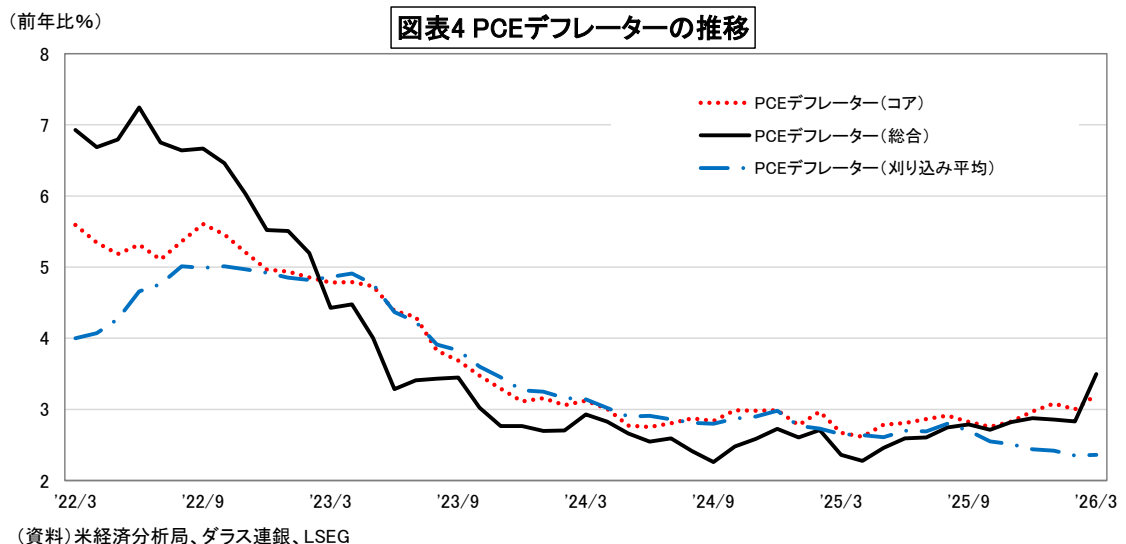


インフレ率は加速

12日に公表された4月の消費者物価指数(CPI)は、エネルギーが前月比3.8%と引き続き速いペースで上昇していることから、総合は同0.6%(前年比3.8%)、エネルギーと食料を除くコアは同0.4%(同2.8%)となった。消費者物価指数の加速が続いている。

また、3月のPCEデフレーターは総合が前年比3.5%、コアが同3.2%とやや加速した。米国時間28日に公表される4月分は一段の加速が見込まれる。

図表4 PCEデフレーターの推移

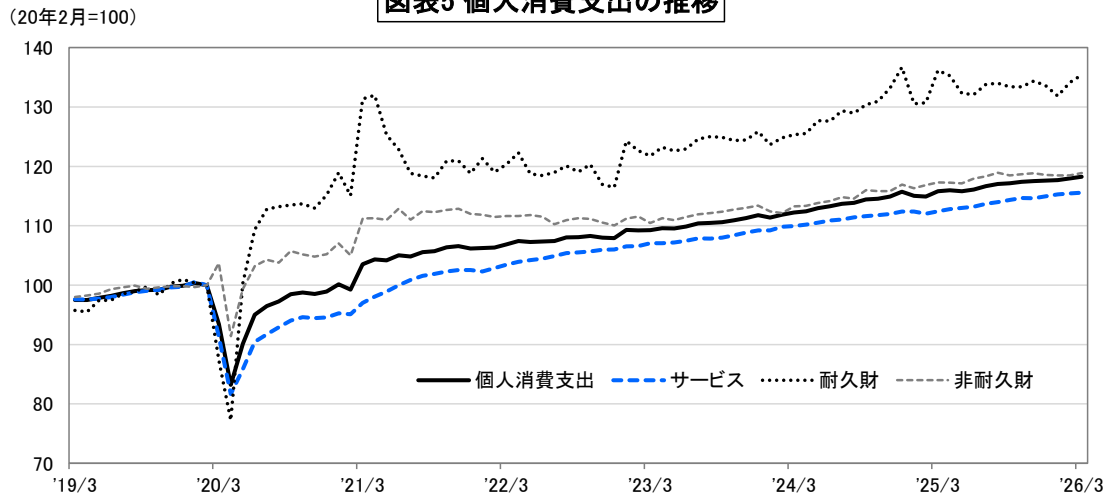


個人消費支出は4月に減少したとみられる

3月の個人消費をみると、財消費は前月比0.6%、サービス消費は同0.1%となり、全体としては同0.2%となった。実質値で見ると、ガソリン・エネルギーは同▲1.4%と大きく減少した。

また、4月の小売売上は同0.5%となり、インフレ率を考慮すると、消費は減少したと考えられる。なおガソリンスタンド（Gasoline stations）の売上は同2.8%となった。

図表5 個人消費支出の推移



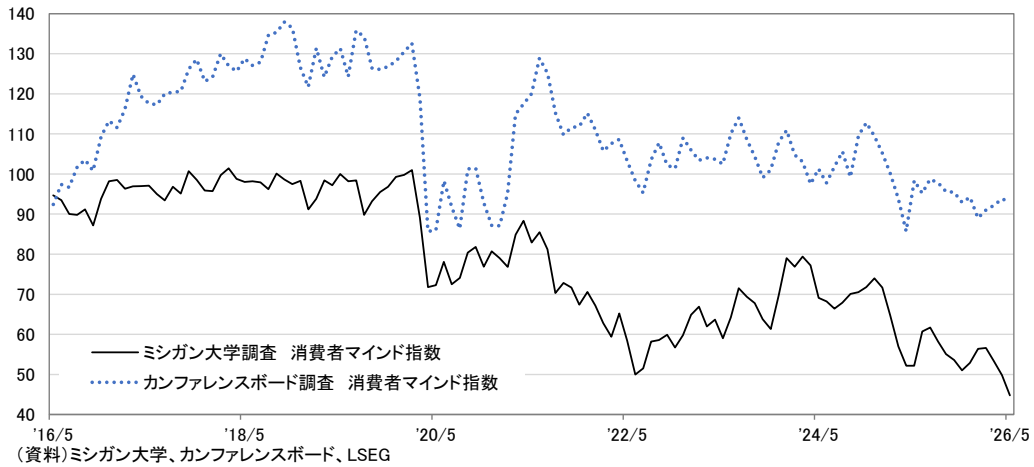
(資料)米経済分析局、LSEG

低調な消費者マインド

5月のミシガン大学調査（確報値）をみると、ホルムズ海峡での供給混乱によりガソリン価格の高騰が続いていることから、消費者マインド指数は3か月連続で低下し、過去最低水準（22年6月）を小幅に下回った。

あわせてミシガン大学からは、①57%の消費者が自発的に「物価高が家計を圧迫している」と回答し、生活費の高騰が依然として最大の懸念事項であること、②低所得層や非大卒の消費者の景況感低下が特に顕著であったこと、③消費者は、長期的に見てもインフレ率が燃料価格を超えて拡大・蔓延することを警戒していること、④無党派層と共和党支持者の景況感が低下し、両グループとも第2次トランプ政権下で最低の水準を記録した一方で、民主党支持者の景況感は4月からほとんど変化していないこと、などが報告された。

図表6 消費者マインドの推移



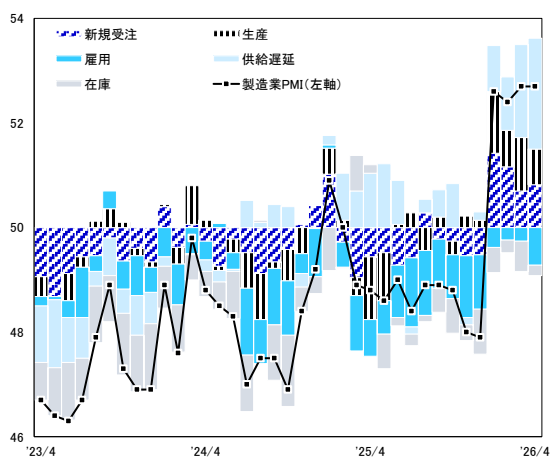
企業部門の拡大が
うかがえる ISM 指数

4月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から変わらずの52.7%と、判断基準となる50%を4か月連続で上回り拡大局面を示した。また、サービス業指数は同▲0.4ポイントの53.6%と22か月連続で拡大局面を示した。

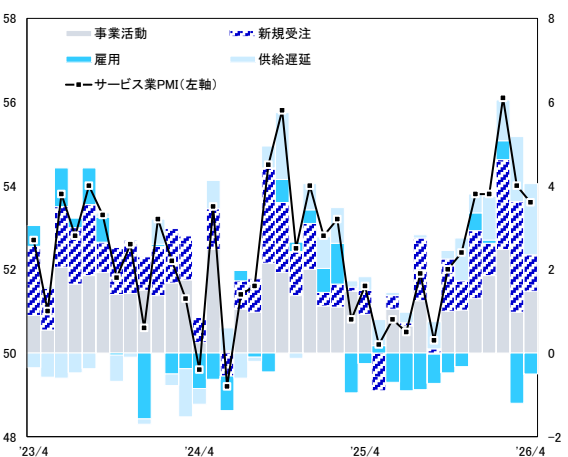
価格指数については、製造業が同6.3ポイントの84.6%、サービス業は変わらずの70.7%となり、いずれも上昇傾向が顕著である。物価高が持続しそうだ。

雇用指数については、製造業が同46.4%と31か月連続で縮小傾向となり、サービス業も48.0%と2か月連続で縮小傾向を示した。全体としては、企業部門の拡大、価格上昇と雇用削減が継続している内容となった。

図表7 ISM 製造業PMIの推移



図表8 ISM サービス業PMIの推移



景気の先行き： 拡
張的な財政政策と

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%

AI ブームによる経済成長

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（OBDDA）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。

なお、5月末時点の政策金利の見通しとしては、インフレ率が高止まりしていることから、利下げは27年半ばへ後ずれすると思われる。一方で、期待インフレ率の上昇が広範に確認できるわけではないことから、利上げする必要性は今のところはないと考える。

もっとも、政策金利見通しについては、中東情勢と原油価格、インフレ率、期待インフレ率などに影響されるため、不確実性が高い。

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、引き続き中東情勢と米・イラン間の和平交渉が注目材料となるなか、FRBが利上げ路線へ転換する可能性も意識されつつある。長期金利（10年債利回り）は、2月28日のイラン戦争開始以降、上昇傾向で推移し、5月19日は停戦協議の停滞感などから、25年1月以来の水準となる4.6%台まで上昇した。その後は、停戦協議の進展を睨みつつ4.5%前後へ低下した。

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。ウォーシュFRB議長の発言にも注意したい。



株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場（ダウ平均）では、3月末以降、停戦合意や和平交渉などの進展から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り、株価が急回復した。好調な企業決算を消化するなかで、AIブームの継続が確認されたことも、株価の上昇要因となっている。ダウ平均は5月半ば以降5万ドル台前後まで回復し、5月27日は終値で50,644.28ドルと最高値を更新した。

先行きについては、AIブームが継続するなかで、中東情勢に気を配る展開が続くと思われるが、停戦交渉が続いていることや、株が極端に下落する局面では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しつつ、緩やかな上昇が継続すると思われる。

(26.5.28 現在)