

原油価格下落からインフレ鈍化へ

～ウォーシュ FRB 新議長の特徴が出た 6 月 FOMC～

佐古佳史

要旨

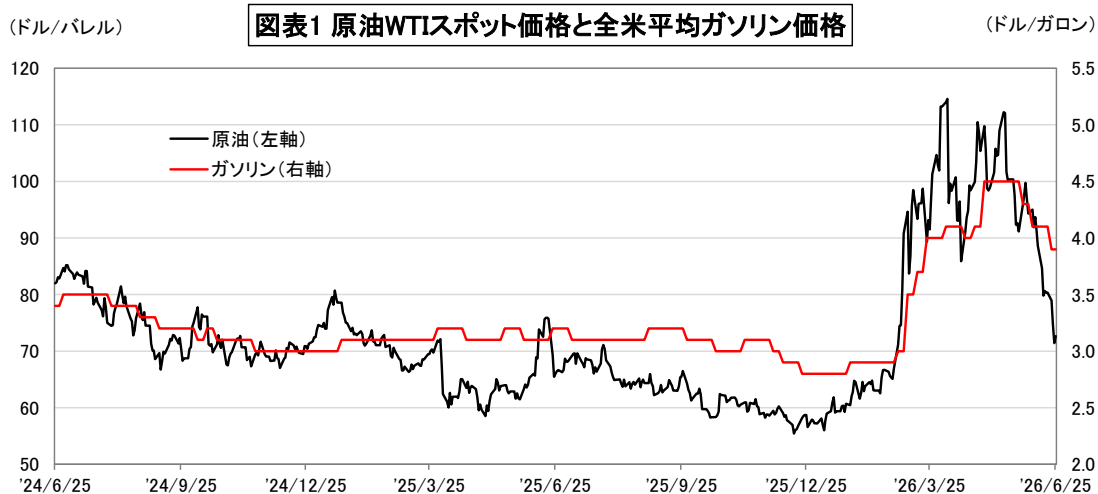
米・イラン間で終戦への最終合意を目指す協議が継続していることから、原油価格は下落傾向で推移している。このため、インフレ率も鈍化が見込まれる。5 月時点では、コア CPI の上昇は小幅にとどまっており、エネルギー高が全体へ波及しているわけではない。こうしたなか、期待インフレ率も比較的安定している。このため、すぐに利上げが必要な環境ではなさそうだ。

6 月 FOMC では、事前予想通り、政策金利の誘導目標を 3.50～3.75%で据え置くことが決定された。あわせて、フォワードガイダンスの終了や、金融政策について 5 分野のタスクフォース(作業部会)を設置することなど、ウォーシュ FRB 新議長の特徴が出た内容となった。

6 月半ば以降は AI ブームを見極める動きが散見されるものの、すぐにブームが終了するとは想定しづらい。このため、景気の先行きとしてはこれまで同様、拡張的な財政政策と AI ブームによる経済成長を見込む。

原油価格下落

米国とイランの戦闘終結に向けた覚書への署名後、6 月 21 日には最終合意を目指す協議が行われたことなどから、中東情勢の安定が意識され原油価格は下落している。24 日時点の原油価格(WTI、スポット)は1バレル=70ドル前半まで下落し、開戦前の2月末比11%上昇にまで戻した。インフレ率の鈍化につながるだろう。



(資料)LSEG (注)ガソリン価格は週次データ。

フォワードガイダンスが終了した 6 月 FOMC

さて、ウォーシュ新 FRB 議長にとって初となる 6 月の FOMC (16～17 日) では、事前予想通り、政策金利の誘導目標を 3.50～3.75% で据え置くことが全会一致で決定された。また、ウォーシュ議長がフォワードガイダンスの有用性を疑問視していることもあり、FOMC 声明文からは今後の金融政策の方向性などが削除され、声明文自体も簡素化された。

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小幅に上方修正され、原油価格の上昇からインフレ率の見通しは大幅に上方修正された。また、ドットプロットでは、9 人の参加者が、26 年内に 1 回 (25bp) 以上の利上げが必要と考えていることが明らかとなった。26 年内の政策金利をめぐるは大きく意見が分かれていることがうかがえる。

図表2 FRB大勢見通し (6月時点)

		2026年	2027年	2028年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0
	3月時点	(%前年比)	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3
失業率	(%)	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	4.0-4.3
	3月時点	(%)	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4
PCEデフレーター	(%前年比)	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	2.0
	3月時点	(%前年比)	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2	
	3月時点	(%前年比)	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0

(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。

FOMC 後の記者会見にて、ウォーシュ FRB 議長は、①金融政策について 5 分野のタスクフォース (作業部会) を設置すること、②5 分野とは、コミュニケーション、FRB のバランスシート、データソース、生産性と雇用、FRB のインフレ枠組みであること、③26 年の秋までに何らかの成果が得られる見込みであること、④26 年末までに、FOMC 後の記者会見など、コミュニケーション全般の見直しが行われる見通しであることなどを述べた。

ウォーシュ FRB 議長は、これまで FRB が金融市場に経済見通しなどを提供しすぎているため、金融市場本来の景気評価などが攪乱されているとの見解を示しており、今後は FRB からの情報発信を減らしていくことになりそうだ。このため、ドットプ

好調な労働市場

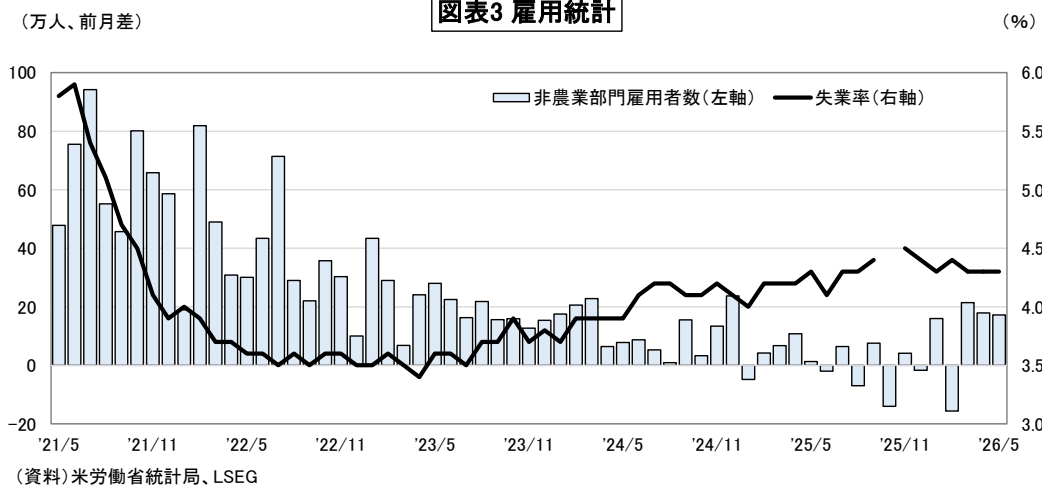
ロットや記者会見なども削除、もしくは簡略化される可能性がある。

さて、5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17.2万人（事業所調査）の増加となり、3、4月分が上方修正されたことで、3か月平均は同18.8万人増と、非常に好調なペースとなった。こうしたなかでも、3月以降の失業率は4.3%で変わらずとなった。一方で、3月以降の労働力人口と労働参加率は、いずれもほぼ一定となっている。なお、失業率の算出に使われる家計調査によれば、足元3か月の雇用者数増減は平均して、前月比4.7万人の減少となっている。

事業所調査での好調な雇用増と、家計調査での一定の失業率が存続する理由は、現時点でははっきりしないものの、例えば、副業する米国人の増加（家計調査では計測されない）や不法移民の純流入増加など、これまでの労働市場とは異なる環境が背後にありそうだ。いずれにせよ、足元の労働市場は好調といえる。

5月の平均時給は前年比3.4%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.6%（同0.2%）の上昇となり、賃金上昇率の加速はみられず、概ね2%物価目標と整合的な上昇率といえる。また、賃金上昇率が加速していないことから、労働市場がひっ迫しているわけではなさそうだ。

図表3 雇用統計

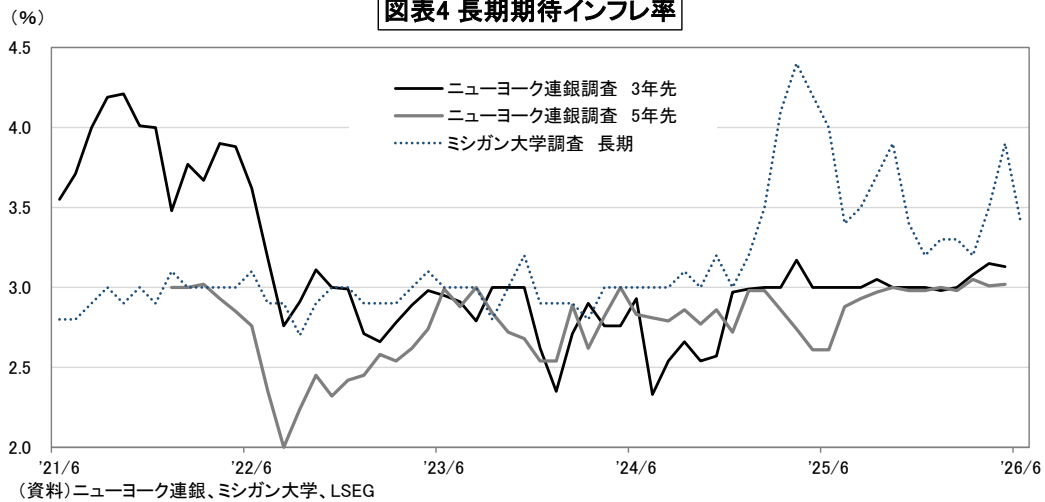


期待インフレ率は低下

続いて期待インフレ率の動きを確認すると、5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0.1ポイント低下の3.5%、3年先と5年先はそれぞれ3.1%、3.0%と先月と同じであった。また、6月のミシガン大学消費者マインド調

査（速報）での期待インフレ率をみると、1年先は同0.2ポイント低下の4.6%、長期は同0.5ポイント低下の3.4%となった。5月同様、原油高が長期期待インフレ率を押し上げている、とまでは言い切れない。全体としては、すぐにでもFRBによる利上げが必要という状況ではなさそうだ。

図表4 長期期待インフレ率

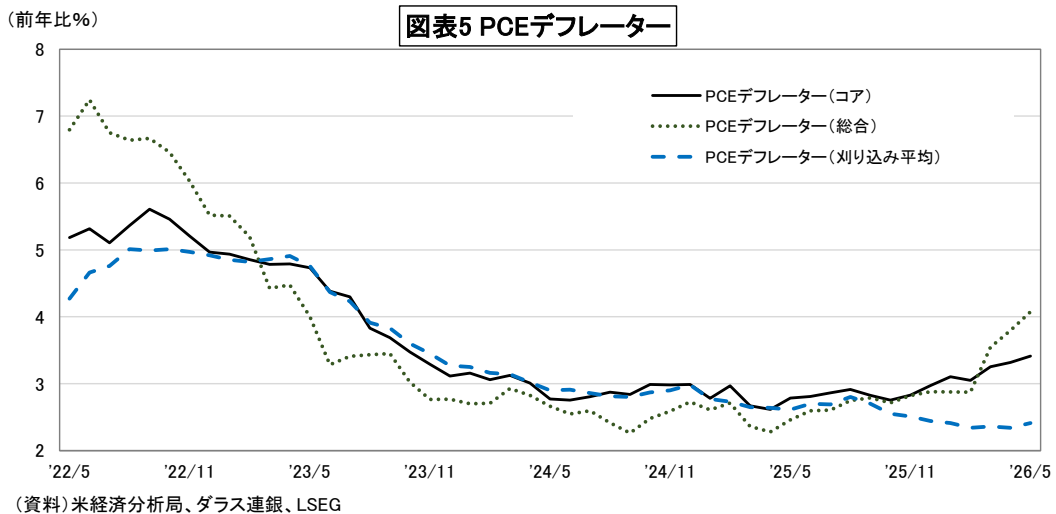


コア CPI は鈍化

10日に公表された5月の消費者物価指数（CPI）は、エネルギーが前月比3.9%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0.5%（前年比4.2%）となった。一方で、エネルギーと食料を除くコアは同0.2%（同2.9%）と、4月の同0.4%から鈍化した。エネルギー価格の高騰はあるものの、消費者物価指数全体に波及しているわけではなさそうだ。

また、5月のPCEデフレーターは総合が前月比0.4%（前年比4.1%）、コアが同0.3%（同3.4%）と高止まりしている。先行きは、原油価格の下落から鈍化が見込まれる。

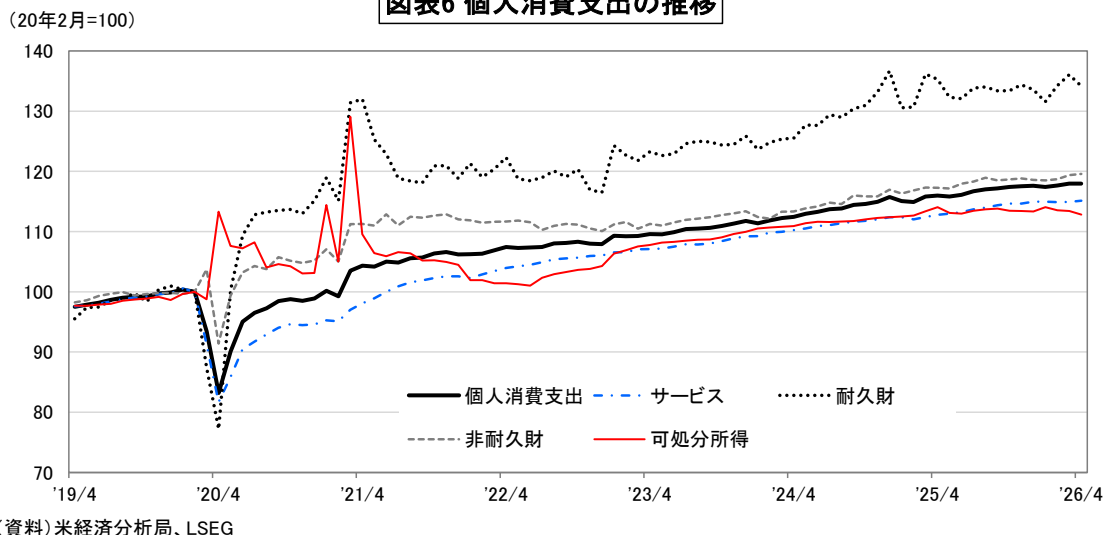
図表5 PCEデフレーター



5月の個人消費支出は反発

5月の個人消費をみると、財消費は前月比0.5%、サービス消費は同0.2%となり、全体としては同0.3%と4月の同▲0.0%から反発した。また、5月の小売売上は同0.9%となり、4月の同0.4%から加速し、インフレ率を上回ったことで、実質値でも伸びが確認できた。

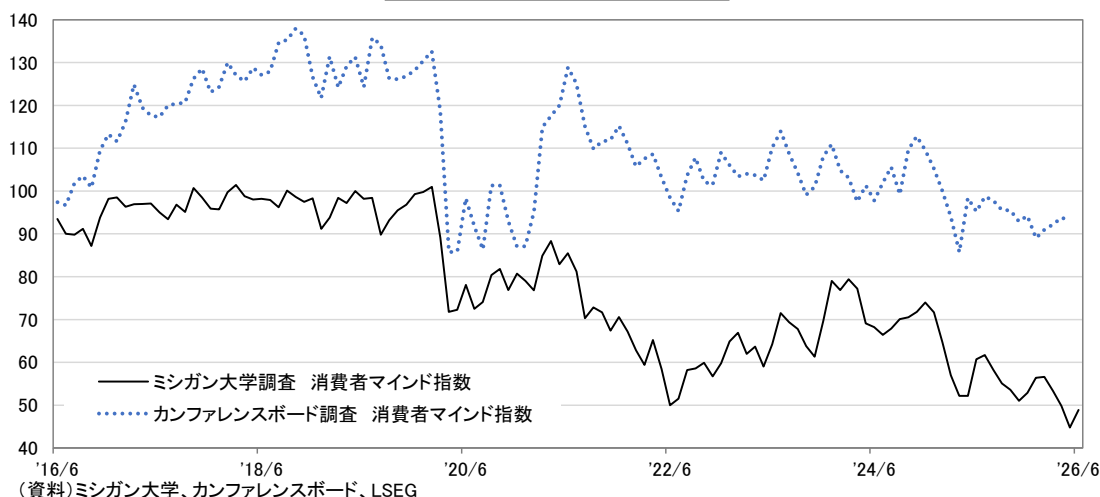
図表6 個人消費支出の推移



消費者マインドは改善

6月のミシガン大学調査の消費者マインドは、6月前半にガソリン価格が下落したことから、前月比9%上昇した。消費者マインドの改善は広くみられたが、低所得層で顕著だった。

図表7 消費者マインドの推移



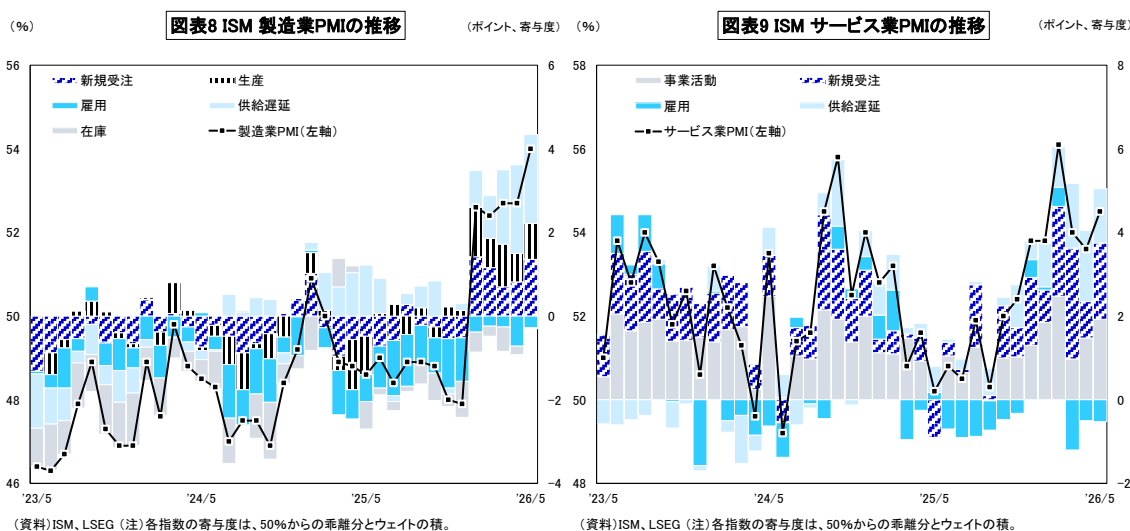
企業部門の拡大がうかがえるISM指数

5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54.0%と、判断基準となる50%を5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0.9ポイントの54.5%

と 23 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▲2.5 ポイントの 82.1%、サービス業は同 0.6 ポイントの 71.3%となり、いずれも上昇傾向が顕著である。5 月時点では物価高が意識される内容となった。

雇用指数については、製造業が 48.6%と 32 か月連続で縮小傾向となり、サービス業も 47.9%と 3 か月連続で縮小傾向を示し、5 月の雇用統計とは方向感が異なった。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。



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

長期金利：4.2%程度へ一旦低下も

さて、景気の先行きを考えると、原油価格の下落やトランプ減税 (OBBBA)、AI ブームが景気の下支えとなることが見込まれる。これまで同様、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、6 月末時点の政策金利の見通しとしては、コア CPI の鈍化や、期待インフレ率が比較的安定していることなどから、すぐに利上げが必要ない環境ではなさそうだ。

最後に市場の動きを確認すると、米・イラン間の停戦協議が材料となるなか、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%台半ばまで上昇した。その後は、米・イラン間の停戦協議の進展と原油価格の下落から長期金利は低下し、足元は 4.4%前後での取引となった。

先行きについて考えてみると、原油価格が大幅に下落したためインフレ率の鈍化が見込まれる。FRB の利上げが引き続き材料視されることとはなるが、一旦は 4.2%程度へ低下しても不思議ではない。



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。6月半ば以降はAI関連企業のバリュエーションの高さや巨額なAI投資費用への警戒感が強まってはいるが、原油価格下落を好感したことでダウ平均は上昇が継続した。6月末は52,000ドルを挟んだ取引となっている。

足元ではAIブームを見極める動きが散見されるものの、すぐにブームが終了するとは想定しづらい。また、ダウ平均は原油価格下落の恩恵を受けやすいこともあり、先行きについては緩やかな上昇が継続すると見込む。

(26. 6. 26 現在)