

9 月 FOMC にて利上げ路線へ転換

～米中貿易休戦は 27 年 1 月まで延長～

佐古佳史

要旨

中東情勢の緊迫化や、紅海経由での原油輸送が一時混乱したことなどから、原油価格は 9 月半ばにかけて再上昇した。やや遅れて、全米平均ガソリン価格も上昇している。

9 月末に行われた米中首脳会談では、米中貿易戦争の休戦期間を 2 か月間延期することが決まったが、それ以外の分野では大きな成果はなかった。

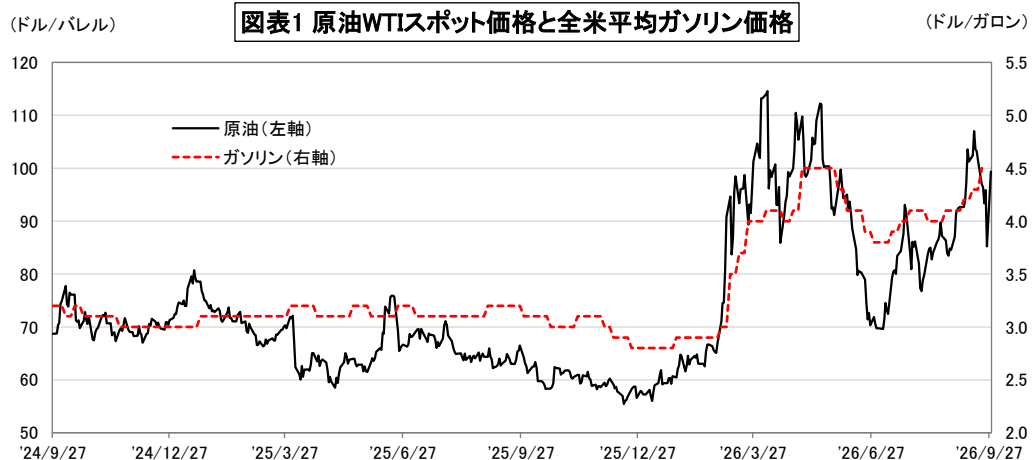
9 月 FOMC では 25bp の利上げが全会一致で決定され、政策金利の誘導目標は 3.75～4.00%となった。26 年内のさらなる利上げが見込まれている。

足もとでは、AI をめぐる様々な懸念が見られるが、ハイパー・スケーラーの 26 年第 2 四半期決算からは、AI 関連設備投資や AI ブームがしばらく続くと思われる。このため、景気の先行きとしても、堅調さが持続する展開を見込む。

ガソリン価格上昇

中東情勢の緊迫化や、紅海経由での原油輸送が一時混乱したことなどを背景に、9 月中旬にかけて原油価格（WTI、スポット）は 1 バレル=100 ドル台半ばへと急騰した。やや遅れて、全米平均ガソリン価格も上昇し、足元では 1 ガロン=4.5 ドル（1 リットル=約 187 円）となっている。

米政府は 9 月に入り、中東と欧州各国に対し、イラン系航空便と銀行を締め出すよう圧力をかけている。また、トランプ大統領は、11 月の中間選挙後にイランへの爆撃を再開する予定を表明した。



(資料) LSEG (注) ガソリン価格は週次データ。

友好ムードを演出した米中首脳会談

9 月末に行われた米中首脳会談では、ホワイトハウスの報道によると米中間で「建設的戦略安定関係」を構築することで合意したとされるが、具体的な成果は乏しいとの評価が多かった。またトランプ大統領による中国との友好ムード演出には、共和党・民主党双方からの批判が出ているようだ。

米中貿易戦争については、中国側が 2 年間の休戦延長を求めたのに対し、27 年 1 月 10 日までの 2 か月間と短期間の延長となった。

AI 開発については、26 年半ば頃から「AI 暴走」の脅威がたびたび指摘されており、米中間でホットライン設立の動きも水面下ではあるようだが、今回の協議内容は明かされなかった。安全保障や覇権競争に直結する一方で、特に米国では民間主導で開発が行われていることから、米政府としては判断が難しいと思われる。

なお、11 月に中国、12 月に米国と 26 年内にあと 2 回の首脳会談が予定されている。

中間選挙は民主党が優勢の模様

11 月 3 日に投開票が行われる中間選挙まで残り 5 週間となった。ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、中間選挙を控えた大統領支持率調査において、トランプ大統領の支持率は 1990 年以降で最低とのことであった。また、9 月末現在の予想としては、上下両院とも民主党が過半数議席を取得する見通しが散見される。

9 月 FOMC にて利上げ路線に転換

8 月の消費者物価指数(CPI)が、総合：前年比 3.4%（前月比 0.4%）、コア：同 2.4%（同 0.3%）と上振れたため、利上げがほぼコンセンサス化した中で迎えた 9 月 FOMC（15～16 日）では、25bp の利上げが全会一致で決定され、政策金利の誘導目標は 3.75～4.00%となった。利上げは 3 年ぶりとなる。

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、失業率は小幅に下方修正された。一方で、インフレ率の見通しはほぼ変更がなかった。FRB としては、インフレ率のさらなる加速を見込んでいるわけではないが、これまでの「政策金利を据え置いてインフレ率の鈍化を待つ戦略」を維持できる状況ではなくなったとみられ、タカ派に転換したといえる。

8 月 CPI と 9 月 FOMC を受けて、筆者も政策金利見通しをこれまでの据え置きから、追加利上げへと修正した。

図表2 FRB大勢見通し（9月時点）

		2026年	2027年	2028年	2029年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.2-2.4	2.2-2.6	2.1-2.3	2.0-2.2	2.0-2.2
	6月時点 (%前年比)	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3		1.8-2.0
失業率	(%)	4.1-4.2	4.0-4.2	4.0-4.2	4.0-4.3	4.0-4.3
	6月時点 (%)	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3		4.0-4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0
	6月時点 (%前年比)	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.3-3.4	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	
	6月時点 (%前年比)	3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2		

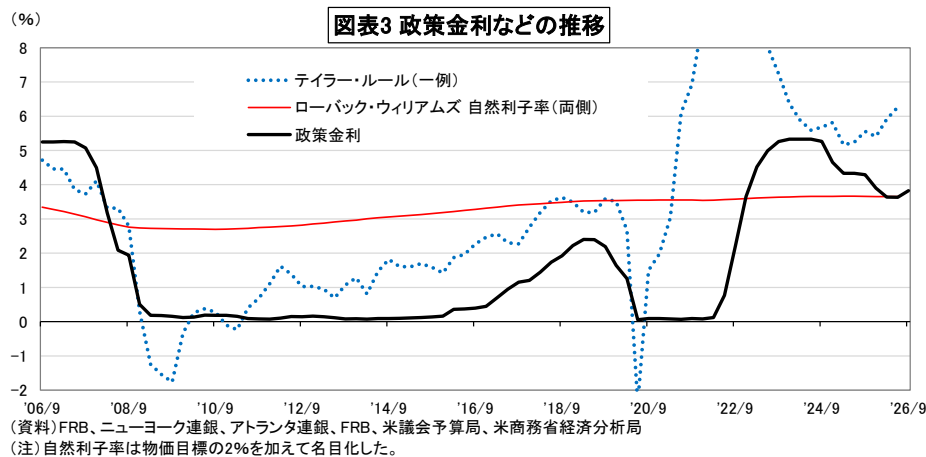
(資料) FRB

(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 後に公表された資料から、FOMC 参加者の各年末時点での政策金利を記したドット・プロットを確認すると、26 年内に追加利上げが行われる可能性が高いことがうかがえる。また、中央値で判断すれば、27 年は政策金利が据え置かれる見通しとなった。ただし、ドット・プロットの有効性は低いと思われる。

ここで、テイラー・ルールが示す金利水準と、足元の政策金利（3.75～4.00%）を比較すると、前者が2ポイント程度高い。このため、ある程度の利上げ余地がありそうだ。実際に、足元では、10 月 FOMC（27～28 日）での利上げ織り込みが進んでいる。なお、図表 3 に示したテイラー・ルールは、アウトプットギャップと「コア PCE デフレーターと FRB の 2%物価目標の乖離幅」を変数として利用した。

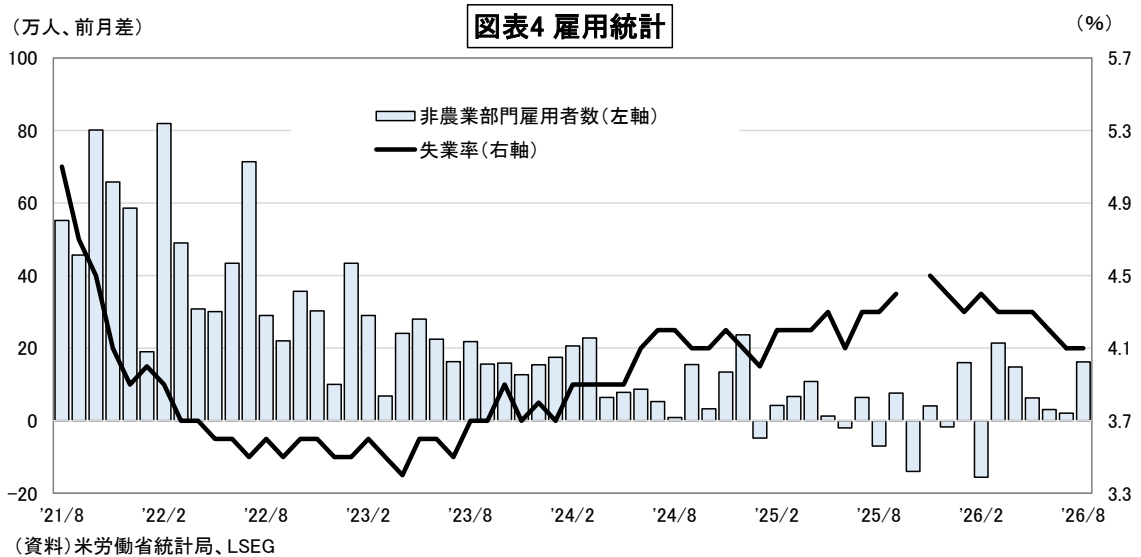
先行きの見通しとしては、10 月 FOMC 利上げにて追加利上げを決定後、12 月 FOMC での利上げの必要性を考える展開を予想する。現時点では 26 年内にさらに 2 回（合計 50bp）の追加利上げが決定される可能性は十分に考えられるだろう。



底堅い労働市場

8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16.2万人（事業所調査）の増加となり、6、7月分が合計5.5万人上方修正されたことで、3か月平均は同7.1万人の増加となった。労働力人口と労働参加率は、それぞれ同68.3万人増加、0.2%上昇となり、失業率は4.1%で変わらずとなった。足元の労働市場は底堅いといえる。

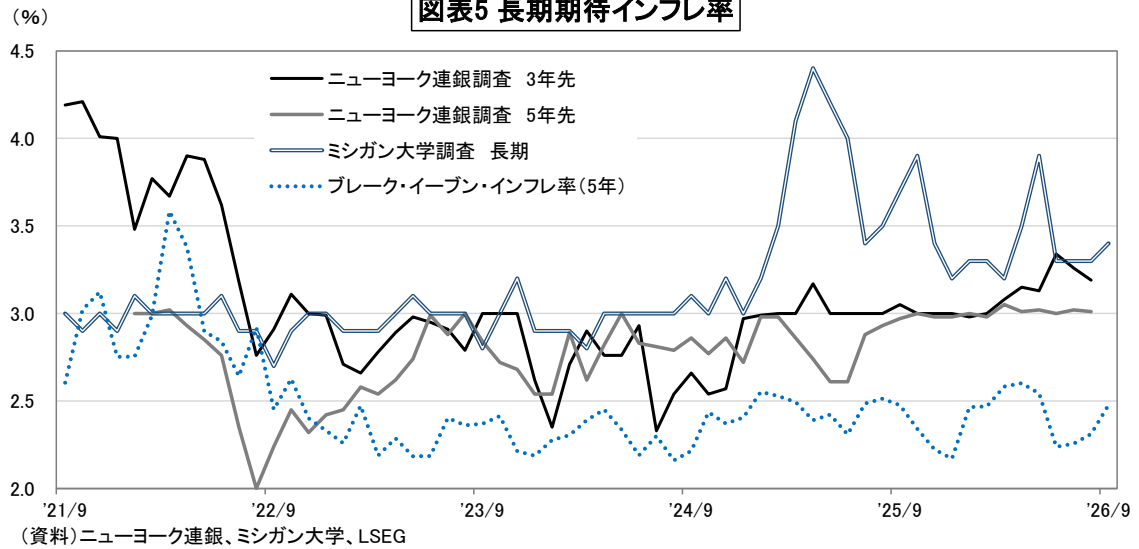
8月の平均時給は前年比3.1%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.3%（同0.3%）の上昇となり、賃金上昇率は緩慢といえる。



やや高い期待インフレ率

続いて期待インフレ率を確認すると、9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は、1年先が前月から0.6ポイント上昇の4.6%、長期が同0.1ポイント上昇の3.4%となった。また、8月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率は変わらずの3.6%、3年先は同0.1ポイント低下の3.2%、5年先は変わらずの3.0%となった。最近のデータからは、期待インフレ率が概ね横ばいで推移しているとみられるが、水準としてはやや高い。

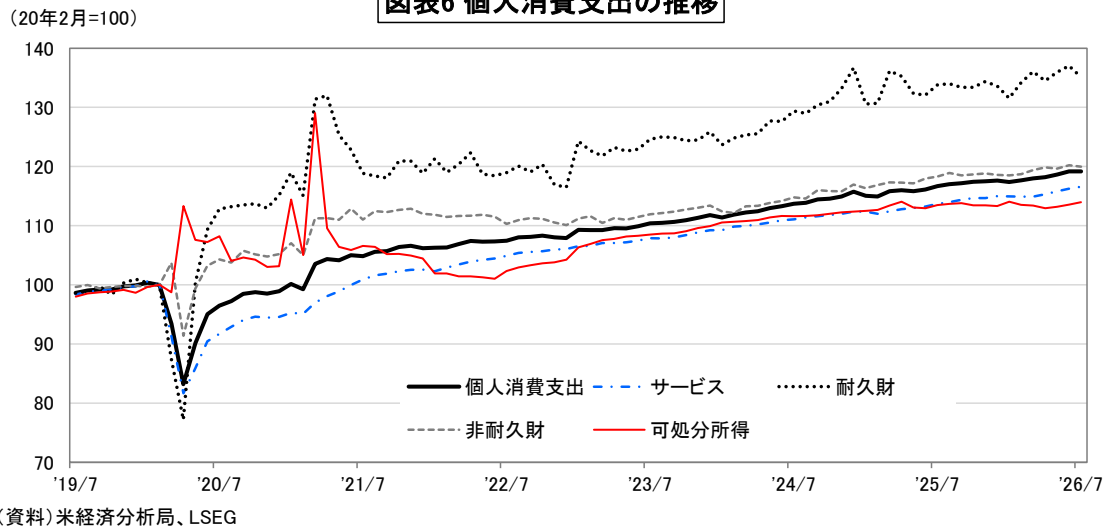
図表5 長期期待インフレ率



小幅ながら 6 か月 連続で増加した個人消費支出

7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0.3%となり、全体としては同0.0%と非常に小幅ながら6か月連続で増加した。なお、GDP統計（改定値）では、4～6月期の個人消費支出は前期比年率3.4%へ上方修正された。また、8月の小売売上は同1.2%（ガソリンスタンドを除く区分では同1.1%）と好調だった。個人消費は底堅いと判断できる。

図表6 個人消費支出の推移



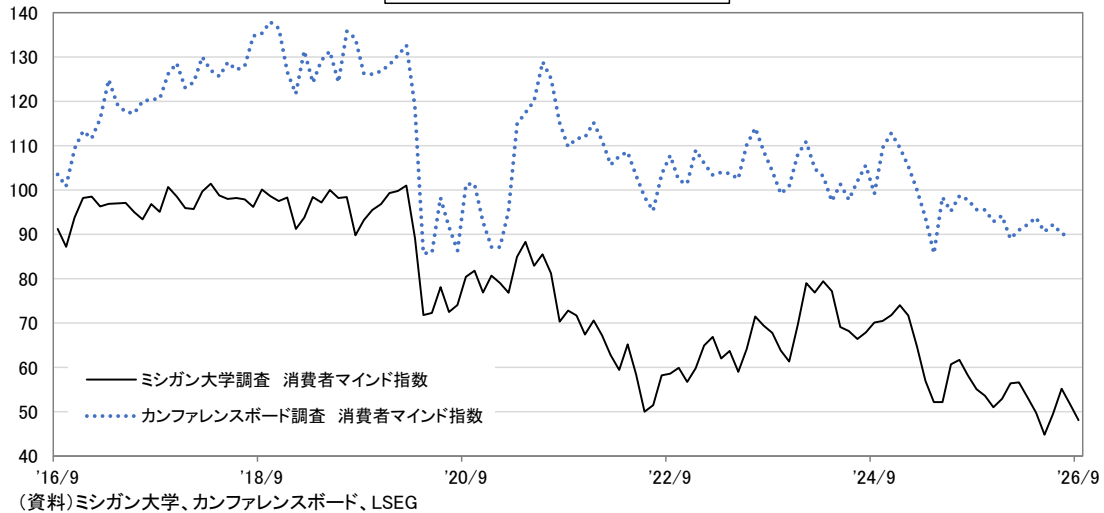
消費者マインドは 低下

9月のミシガン大学調査の消費者マインドは、前月から4ポイント弱下落し、4か月ぶりの低水準を記録した。26年1月と比較して15%の低下となっている。

ミシガン大学からは、①物価高への懸念は引き続き高いこと、②燃料価格の高止まりや再燃する貿易摩擦が経済全体に波及するのではないかという懸念が再燃したこと、③共和党支持者の

景況感は26年1月比▲20%、民主党支持者は同▲13%となったことなどが報告された。

図表7 消費者マインドの推移



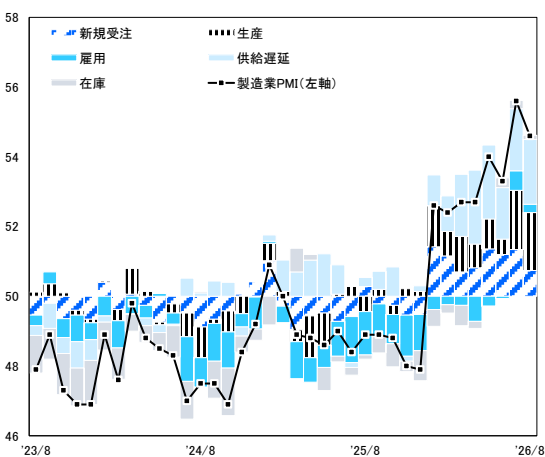
企業部門の拡大継続 がうかがえる ISM 指数

8月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲1.0ポイントの54.6%と、判断基準となる50%を8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+1.3ポイントの55.4%と26か月連続で拡大局面を示した。

価格指数は、製造業が変わらずの71.1%、サービス業は同+2.3ポイントの72.6%となり、いずれも上昇傾向が強い。

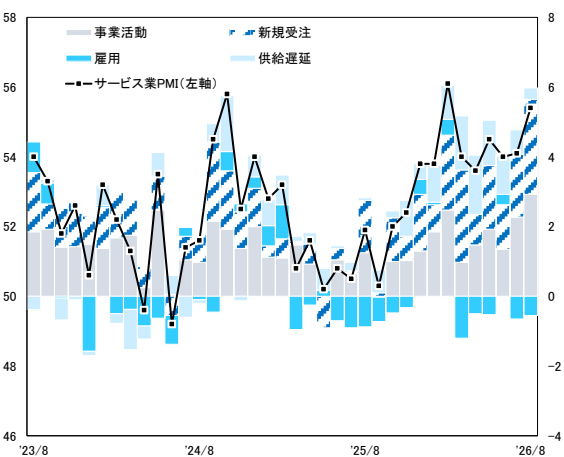
雇用指数は、製造業が51.2%と2か月連続で拡大傾向となった。一方、サービス業は47.8%と2か月連続で縮小傾向を示した。全体としては、企業部門の好調な拡大が継続していることがうかがえる内容といえる。

図表8 ISM 製造業PMIの推移



(ポイント、寄与度) (%)

図表9 ISM サービス業PMIの推移



(ポイント、寄与度)

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、景気の先行きを考えると、トランプ減税（OBBA）、AIブームが引き続き景気の下支えとなりそうだ。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、米国景気の堅調な成長を見込む。実際に、賃金上昇率は穏やかではあるものの、4～6月期は個人消費が好調だった。また、26年4～6月期の純資産・可処分所得倍率は8.3倍と、コロナ禍後のピークを上回った。

足もとでは、AIの暴走懸念に加え、AI開発企業の株式公開延期、データセンター建設への反対運動、同施設への電力供給不足など様々な懸念が強まっている。AI企業の資金繰りを含めて、先行きを見極める動きが強まっていくだろう。

とはいえ、ハイパー・スケーラーの26年第2四半期決算と見通しは、AI関連設備投資がしばらくは増加することがうかがえる内容となったことから、AIブームが即座に終了することは考えづらい。

図表10 純資産/可処分所得比率の推移



(資料)米商務省、LSEG (注)データは26年4～6月期まで。

長期金利：急上昇したが、引き続き利回り上昇の地合い

最後に市場の動きを確認すると、前年度から0.3兆ドル拡大する見込みの財政赤字や、40兆ドル超（名目GDP比125%）の政府債務残高への懸念、高インフレの長期化予想、ハイパー・スケーラーの大規模な起債、中東情勢の緊迫化など、長期金利（10年債利回り）が上昇しやすい条件が多いと思われる。

こうしたなか長期金利は、8月末から9月にかけて、FRBの利上げ織り込みや強い経済指標を消化するなかで、40bpの大幅上昇となった。なお、米財務省による長期債の買い戻し増額発表は、利回りを抑える効果がほとんどみられなかった。

先行きについて考えてみると、高インフレと金融引き締め
の長期化を織り込む動きが強まる見込みであることや、イラン戦
争の収束が見込めないことなどから、利回り上昇の地合いが続
くと思われる。



株式市場：引き続 き上値が重い展開 を予想

株式市場（ダウ平均）では、7 月半ば頃からは、中東情勢の悪
化や FRB の利上げ観測、AI 関連企業の収益性や決算を見極める
動きが強まったことで、株価は弱含む動きがみられたが、ダウ
平均はわずかな下落にとどまった。8 月入り後は、原油先物の下
落と米債利回りが低下したことからダウ平均は 5 日に終値で
54,349.12 ドルと史上最高値を更新した。

その後は決算を消化しつつも、国債利回りの上昇と借入コス
トの増加や、イラン戦争の長期化などを嫌気して下落が続いて
いる。

先行きについては、長期金利上昇とイラン戦争継続などの悪
材料が続く間は、引き続き株価は上値が重い展開となりそうだ。

(26.9.29 現在)