米国経済金融

インフレ率の高止まりから、12 月利上げへ

～中間選挙は民主党が両院を制す～

佐古佳史

要旨

11 月 3 日に投開票が行われた中間選挙は、民主党が上院で 56 議席対 44 議席、下院でも過半数を大きく上回る議席を確保し、知事選でも改選 36 州のうち 24 州を制した。

10 月 FOMC では政策金利が据え置かれたものの、議事要旨では、ほぼ全員の参加者が追加利上げの可能性が高いと判断していたことが明らかとなった。労働市場の底堅さが増しつつ、インフレ率が高止まっていることから、12 月 FOMC での利上げはほぼ確実な情勢となった。

7～9 月期 GDP（改定値）は、前期比年率 4.3%と、速報値の 3.4%から上方修正された。個人消費と設備投資が好調だった。ハイパースケーラーの 7～9 月期決算では設備投資計画の拡大が確認されたことから、AI 関連投資が急減速する兆しはみられない。このため、先行きについては、引き続き堅調な成長を見込む。

中間選挙は民主党が両院を制した

11 月 3 日に投開票が行われた中間選挙は、民主党が上院で 56 議席を確保した。下院でも民主党が 258 議席、共和党が 173 議席（未確定 4 議席を除く）となり、上下両院で過半数を制した。また、知事選では改選 36 州のうち民主党が 24 州を制した。

選挙後のトランプ大統領は、米国に工場を建てない外国企業に対して最大 300%の関税を課し得ると発言するなど、関税政策を続ける姿勢を示した。議会では、上院が 19 日、イラン戦争に関する戦争権限決議案を否決した。

今後のトランプ大統領の動きとしては、いわゆるレガシー作りのため、民主党が支配する議会の承認を得ることなく実行できる外交での動きが活発化するとの予想が多い。

米中首脳会談と貿易休戦の延長と新たな関税案

19 日には、APEC 首脳会議に合わせて中国の深圳で米中首脳会談が開催され、両国は「建設的な戦略的安定関係」を構築することで合意したと発表された。AI をめぐる安全性や麻薬対策での協力拡大も盛り込まれたが、新たな関税緩和の発表はなかった。

米中貿易戦争の休戦は 27 年 1 月 10 日まで延長されており、11 月 10 日は、通商法 301 条に基づく造船・海運分野の措置の停止と、178 品目に対する関税の適用除外のいずれについても、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp

2 か月間の延長が公表された。中国もレアアース輸出規制の停止を 2 か月延長した。こうしたなか、次の米中首脳会談は 12 月半ばに米国で予定されている。

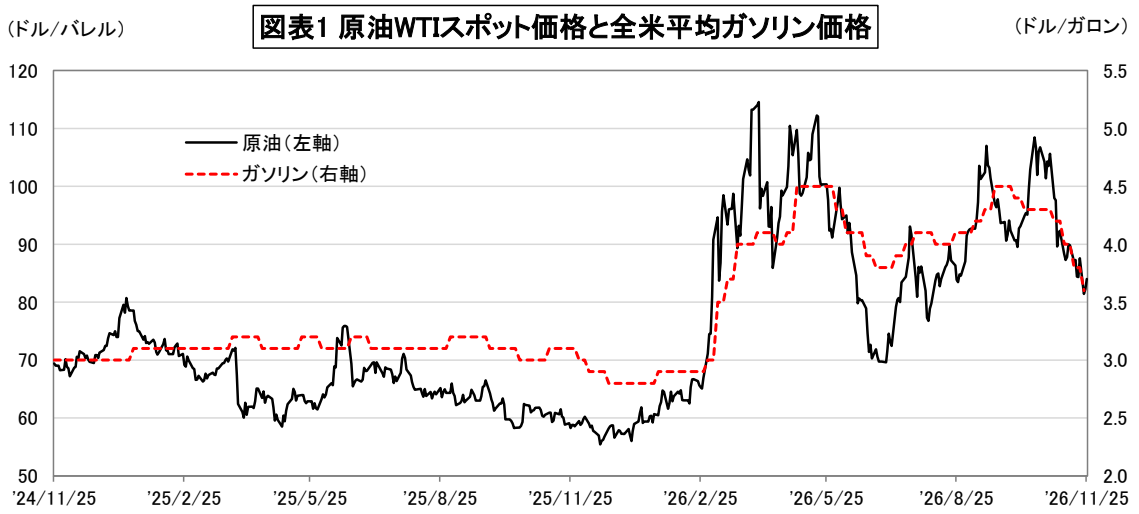
なお、産業補助金や過剰生産を理由として、新たな追加関税の導入が検討されている。25 日に発表された案での税率は、日本、EU、韓国、中国に対してそれぞれ 15%、15%、15%、20%とされた。27 年 1 月の公聴会を開いた上で決定される。

下落した原油・ガソリン価格

中東情勢では、米軍が 2 日と 17 日にイランのミサイル拠点への限定空爆を実施し、20～21 日にはホルムズ海峡付近でタンカーが被弾するなど、緊迫化が続いた。もっとも、ホルムズ海峡の輸送量が回復しつつあることなどから、原油価格（WTI、スポット）は下落基調となり、足元は 1 バレル＝80 ドル前半と、10 月半ばの 100 ドル台半ばから急落した。

これに伴い全米平均ガソリン価格も下落し、11 月末は 1 ガロン＝3.8 ドル（1 リットル＝約 160 円）となった。

図表1 原油WTIスポット価格と全米平均ガソリン価格



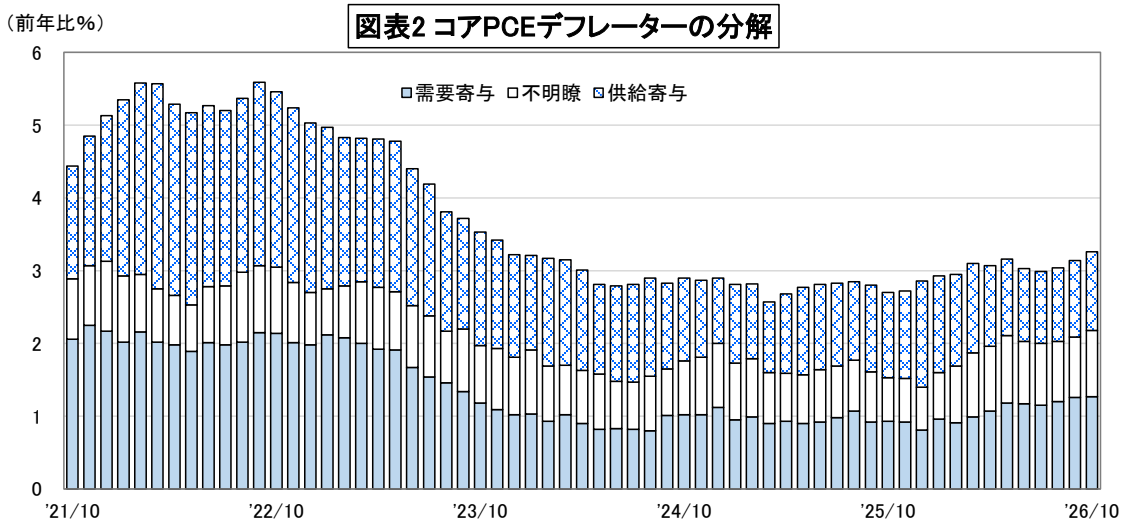
（資料）LSEG （注）ガソリン価格は週次データ。

高止まりしているインフレ率

25 日に公表された 10 月の PCE デフレーターは、総合が前年比 3.8%（前月比 0.3%）、コアが同 3.3%（同 0.3%）となった。インフレ率は加速気味である。2%物価目標と比べると高止まりが長期化しているとする FRB の判断が変更されることは、当面ないだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表2 コアPCEデフレーターの分解



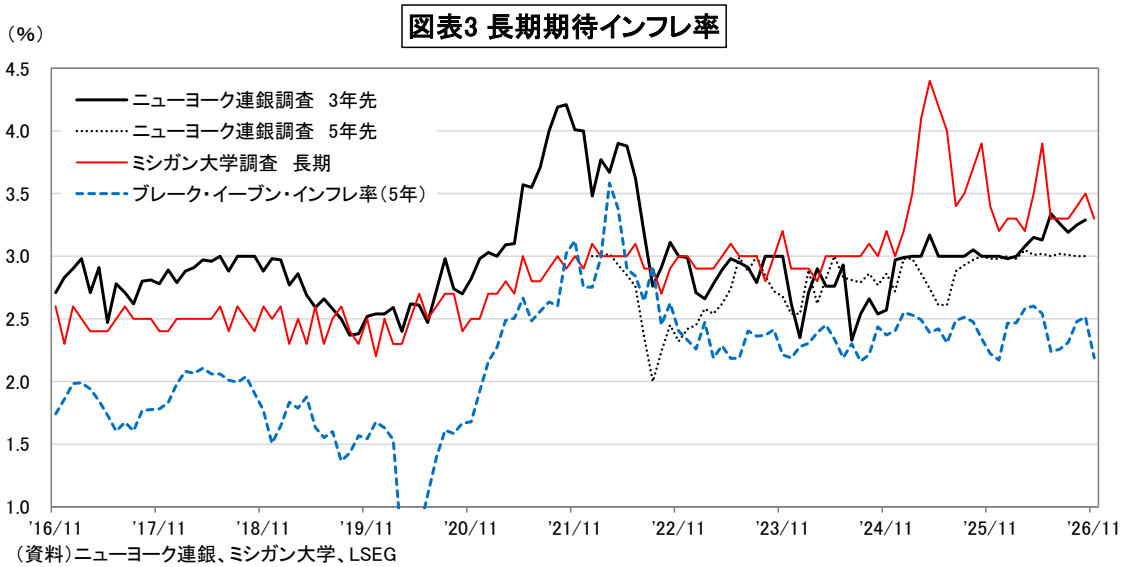
（資料）米経済分析局、サンフランシスコ連銀

低下した期待インフレ率

続いて期待インフレ率を確認すると、11 月のミシガン大学消費者マインド調査（確報）での期待インフレ率は、1 年先が前月から 1.0 ポイント低下の 3.7%、長期は同 0.2 ポイント低下の 3.3%となった。1 年先の低下幅は 25 年 6 月以来の大きさとなり、水準は 2 月以来の低さとなった。

一方、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は 3.9%、3 年先は同 3.3%、5 年先は同 3.0%と、いずれも横ばいとなった。

図表3 長期期待インフレ率



（資料）ニューヨーク連銀、ミシガン大学、LSEG

底堅さが増した労働市場

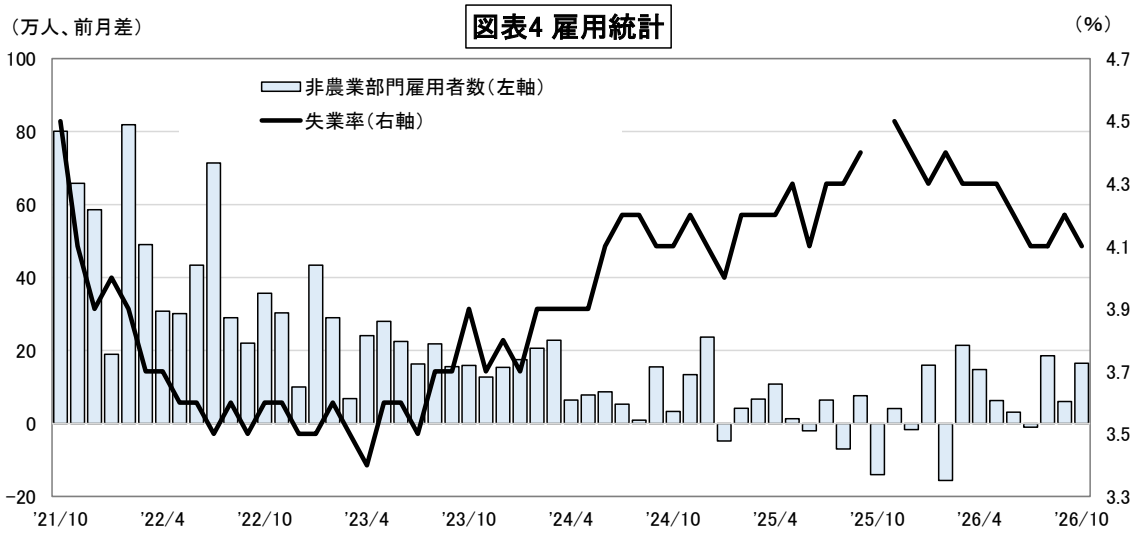
10 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から 16.5 万人（事業所調査）の増加となり、8、9 月分が合計 8.4 万人上方修正されたことで、3 か月平均は同 13.7 万人の増加と

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

なった。労働力人口は同 42.1 万人増加し、労働参加率は 0.1 ポイント上昇し 61.9%となるなかでも、失業率は 4.1%へ小幅に低下するなど、労働市場の底堅さが引き続きうかがえた。

10 月の平均時給は前年比 3.1%（前月比 0.4%）、生産・非管理職の時給は同 3.3%（同 0.4%）の上昇となった。

図表4 雇用統計



（資料）米労働省統計局、LSEG

10 月 FOMC は据え置き、議事要旨は追加利上げを示唆

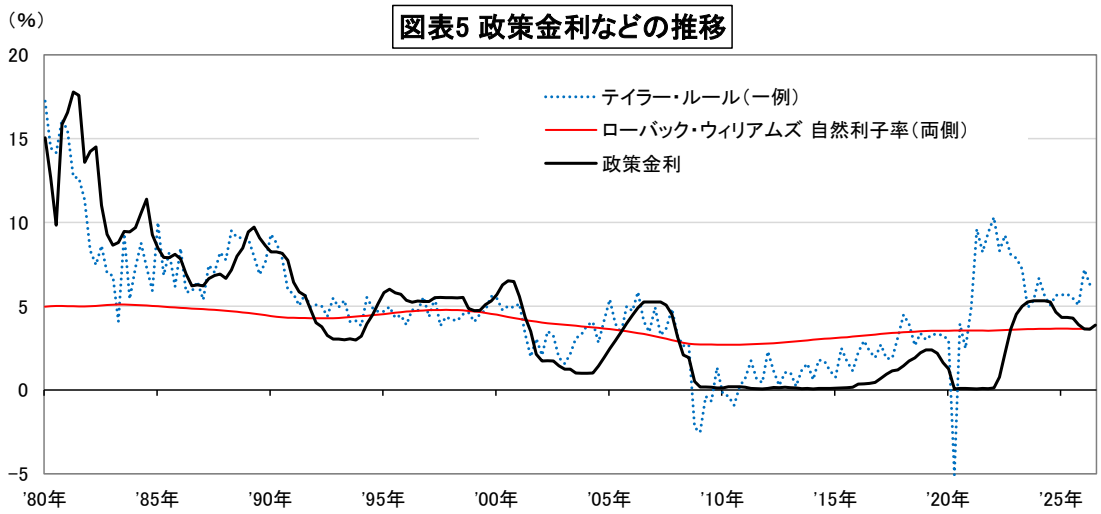
10 月 27、28 日の FOMC では、政策金利の誘導目標は 3.75～4.00%に据え置かれた。投票は 10 対 2 で、クック理事とハマック・クリーブランド連銀総裁が、25bp の利上げを支持して反対した。声明文では、経済活動の評価が「堅調なペース」から「強いペース」へ上方修正された。

18 日に公表された議事要旨では、ほぼ全員の参加者が、追加利上げが適切となる可能性が高いと判断していたことが明らかとなった。また、インフレデータ次第では 12 月 FOMC（8、9 日）で 25bp を超える利上げを検討する余地があると述べた参加者も確認された。据え置きを「僅差の判断」とした参加者も複数いた。18 日はウォーラー理事が、12 月に 50bp の利上げを検討すべきだと発言した。

こうしたことから、市場は 12 月 FOMC での 25bp 利上げをほぼ織り込んだ。筆者としては、27 年 1～3 月期にも 25bp の利上げが必要と考えている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

図表5 政策金利などの推移

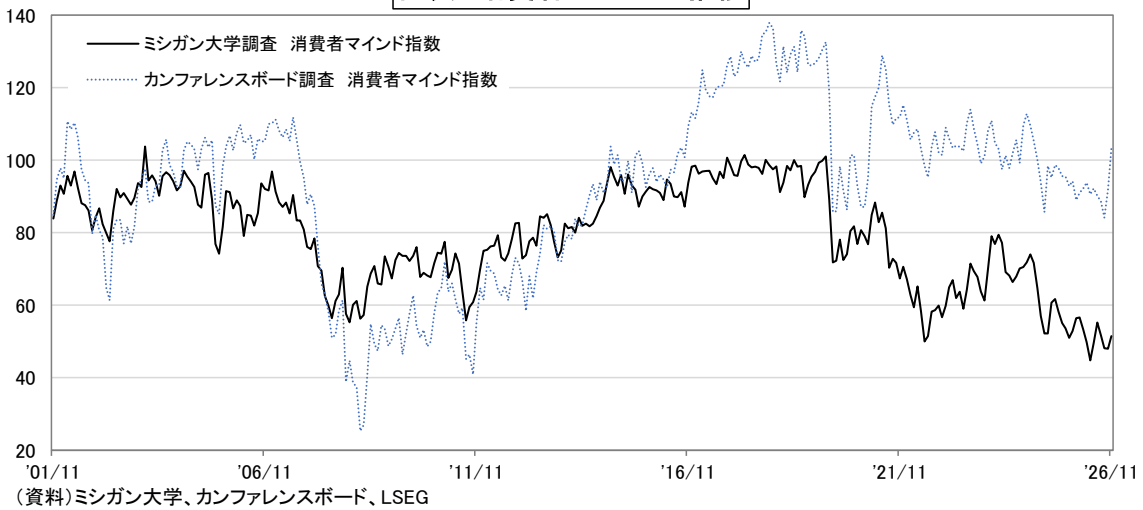


（資料）FRB、ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、米議会予算局、米商務省経済分析局
（注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。便宜上、物価目標は期間を通じて2%とした。

中間選挙後に改善した消費者マインド

11 月のミシガン大学調査の消費者マインド（確報）は、51.5 と前月の 48.0 から上昇し、8 月以来の水準となった。選挙後の景気見通しの改善が主因であり、現況指数は 49.4、期待指数は 52.9 となった。もっとも、ミシガン大学は、マインドの水準はイランとの紛争が始まる前の 2 月を 9%下回っているとしている。

図表6 消費者マインドの推移



（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、LSEG

個人消費は底堅さが継続

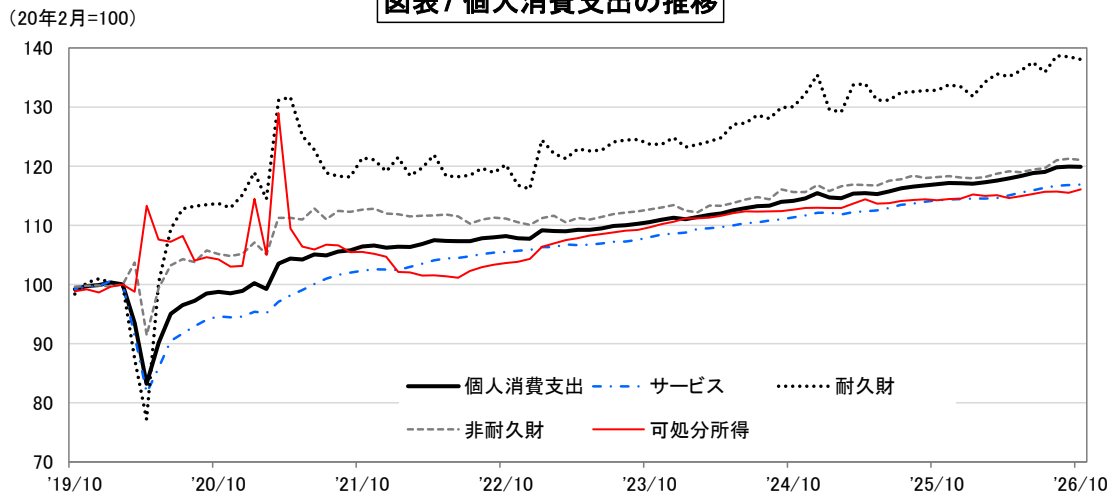
10 月の実質個人消費をみると、全体では前月比 0.0%と小幅ながら 9 か月連続で増加した。内訳をみると、財消費は同▲0.2%、サービス消費は同 0.1%となった。7～9 月期 GDP（改定値）での個人消費支出は前期比年率 4.2%と好調だった。

一方で、10 月の小売売上（名目値）は同 0.2%と小幅な増加

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp

にとどまり、ガソリンスタンドを除く区分では同 0.1%とやや弱含んでいる。全体としては、個人消費は底堅いと思われるが、10 月は弱含んだ可能性もありそうだ。

図表7 個人消費支出の推移

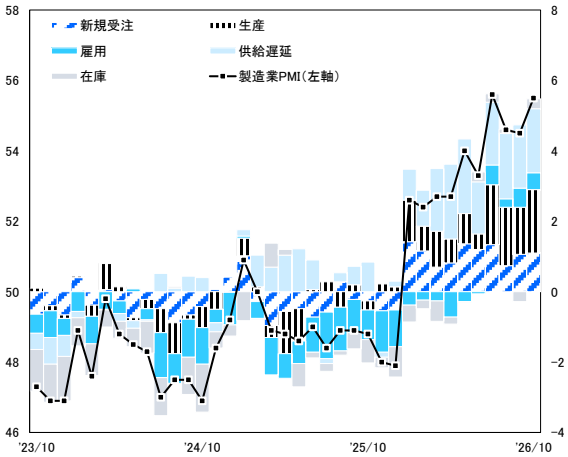


（資料）米経済分析局、LSEG

企業部門の拡大継続がうかがえる ISM 指数

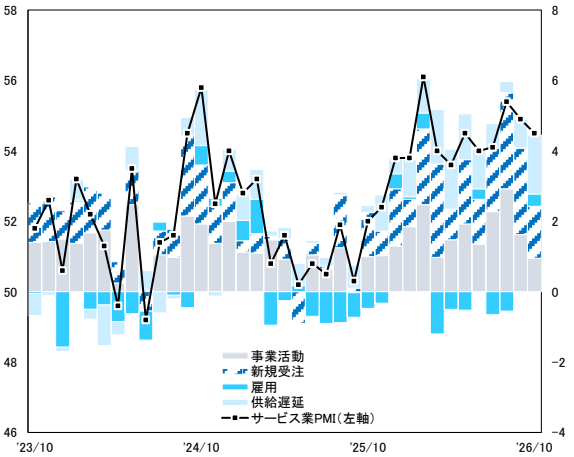
10 月の ISM 景況指数をみると、製造業指数は前月から＋1.0 ポイントの 55.5%と、判断基準となる 50%を 10 か月連続で上回り拡大局面を示した。また、サービス業指数は同▲0.4 ポイントの 54.5%と 28 か月連続で拡大局面を示した。価格指数は、製造業が同▲2.7 ポイントの 75.2%、サービス業は同▲1.0 ポイントの 73.0%と低下したものの、水準は依然として高い。雇用指数は、製造業が 52.4%、サービス業は 51.4%と、いずれも拡大傾向を示した。全体としては、企業部門の好調な拡大が継続していることがうかがえる内容といえる。

図表8 ISM 製造業PMIの推移



（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。

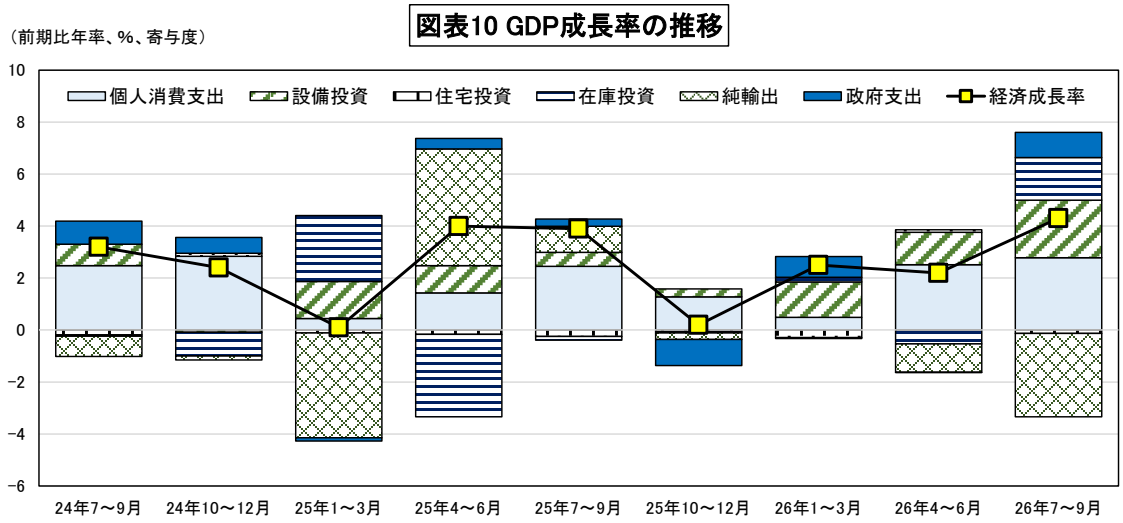
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

個人消費と設備投資が好調だった 7～9 月期 GDP

25 日に公表された 7～9 月期 GDP（改定値）は、前期比年率 4.3%と、速報値の 3.4%から上方修正された。需要項目別の寄与度をみると、個人消費支出が同 2.78 ポイント、設備投資が同 2.22 ポイント、在庫投資が同 1.64 ポイント、政府支出が同 0.97 ポイントとなった一方、純輸出は同▲3.21 ポイントと大幅なマイナス寄与となった。

自動車を除く資本財輸入は同 58.2%と急増し、輸入全体としては前期比年率 19.2%となった。

図表10 GDP成長率の推移



（資料）米経済分析局、LSEG

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（OBBBA）、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。

AI 関連企業の評価をめぐる議論は続いているものの、ハイパースケーラーの最新の決算からは設備投資見通しの据え置き、または上方修正がうかがえるため、AI 関連投資が急減速することはなさそうだ。

長期金利：一時低下したが、利回り上昇の地合いの継続

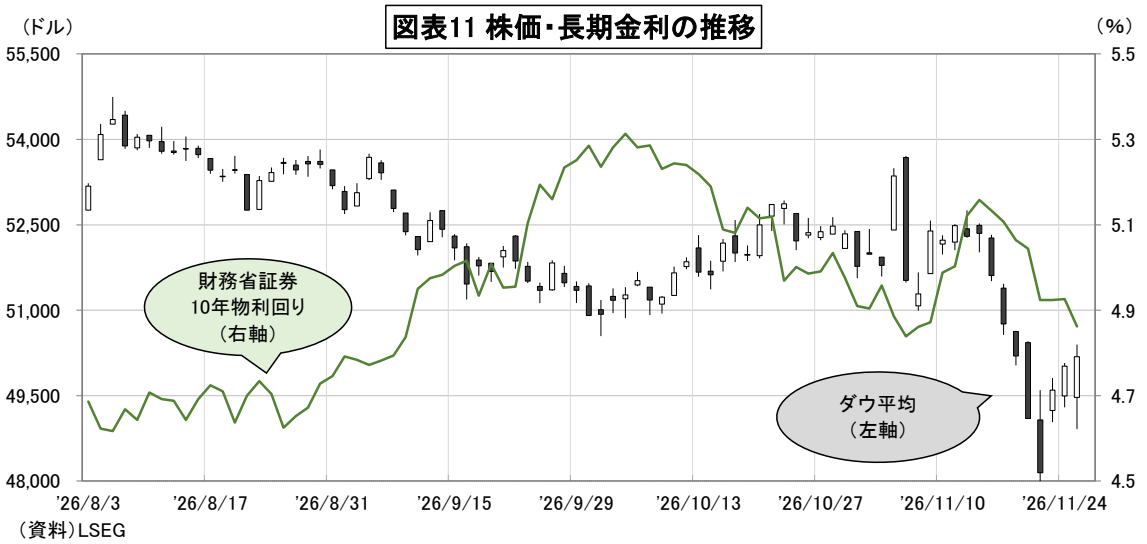
最後に市場の動きを確認すると、長期金利（10 年債利回り）は、8 月末から 9 月にかけて、FRB の利上げ織り込みや強い経済指標を消化するなかで、40bp の大幅上昇となった。

長期金利は 10 月 5 日に約 24 年ぶりとなる 5.31%まで上昇した後、好調な国債入札や 10 月利上げが見送られるとの観測、AI ブームを見定める動きなどから低下基調となった。10 月末の 5%前後から 11 月 13 日には 5.1%台半ばまで上昇した後、株価の急落を受けて低下に転じ、5%割れで推移している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

先行きについて考えてみると、米財政悪化に加えて、高インフレと金融引き締めの長期化を織り込む動きが続くと思われる。また、AI ブームによる設備投資資金需要の高まりも続くだろう。このため、引き続き利回り上昇の地合いが続くと予想する。

図表11 株価・長期金利の推移



（資料）LSEG

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、8 月入り後のダウ平均は、原油先物の下落と国債利回りが低下したことなどから、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、9 月入り後は国債利回りの上昇などから下落傾向となり、10 月前半にかけて底を打った。

11 月入り後は、ハイパースケーラーの決算を消化しつつも、AI 関連企業の収益性への懸念や、エヌビディアのフアン CEO の辞任（12 日）などを背景に下落が続いた。20 日は 48,147.33 ドルとなり、週間では▲8.0%の大幅下落となった。その後、同氏の CEO 復帰を好感し、株価は反発した。

先行きについては、12 月 FOMC での利上げがほぼ確実な情勢となるなか、長期金利上昇とイラン戦争継続、新たな関税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。エヌビディアを中心とする AI 関連企業の資金動向などに対する懸念も、論点となるだろう。

（26.11.26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp