

中東情勢の緊迫化がインフレリスクを誘発

～利上げの条件が共有された6月FOMC議事要旨～

佐古佳史

要旨

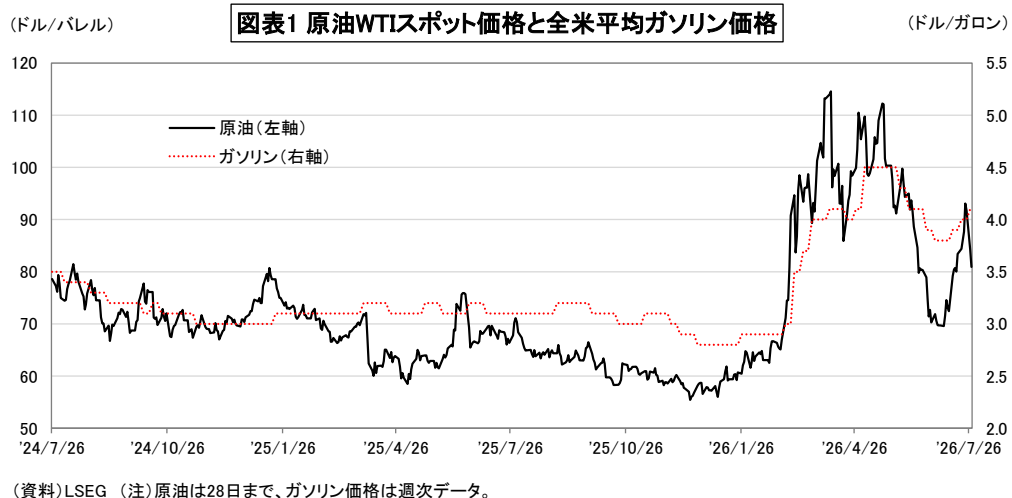
停戦協議は続いているものの、中東情勢が再び緊迫化したことから原油価格は再上昇した。また、期待インフレ率がやや不安定化した可能性も考えられる。このため、6月の消費者物価指数と生産者物価指数は鈍化したものの、現時点では26年内に利上げが実施される可能性は高まったと評価できる。

足もとでは、AI関連企業の収益性や、設備投資計画などを見極める動きが強まっていることから、株価は上値が重い展開となっているが、即座にAIブームが終了するとは想定しづらい。このため、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引き続き想定する。

6月FOMCの議事要旨では、AI関連の旺盛な需要、中東での紛争、関税の影響からインフレ率が高止まりする場合は、FOMC参加者のほぼ全員がある程度の金融引き締めが必要となる可能性が高いとの見解を示した。利上げの条件が共有されたと考えて良いだろう。

不安定な原油価格

中東情勢が再び緊迫化している。米・イラン間が戦闘を再開しホルムズ海峡が再封鎖されたことに加えて、23日はイエメンの反政府武装組織フーシ派が攻撃に参加し、紅海へ戦闘が飛び火した。一方で、26日は米・イラン間の再交渉が報道された。こうしたことから、7月末の原油価格（WTI、スポット）は下落基調ではあるものの1バレル=80ドル台前半となった。6月に一旦鈍化したインフレ率は、再度加速することとなるだろう。



強制労働を根拠に新たな関税を導入

今年2月に「相互関税（いわゆるトランプ関税）」が最高裁で違法と判断された後、トランプ政権は通商法122条を根拠に「10%の暫定関税」を150日間賦課していた。この関税が7月24日に失効すると同時に、政権は新たな関税を60か国・地域からの輸入品を対象に導入した。税率は10%または12.5%となり、輸入品の99.4%が対象となるが、適用除外項目もある。

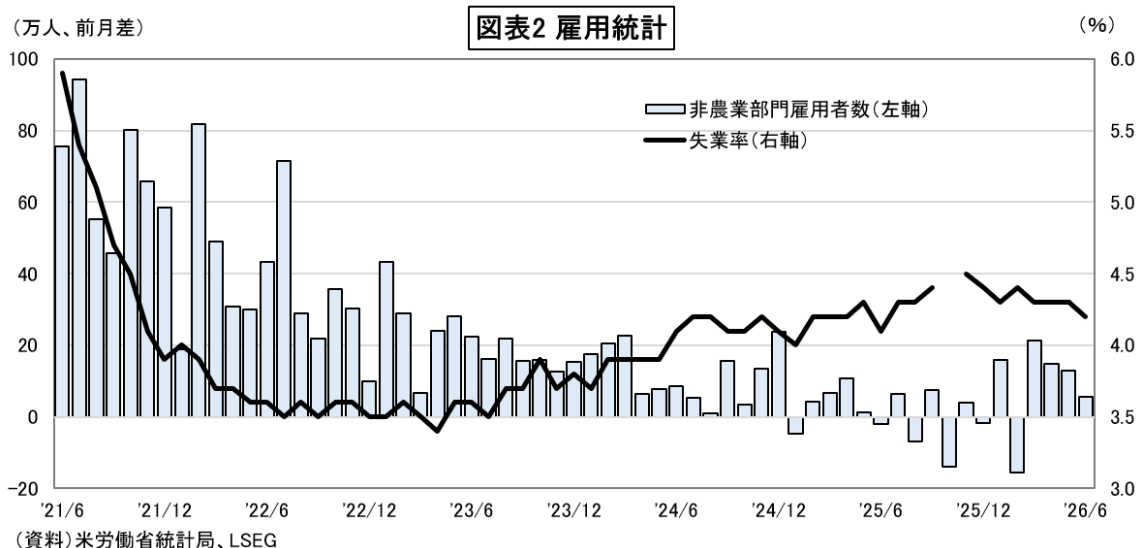
新関税は、各国が強制労働で生産された製品を輸出しているとして、「1974年通商法301条」に基づいて発動された。301条に基づく関税は対中関税での使用実績があり、政権としては訴訟リスクが低く、利用しやすいと思われる。

Tax Foundationによると、現在適用されている他の関税とあわせると、足もとの実効関税率は11.8%と推計されており、7月24日までの「10%の暫定関税」（同10.8%）からは小幅に上昇したが、約1年半前の「相互関税」（同14.9%）よりは低い水準となっている。

まちまちな内容となった6月の雇用統計

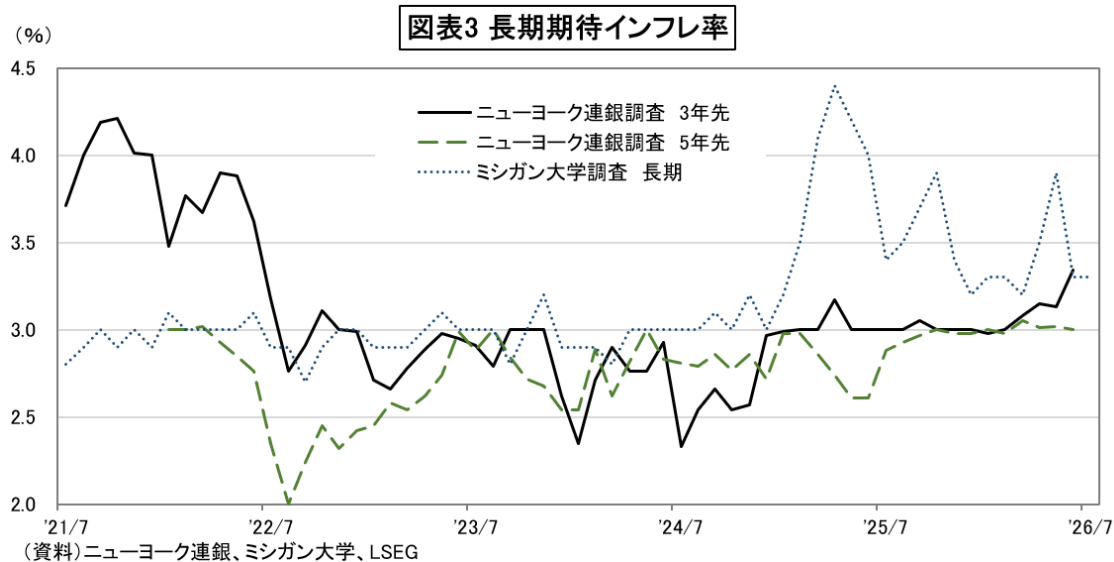
6月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から5.7万人（事業所調査）の増加となり、4、5月分が合計7.4万人下方修正されたことで、3か月平均は同11.1万人の増加となった。また、失業率は同0.1ポイント低下の4.2%であった。家計調査によると、雇用者は前月から50.7万人減少、失業者は同21.3万人減少、労働力人口は同72万人減少、労働参加率は同0.3ポイント低下となり、事業所調査と違い、労働市場が縮小しているような印象を受ける。全体としては、3か月平均など均してみれば労働市場は堅調といえるが、6月分だけをみると、まちまちな内容といえる。

6月の平均時給は前年比3.5%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.4%（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。



期待インフレ率は不安定化した可能性

続いて期待インフレ率を確認すると、7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年先が同0.4ポイント低下の4.2%、長期は変わらずの3.3%となった。また、6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3.7%、3年先は同0.2ポイント上昇の3.3%、5年先は変わらずの3.0%となった。6、7月のデータからは、期待インフレ率が不安定化し、やや高まった可能性が考えられる。



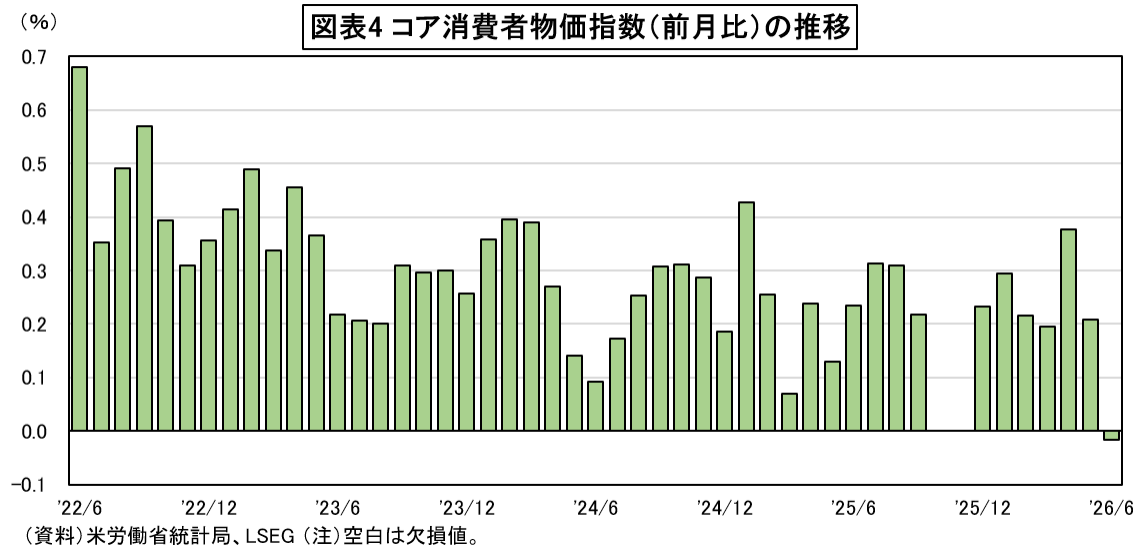
6月のインフレ率は一旦鈍化

14日に公表された6月の消費者物価指数（CPI）は、エネルギーが前月比▲9.5%と急落し、総合は同▲0.4%（前年比3.5%）となった。また、エネルギーと食料を除くコアは同▲0.0%（同2.6%）と、5月の同0.2%から鈍化した。6月は一旦物価上昇が

落ち着いたといえる。

また、15日に公表された6月の生産者物価指数（最終需要）は、総合が前月比0.3%（前年比5.5%）、食料、エネルギー、輸送を除くコアが同0.1%（同5.1%）となった。前年比でみれば高止まりしているが、やはり単月でみると6月の物価上昇は落ち着いたといえる。

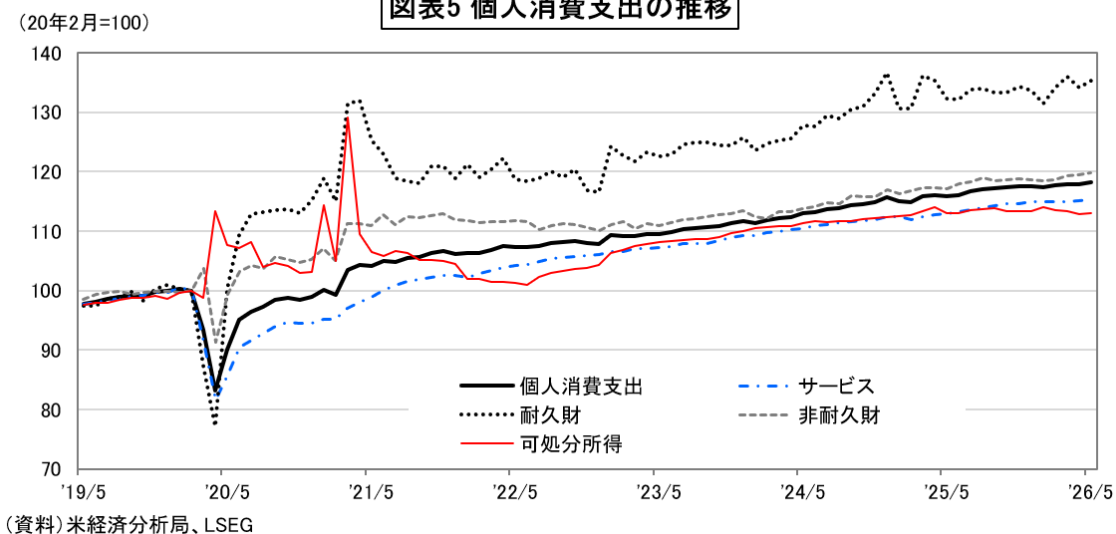
図表4 コア消費者物価指数(前月比)の推移



実質値では堅調な 6月の小売売上

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、6月の小売売上は同0.2%（ガソリンスタンドを除く区分では同0.7%）となり、5月の同1.0%から鈍化した。6月のCPIとあわせて考えれば、実質値では堅調な伸びとなったと思われる。

図表5 個人消費支出の推移

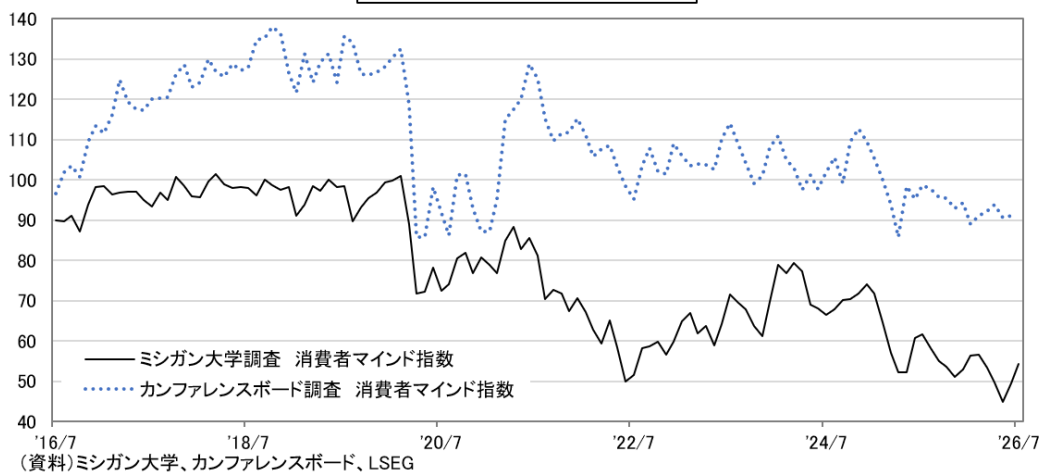


ミシガン大学調査 消費者マインドは 改善

7月のミシガン大学調査の消費者マインド（速報）は、2か月連続で10%の上昇となった。今回の調査は6月23日から7月13日にかけて実施された。調査の70%以上は、7日に米国によるイランへの空爆が再開され、ガソリン価格が上昇する前に完了した。こうしたことを受け、ミシガン大学からは、①物価が依然として高止まりしていることから、消費者は経済情勢に対してあまり前向きな見方をしておらず、景況感は1年前と比べて12%低下していること、②最近のガソリン価格の下落傾向が再び反転し続けるようであれば、景況感の上昇基調を維持するのは困難になる可能性があること、などのコメントが公表された。

なお、7月のカンファレンスボード消費者信頼指数は前月から1.5%低下した。

図表6 消費者マインドの推移



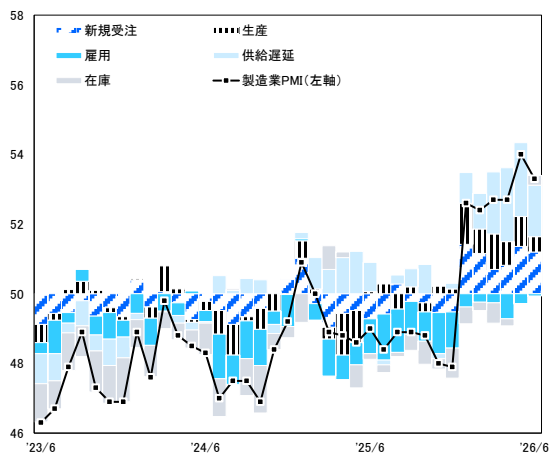
企業部門の拡大継続 がうかがえる ISM 指数

6月のISM景況指数をみると、製造業指数は前月から▲0.7ポイントの53.3%と、判断基準となる50%を6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▲0.5ポイントの54.0%と24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▲9.1ポイントの73.0%、サービス業は同▲3.6ポイントの67.7%となり、いずれも上昇傾向ではあるものの、CPIやPPIと同じく、6月は一旦物価上昇が鈍化したことが示唆される。

雇用指数については、製造業が49.7%と33か月連続で縮小傾向となった。一方、サービス業は51.2%と4か月ぶりに拡大傾向を示した。全体としては、企業部門の拡大が継続していることがうかがえる内容となった。

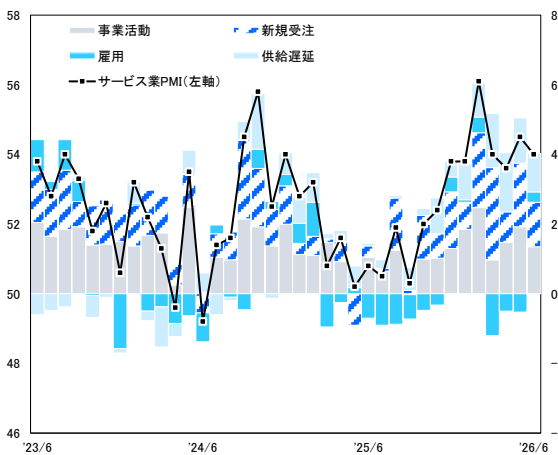
図表7 ISM 製造業PMIの推移



(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。

(ポイント、寄与度) (%)

図表8 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、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、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、底堅い個人消費が続いている。

足もとでは、ハイパー・スケーラー、特にエヌビディアによる巨額の AI 投資に対する懸念や同社によるオープン AI への資金保障と循環取引懸念、米企業の約 6 割が割安の中国製 AI を利用しているとの報告、中国政府系企業が半導体製造装置（液浸型深紫外線露光装置）の製造を開始したこと、データセンターの建設反対運動と着工の遅れ、電力供給不足懸念など、AI ブームの様相が少しずつ変化していることがうかがえる。

一方で、こうした様々な懸念と変化が AI ブームの減速や終了にどの程度繋がるのか定量的に判断することはほぼ不可能なため、循環論法ではあるものの現時点では、「株価が大崩れしない間は AI ブームが続いており、景気も堅調に推移する」と考えるのが無難であろう。AI ブームが急停止するとは考えづらい。

図表9 純資産/可処分所得比率の推移



6 月 FOMC 議事要旨からは、利上げの条件が共有されたことがうかがえる

こうしたなか、7 月 28、29 日にかけて開催される FOMC では、政策金利を 3.50～3.75% で据え置くことが予想されるが、利上げについての言及が増える可能性が十分に考えられる。

6 月 FOMC の議事要旨では、AI 関連の旺盛な需要、中東での紛争、関税の影響からインフレ率が高止まりする場合は、FOMC 参加者のほぼ全員がある程度の金融引き締めが必要となる可能性が高いとの見解を示した。利上げの条件が共有されたと考えて良いだろう。

また、26 年末の政策金利見通しについての見解は大きく二分されている。多くの参加者が、年末の政策金利は現在の目標レンジ内かそれをわずかに下回る水準になるとの見解を示した一方で、他の多くの参加者は、現在の目標レンジを上回ると評価した。

6 月 FOMC 議事要旨からは、データ次第で次の政策金利変更は、利上げ・利下げ両方の可能性があることがうかがえるが、中東での戦闘が継続していることやこれまでのトランプ政権の和平交渉姿勢、新たな関税の導入などに鑑みれば、26 年内は利上げの可能性の方が現時点では高そうだ。

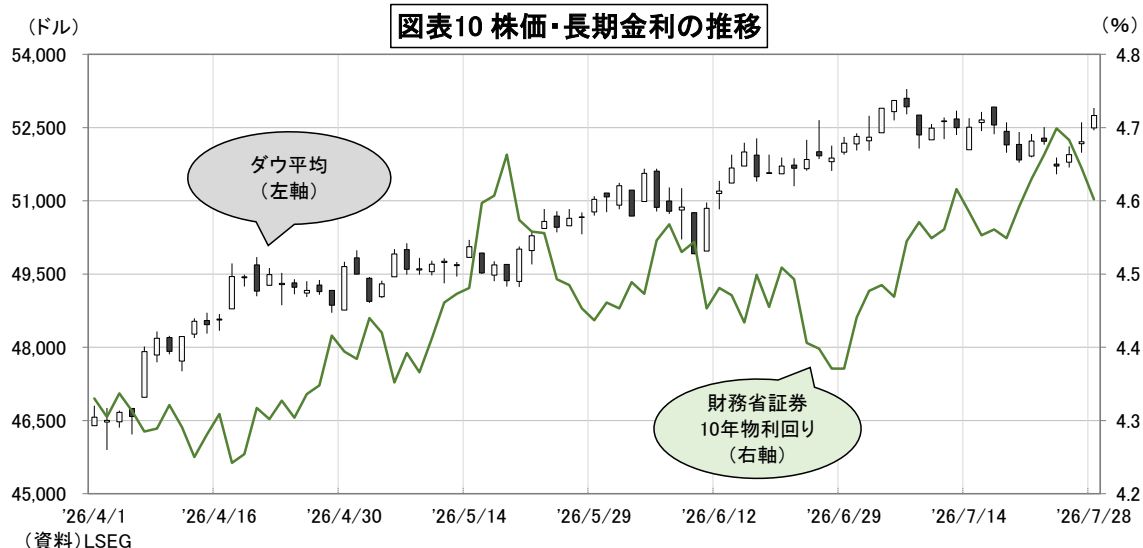
6 月 CPI は鈍化したものの、期待インフレ率がやや上振れした可能性や最近の中東情勢などを背景に、筆者は政策金利見通しを上方修正した。7 月末時点では、9 月 FOMC にて 25bp 利上げが決定される確率は 50% 程度と想定している（これまでは 0% 想定）。しばらくは、中東情勢に金融政策が左右される展開が続くだろう。

長期金利：戦闘拡大で高止まり

26 年末の政策金利見通としては、7 月 FOMC 前時点から 25bp 利上げを 1、2 回実施して、3.75～4.00%または 4.00～4.25%と思われる。また、27 年は中東情勢の緊張緩和とインフレ率の鈍化が進むと想定の下、1、2 回利下げが実施されると予想する。7 月 FOMC で何らかの手がかりが示されるかどうか、要注目といえる。

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引き続き材料となるなか、FRB が利上げ路線へ転換する可能性が意識されつつある。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一旦 4.3%台後半まで低下したものの、戦闘再開と FRB による利上げ観測から再上昇し、7 月 23 日は一時 4.7%を上回った。

先行きについて考えてみると、基本的には中東情勢次第と思われるが、戦闘が紅海へ拡大しており、停戦協議は一段と難しくなったと考えられる。このため、引き続き長期金利は高止まりするだろう。中東情勢や FRB のコミュニケーション次第で一段と利回りが上昇する可能性も十分考えられる。



株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場（ダウ平均）では、6 月半ば以降 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。

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見られたが、ダウ平均はわずかな下落にとどまっている。

足もとでは決算を消化しつつ、AI ブームの継続性を見極める動きが続いているが、すぐにブームが終了するとは想定しづらい。また、S&P500 指数としては、PER が 25.2 倍、予想 PER が 21.1 倍と極端にバリュエーションが高いとも言い切れない。このため、先行きについては緩やかな上昇が継続すると見込む。

(26. 7. 29 現在)