

中間選挙前にインフレ鈍化の兆し

～インフレ判断の難しさが垣間見えた 7 月 FOMC 議事要旨～

佐古佳史

要旨

米イラン間の停戦協議が期限を迎えたことで、中東情勢は再び緊迫化しており、米国は新たな対イラン制裁を発動する運びとなった。

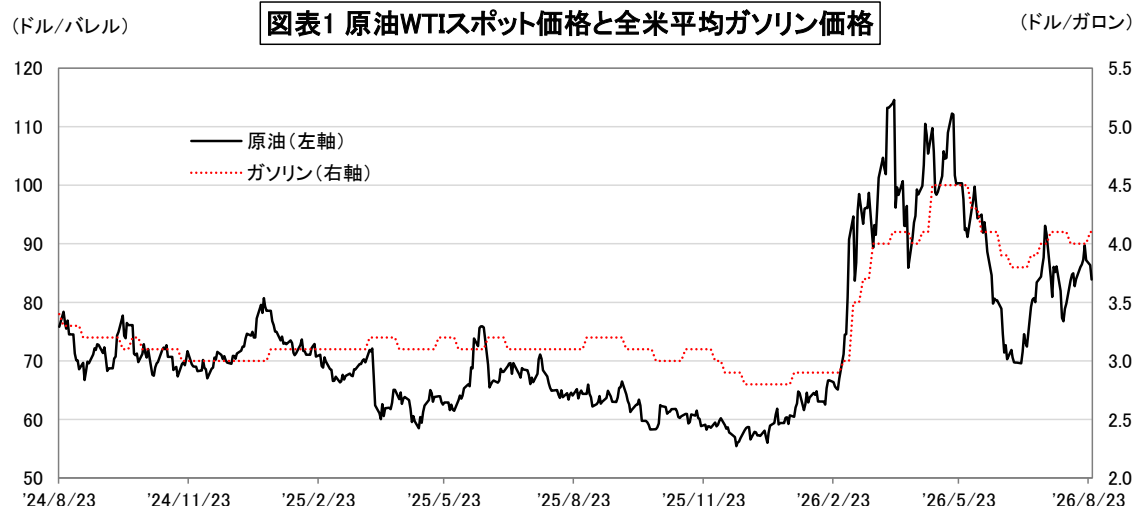
このため、原油価格は高止まりしているが、インフレ率は鈍化傾向となっている。7 月 FOMC 議事要旨からは、FOMC 参加者がインフレ率について容易には判断を下せない様子がうかがえた。

11 月 3 日に投開票が行われる中間選挙まで、残り 2 か月程度となった。8 月末の時点では下院は民主党が優勢、上院は僅差で共和党が優勢という予想が多いようだ。

エヌビディア決算を確認する必要があるものの、ハイパー・スケーラーのこれまでの決算からは AI ブームの継続がうかがえるため、しばらくは堅調な景気が続きそうだ。

原油価格は高止まり

米国とイランの戦闘終結に向けた 60 日間の停戦期限が 8 月半ばで終了したことで、中東情勢は再度緊迫化している。こうしたなか、ベッセント財務長官は 24 日、イランに対する追加制裁を発表するとともに、今後も新たな制裁を追加する意向を示した。中東情勢の和平交渉が進まないことから、原油価格（WTI、スポット）は 1 バレル=80 ドル台で高止まりしている。



(資料) LSEG (注) ガソリン価格は週次データ。

鈍化傾向のインフレ指標

原油価格は高止まりしているものの、5～7 月のインフレ関連統計はむしろ鈍化傾向が強い。7 月の消費者物価指数（CPI）は、

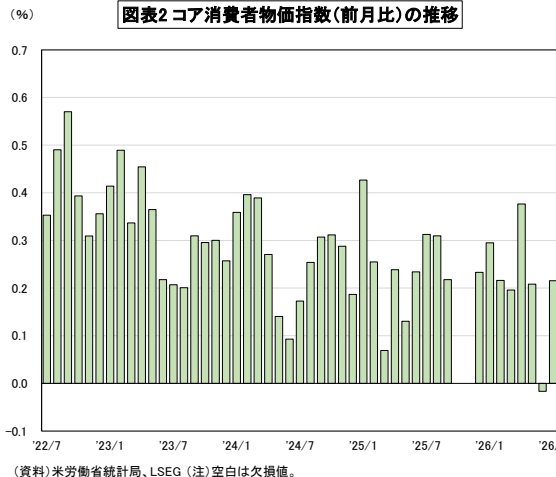
エネルギーが前月比▲1.5%と2か月連続で下落したこともあり、総合は同0.1%（前年比3.4%）と低い伸びとなった。また、エネルギーと食料を除くコアは同0.2%（同2.5%）と、6月の同0.0%から加速したが、5～7月は低い伸びが続いている。もちろん、中東情勢次第で原油価格の急騰やインフレ率が加速する可能性は十分あるだろうが、足元のインフレ率は落ち着いていると評価できる。

7月の生産者物価指数（最終需要）は、総合が前月比0.0%（前年比4.7%）、食料、エネルギー、輸送を除くコアが同0.4%（下二桁までみると0.35%、同4.7%）となった。前年比でみれば高止まりしているが、前月比での物価上昇率は落ち着きつつある。

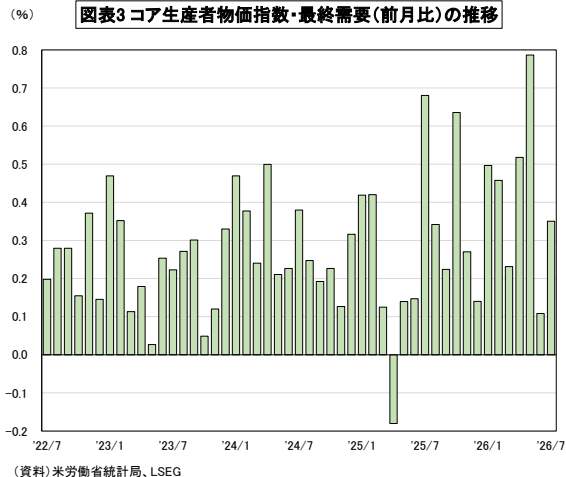
また、FRBが重視していると思われるPCEデフレーター（6月）は、総合が前年比3.7%（前月比▲0.1%）、コアは同3.3%（同0.1%）となり、前年比では依然として高い数値ではあるものの、前月比でみればやはり鈍化している。

8月分のデータ次第ではあるものの、インフレ率の鈍化傾向が続くのであれば利上げは必要ないと思われる。

図表2 コア消費者物価指数(前月比)の推移



図表3 コア生産者物価指数・最終需要(前月比)の推移



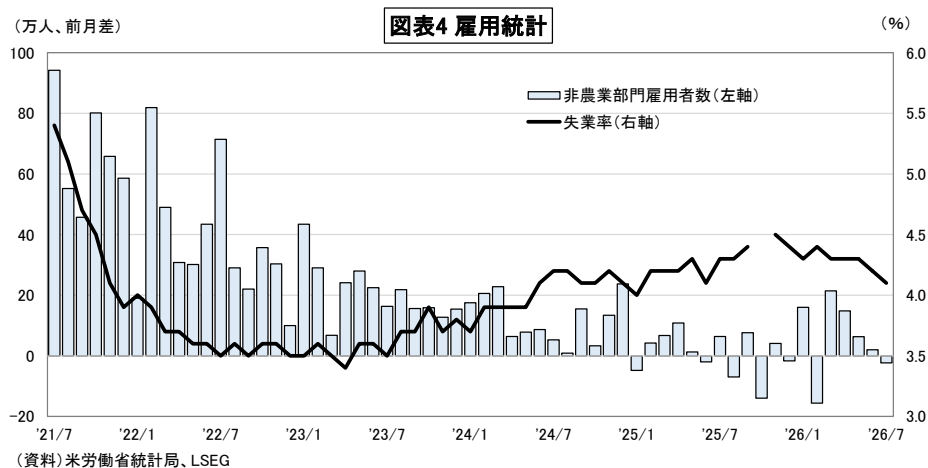
縮小傾向の労働市場

7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2.3万人（事業所調査）の減少となり、3か月平均は同2.0万人の増加となった。一方で、失業率は同0.1ポイント低下の4.1%と2か月連続で低下した。

家計調査によると、労働力人口は前月から26.4万人減少、労働参加率は同0.1ポイント低下、雇用者は同8.7万人減少、失業者は同17.8万人減少となり、労働市場が縮小しているよ

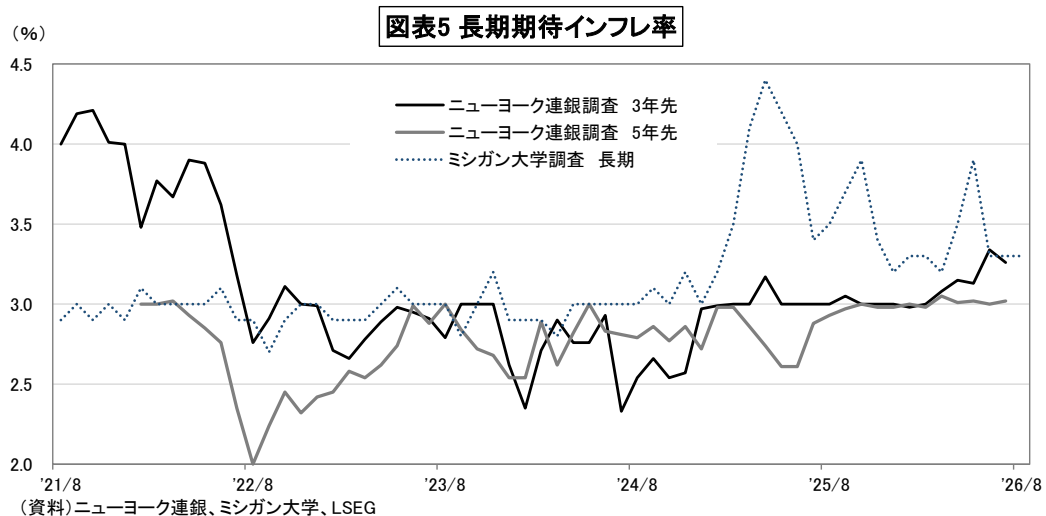
うな印象を受ける。もっとも、失業率が下がっていることから、労働市場が悪化しているとまでは断定できない状況と思われる。

7月の平均時給は前年比3.2%（前月比0.0%）、生産・非管理職の時給も同様に同3.2%（同0.0%）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

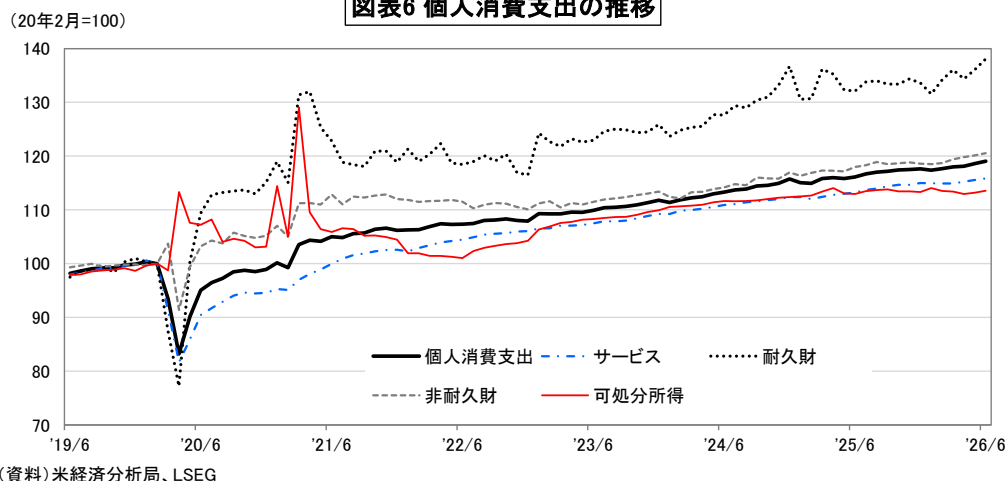
続いて期待インフレ率を確認すると、8月のミシガン大学消費者マインド調査（速報）での期待インフレ率をみると、1年先は同0.1ポイント上昇の4.3%、長期は変わらずの3.3%となった。また、7月のニューヨーク連銀調査では、1年先期待インフレ率が前月比0.1ポイント低下の3.6%、3年先と5年先は変わらず、それぞれ3.3%、3.0%となった。7、8月のデータからは、期待インフレ率が概ね横ばいで推移しているとみられる一方で、水準としてはやや高いと思われる。



好調な4～6月期の 個人消費支出

6月の個人消費をみると、財消費は前月比0.7%、サービス消費は同0.3%となり、全体としては同0.4%と4か月連続で増加した。なお、GDP統計（速報値）では、4～6月期の個人消費支出は前期比年率3.2%と好調だった。一方で、7月の小売売上は同▲0.6%（ガソリンスタンドを除く区分でも同▲0.6%）と弱含んだ。

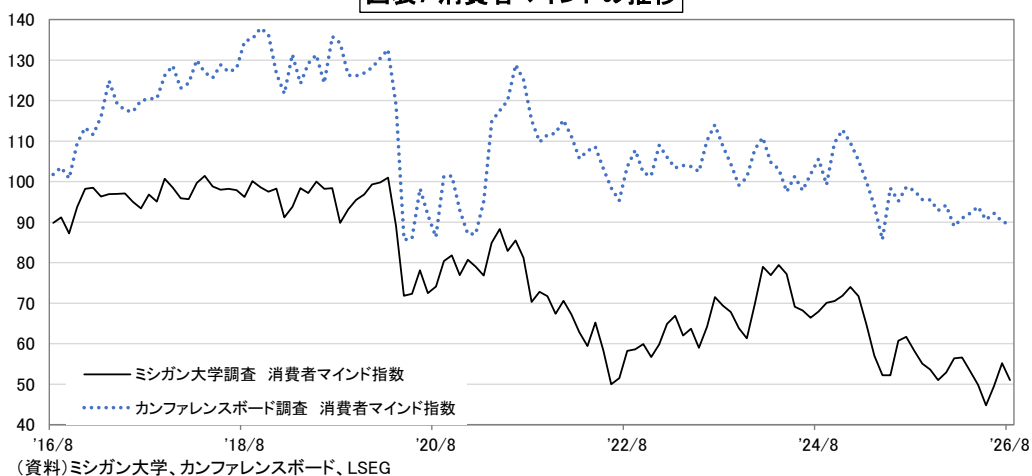
図表6 個人消費支出の推移



高インフレ懸念から 消費者マインドは低下

8月のミシガン大学調査の消費者マインドは、3か月ぶりに約8%低下した。ミシガン大学からは、①今後1年間で所得の伸びがインフレ率を上回ると予想している人はわずか8%にとどまることに加えて、②高齢者と低所得層、大卒以外の層で大幅な低下が確認されたこと、③これらのグループはいずれも、インフレに起因する購買力の低下に対して特に脆弱であること、などが報告された。引き続き高いインフレ率が問題視されていることがうかがえる内容となった。

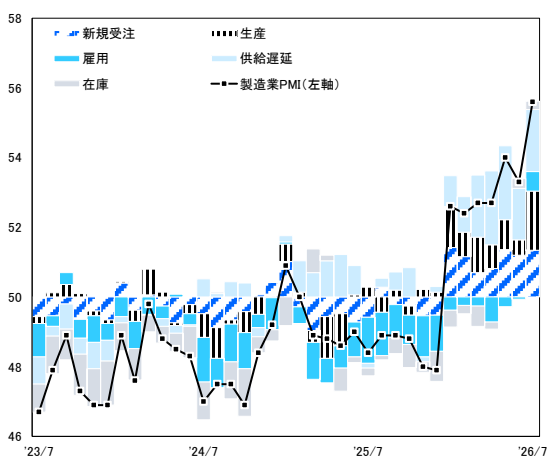
図表7 消費者マインドの推移



企業部門の拡大継続 がうかがえる ISM 指数

7 月の ISM 景況指数をみると、製造業指数は前月から +2.3 ポイントの 55.6%と、判断基準となる 50%を 7 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 +0.1 ポイントの 54.1%と 25 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 1.9 ポイントの 71.1%、サービス業は同 +2.6 ポイントの 70.3%となり、いずれも上昇傾向が強いことがうかがえる。雇用指数については、製造業が 52.8%と 34 か月ぶりに拡大傾向となった。一方、サービス業は 47.4%と 2 か月ぶりに縮小傾向を示した。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。

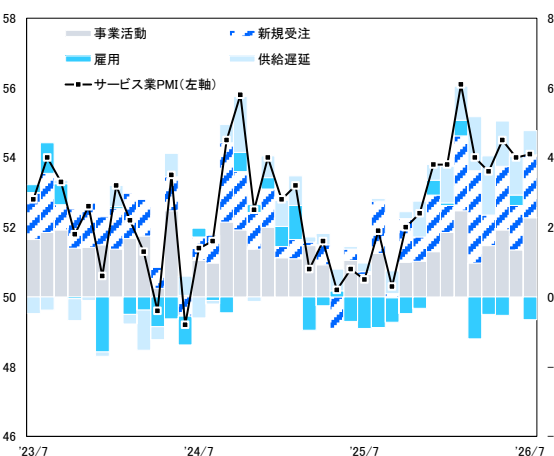
図表8 ISM 製造業PMIの推移



(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。

(ポイント、寄与度)

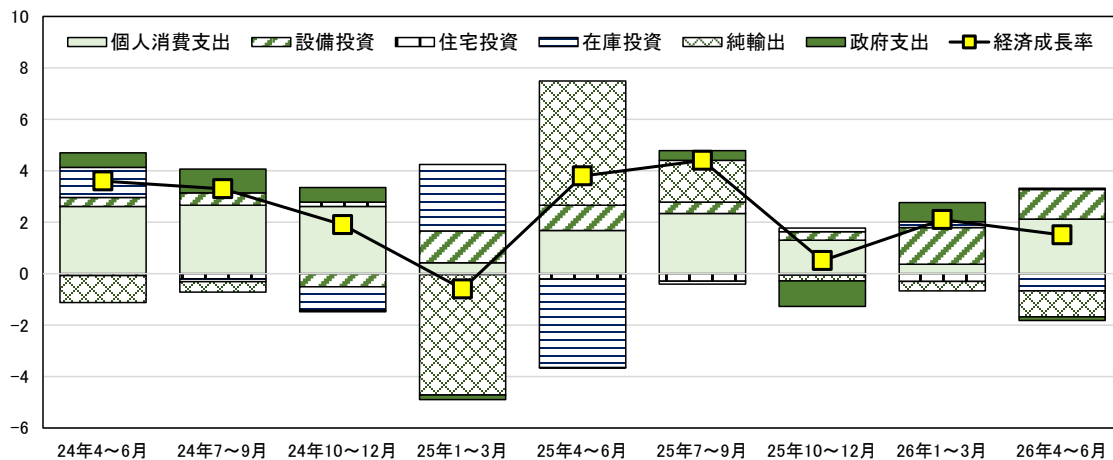
個人消費と設備投資 が好調だった 4～6 月 GDP

7 月 30 日に公表された 26 年 4～6 月期 GDP (速報値) は、前期比年率 1.5%とやや低い成長率となった。主な需要項目別の寄与度をみると、個人消費支出が 2.12 ポイント、設備投資が 1.15 ポイント、在庫投資が▲0.67 ポイント、純輸出が▲1.01 ポイントであった。

4～6 月期 GDP は、個人消費と設備投資が堅調に推移したことがうかがえる内容となった。一方で、実質可処分所得はマイナス成長となり、貯蓄率は低下した。このため、個人消費を支えている要素は所得ではなく資産といえそうだ。全体としては、AI ブームによる好調な設備投資、株高と資産効果による個人消費の拡大という、これまでの動きが継続していると考えられる。

(前期比年率、%、寄与度)

図表10 GDP成長率の推移



(資料)米経済分析局、LSEG

7月FOMCと議事要旨

7月のFOMCを振り返ると、政策金利は3.5～3.75%で据え置きとなった。賛成9、反対3の投票結果となり、反対した3人のFOMC参加者は0.25%の利上げを支持した。

FOMC後の記者会見は、記者からの具体的な質問とFRB議長からの抽象的・基本的な回答が続いたことから、話がかみ合っておらず、ある意味では禅問答のようであった。

ウォーシュFRB議長は一貫して、マーケットの価格付けを歓迎しているが、同時にマーケットにサプライズを与える意図はないとも話している。このため、FRBの政策金利操作はマーケットの後追いとなる可能性が高いのではないかと疑問が生じる内容となった。

その後、8月19日に公開された7月FOMC議事要旨からは、①大半の参加者が、関税や以前のエネルギー価格上昇の影響が薄れるにつれて、26年残りの期間にインフレ率が鈍化すると予想したこと、②多くの参加者が、インフレ率がより長期にわたって高止まりする可能性にも言及したこと、③一部の参加者が住宅を除くコアサービスのインフレ率が高いことや、④データセンター向け資材が高騰していることを指摘したこと、などが明らかとなった。FOMC参加者はインフレ率について、容易に判断を下せない状況と思われる。

なお、8月28日にジャクソンホールにてカンザスシティ連銀主催の経済シンポジウムが開催される。主題は「金融イノベーション：決済と政策へのインプリケーション」ではあるものの、ウォーシュFRB議長の方針からすると、今後の金融政策の手が

残り約2か月に迫った 中間選挙

かりが提供されることはなさそうだ。

さて、11月3日に投開票が行われる中間選挙まで、残り約2か月となった。政治サイト「リアル・クリア・ポリティクス」による各種世論調査の平均をみると、トランプ政権の支持率が不支持率を20ポイント程度下回っている。また、8月末の時点では下院は民主党が優勢、上院は僅差で共和党が優勢という予想が多いように思われる。

住宅ローン金利の上昇や関税による物価高、イスラエル軍との共同作戦、防衛費の増大などは政権にとって向かい風と考えられる。一方で、足元のインフレ鈍化傾向が続けば、共和党に有利に働くだろう。

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、4～6月期は個人消費が好調だった。

これまでに発表されたハイパー・スケーラーの26年第2四半期決算は、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いえる。目先は、26日のエヌビディア決算を確認することで、AIブームの持続性やAI関連投資の収益性について判断することとなるだろう。

金融政策については、足元のインフレ率が鈍化していることから、FRBが様子見に充てられる時間が延びたと思われる。筆者は9月利上げを50%程度と考えていたが、足元のデフレーションを受け、26年内の利上げは見送られその間にインフレ率が鈍化することで27年も利上げは不要と、予想を修正した。

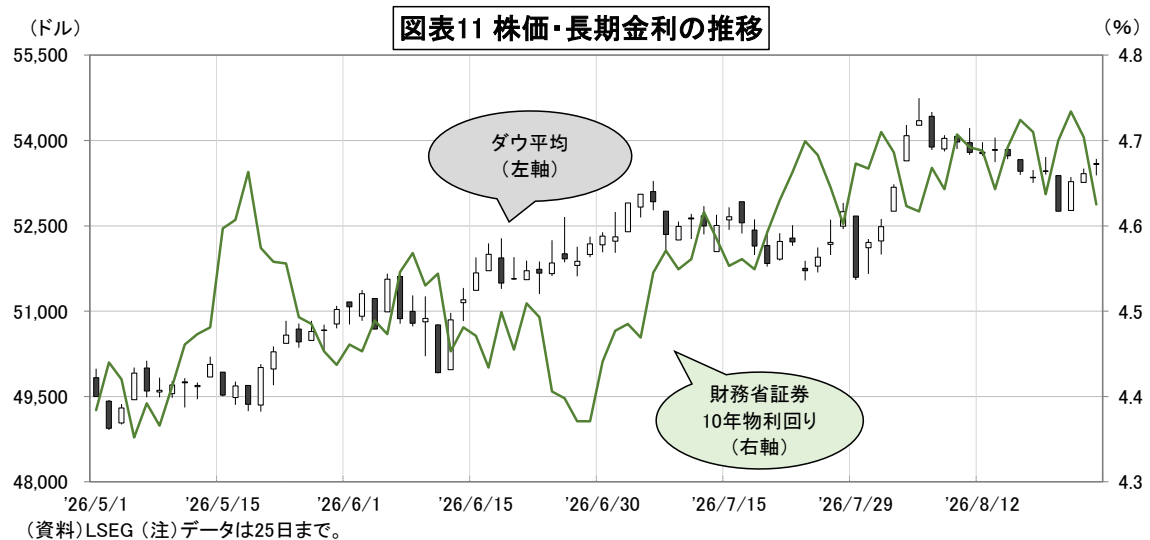
長期金利：利回り 上昇の地合い

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、40兆ドル超の政府債務残高への懸念、高インフレの長期化予想、FRBが利上げ路線へ転換する可能性の織り込み、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）が上昇しやすい環境となり、8月は4.6～4.7%を中心に推移した。

こうしたなか、17、18日にかけて30年債利回りが約20年ぶりに5.3%を上回った。ベッセント財務長官が19日、24日に既発長期債・超長期国債の買い戻しを発表した際は、利回りが一

時的に低下する場面もみられたが、上昇傾向を止める効果があるとは思えない。

先行きについて考えてみると、目先は8月末のエヌビディア決算とジャクソンホールでのシンポジウムが焦点となるが、利回り上昇の地合いが続くと思われる。



株式市場：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を嫌気して下落が続いた。

先行きについては、まずはエヌビディアの決算を確認し、AIブームの持続性を考える展開となるだろう。また、引き続き中東情勢の影響は大きいと思われる。とはいえ、国債利回りの上昇が起りやすい地合いとみられることから、株価は上値が重い展開が予想される。

(26.8.26 現在)