

労働市場の過熱が焦点に

～9月FOMCにてFRBは一段とタ力派化～

佐古 佳史

要旨

米国経済は引き続き高インフレが継続しており、FRBは利上げの継続による景気減速を通じて、インフレ率の抑制に取り組む必要に迫られている。

9月FOMCでは、利上げペースの加速とターミナルレートの引き上げを伴う見通しが公表され、FRBが一段とタ力派化した印象が強まった。労働市場の過熱が賃金上昇率の加速と高インフレの長期化に波及していると考えられるなか、インフレ率抑制のために必要な失業率の上昇幅が今後の焦点の一つとなりそうだ。

米中関係の緊張は継続する見通し

11月8日に実施される中間選挙（上院は3分の1の34議席、下院は全435議席が改選）まで残り約1か月半となり、選挙戦が本格化している。通常、中間選挙では与党が不利なもの、人工妊娠中絶の厳格化や機密文書をめぐるトランプ前大統領邸の捜索などによって共和党への印象が悪化したことから、上院は接戦となっている。もっとも、下院での共和党有利に変わりはなく、バイデン政権にとって、選挙後の議会運営は難航しそうだ。

こうしたなか、バイデン大統領は9月18日、中国が台湾へ侵攻した際は米軍が防衛すると表明し、台湾防衛についてこれまでの「戦略的曖昧さ」から踏み込んだ姿勢を示した。それに先立ち、超党派で組織する米上院外交委員会は14日、台湾への4年間で総額45億ドルの安全保障支援や、台湾を北大西洋条約機構（NATO）非加盟の主要な同盟相手に指定することなどを盛り込んだ台湾政策法案を可決した（同法案成立には上下両院での可決と大統領の署名が必要）。このような動きは中間選挙を控えたパフォーマンスとしての側面も考えられるが、習中国国家主席の3期目入りが確実視されるなか、米中関係の緊張は継続しそうだ。

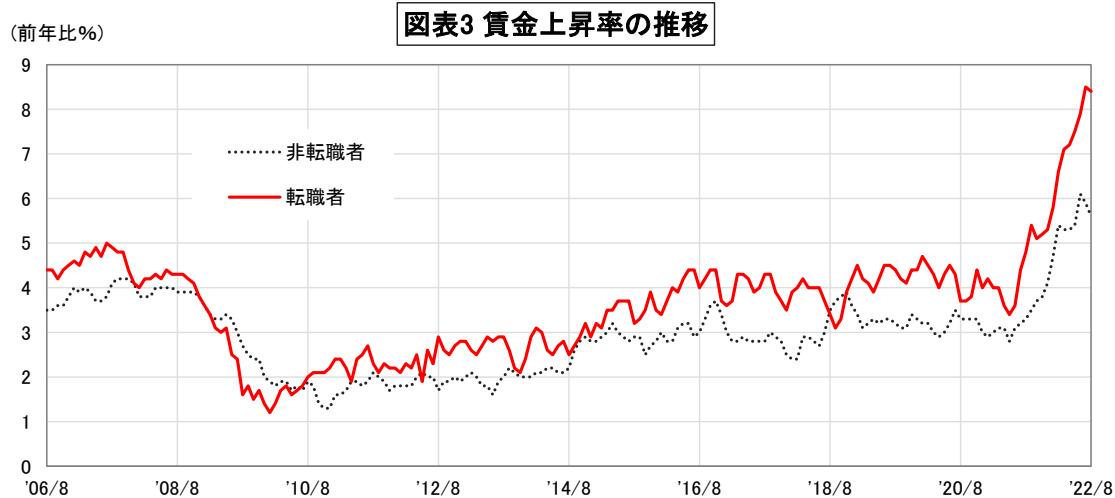
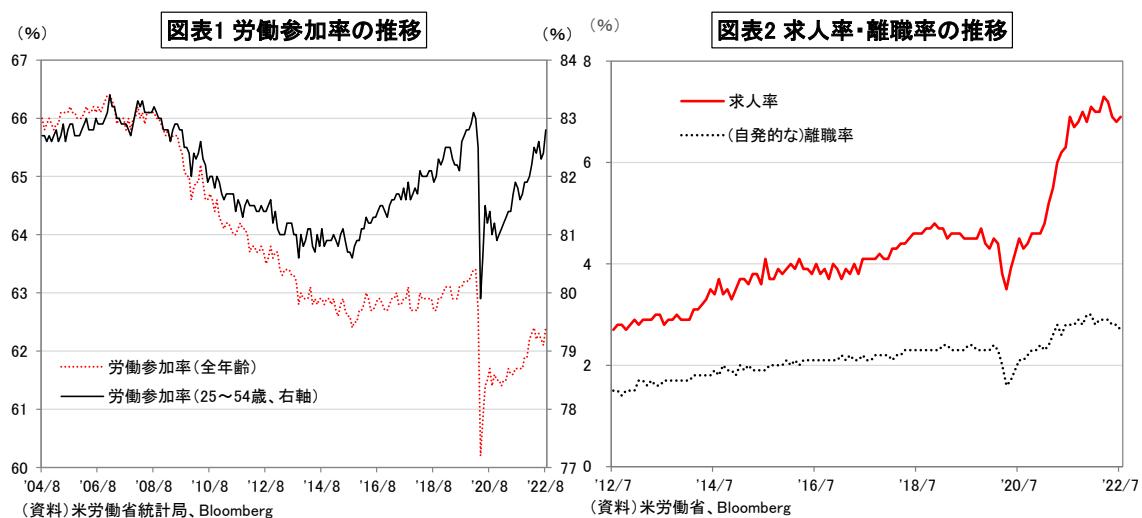
以下、経済指標を確認してみると、労働市場の堅調さが続いているものの、利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続している。

8月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は7月から31.5万人増、労働参加率が0.3ポイント上昇の62.4%となったことから、失業率は3.7%へ上昇した。全体としては労働市場が予想

景気の現状：利上げによる下押し圧力

以上に堅調である印象を与えた。同時に、求人難も継続しており、7月の求人労働異動調査によると、求人率（=求人件数 ÷ (求人件数 + 雇用者数)）は 6.9%、自発的な離職率は 2.7% といずれも高止まりしており、労働市場のひつ迫がうかがえる。

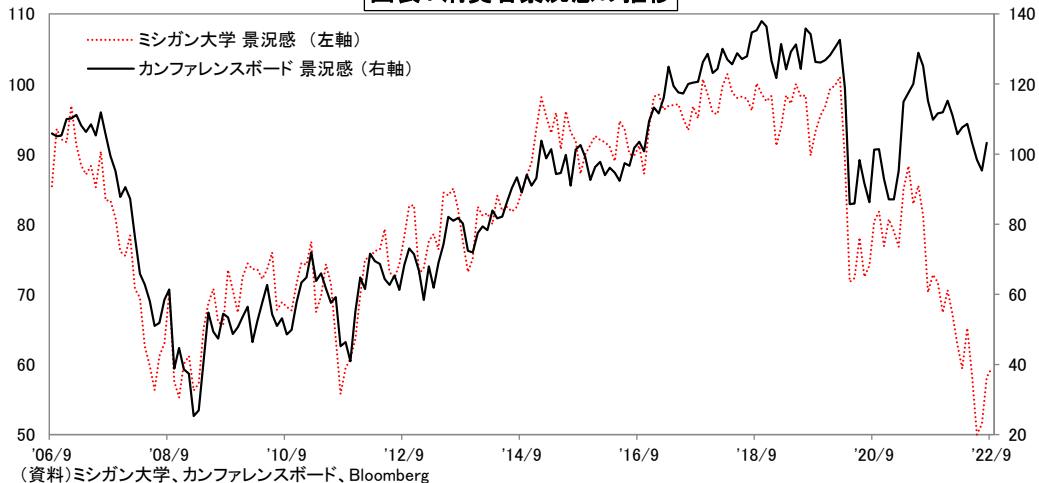
このようなひつ迫した労働市場を背景に、8月の時間当たり賃金は前年比 5.2% の上昇となった。また、アトランタ連銀の賃金上昇トラッカーでは、転職者の賃金上昇率が 8% 半ばと非常に高く計測



個人消費をみると、7月の実質個人消費支出は、財消費、サービス消費とも前月比0.2%と2か月連続で増加し、8月の小売売上高も同0.3%と底堅かった。全体としてみれば利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていると判断できるが、底堅さもうかがえる。

また、9月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は8月からほぼ変わらずの59.5（現況指数58.9、期待指数59.9）となつた。ミシガン大学からは、エネルギー価格の低下を背景に、短期、長期とも期待インフレ率の低下がみられたものの、将来の価格についての不確実性が上昇していることから、今回のような期待インフレ率の低下が持続するかは不透明と報告された。

図表4 消費者景況感の推移



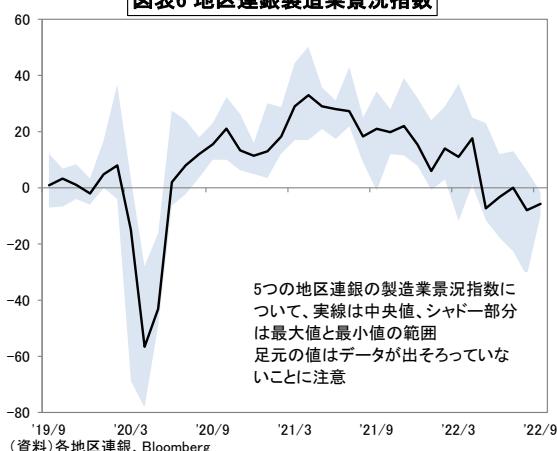
27か月連続での拡大を示唆する企業マインド

こうしたなか、8月のISM製造業指数（製造業PMI）は52.8%、サービス業指数（サービス業PMI）は56.9%と、企業マインドは27か月連続で企業部門の拡大を示した。入荷遅延指数や価格指数の低下も確認できるため、21年末からの供給制約の緩和が継続していると判断できる。

図表5 ISM景況感指数の推移



図表6 地区連銀製造業景況指数

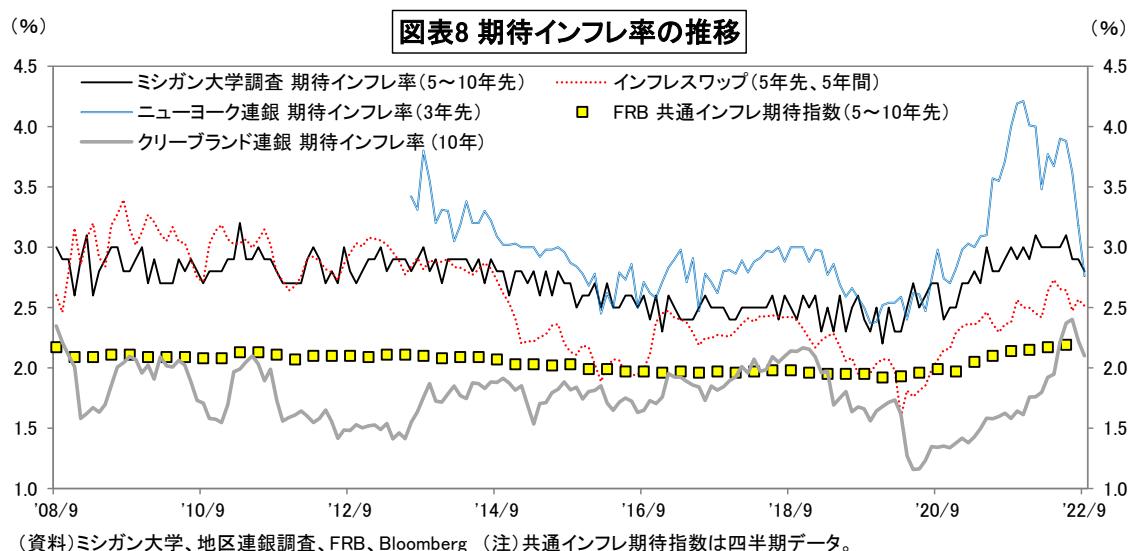
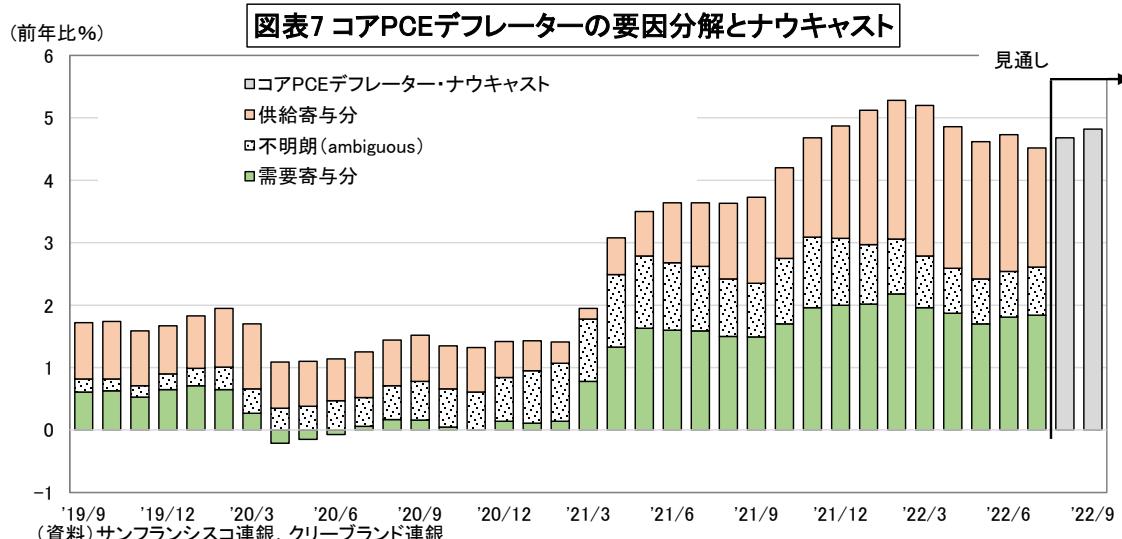


明確な鈍化傾向が確認できないインフレ率

インフレ率をみると、7月のコアPCEデフレーターは前年比4.6%と、6月の同4.8%から鈍化した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは前月から変わらずの同4.4%と、

物価上昇が幅広い分野で継続している。一方で、8月の消費者物価指数は、インフレ率のピークアウトを見込んでいた大方の予想に反し総合が前月比0.1%、コアが同0.5%といずれも7月から加速した。全体としては、インフレ率はピークアウトしつつあるようと思われるが、判断は時期尚早といえる。一方で、期待インフレ率が概ね安定的に推移していることから、80年前後のボルカーノFRB議長時のような、インフレ率を抑制するために失業率が10%超となるほど深刻なリセッションを起こす必要はなさそうだ。

サンフランシスコ連銀による要因分解では、7月のコアPCEデフレーターのうち供給要因は前月比ではマイナス寄与となっており、供給制約の緩和がインフレ率に反映されている。ただし、前年比では依然として2ポイント弱の寄与度となっている。



利上げによる「痛み」を意識させた9月FOMC

こうしたなか、9月FOMC（20、21日）において、ほぼ事前予想通りとなる75bpの利上げが決定され、政策金利は3.00～3.25%へ引き上げられた。FOMC後に公表された経済見通し（SEP）では6月時点と比較して、①22、23年にかけてGDP成長率の大幅な下方修正、②23、24年にかけて失業率の上方修正、③23年のインフレ率の上方修正、④22～24年の政策金利の上方修正が盛り込まれた。あわせて公表されたドットプロットを確認すると、政策金利見通しの中央値は、22年から25年の年末にかけて、それぞれ4.375%、4.625%、3.875%、2.875%となり、22年は残り2回のFOMCで合計1.25%程度の利上げ見通しとなった。全体としては、高インフレが長期化するなかで、労働市場の過熱と賃金上昇率の加速も懸念材料となりつつあり、FRBとしてはタカ派的な金融政策を長期化せざるをえないということだろう。

FOMC後の記者会見にてパウエルFRB議長は、インフレ率の抑制にむけて、トレンドを下回る経済成長率と労働市場のひつ迫度合の緩和の両方を達成することが必要であり、先行きは経済的な痛みを覚悟する必要があると述べた。また、FOMC参加者はインフレ率が上振れるリスクを引き続き認識していると語った。

一方で、これまでの高インフレ期と足元の状況の違いとして、①求人件数が減少することで失業率の大幅な上昇を伴わずに労働市場の過熱が沈静化する可能性があること、②長期期待インフレ率が安定していること、③供給ショックの緩和がディスインフレ方向で作用すること、の3点を指摘した。

図表9 FRB大勢見通し（9月時点）

	2022年	2023年	2024年	2025年	長期見通し
実質GDP (%前年比)	0.1～0.3	0.5～1.5	1.4～2.0	1.6～2.0	1.7～2.0
	6月時点 (%前年比)	1.5～1.9	1.3～2.0	1.5～2.0	1.8～2.0
失業率 (%)	3.8～3.9	4.1～4.5	4.0～4.6	4.0～4.5	3.8～4.3
	6月時点 (%)	3.6～3.8	3.8～4.1	3.9～4.1	3.5～4.2
PCEデフレーター (%前年比)	5.3～5.7	2.6～3.5	2.1～2.6	2.0～2.2	2.0
	6月時点 (%前年比)	5.0～5.3	2.4～3.0	2.0～2.5	2.0
コアPCEデフレーター (%前年比)	4.4～4.6	3.0～3.4	2.2～2.5	2.0～2.2	
	6月時点 (%前年比)	4.2～4.5	2.5～3.2	2.1～2.5	
政策金利 (%)	4.1～4.4	4.4～4.9	3.4～4.4	2.4～3.4	2.3～2.5
	6月時点 (%)	3.1～3.6	3.6～4.1	2.9～3.6	2.3～2.5

（資料）FRBより作成

（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。

利上げで失業率が大幅に上昇するかどうかについて

パウエル議長が記者会見にて語った、求人件数が減少することで失業率の大幅な上昇を伴わずに労働市場の過熱が沈静化する可能性については、コロナ禍を経て米国の労働市場の効率性が悪化したかどうかという、UV 曲線のシフトの有無に帰着する。これまでのところ、[ウォラーFRB 理事らの研究](#) やサンフランシスコ連銀は、失業率の大幅な上昇を伴わずに求人件数の減少が可能と指摘している。一方で、[ブランシャール・元 IMF チーフエコノミストらの分析](#) では UV 曲線はシフトしたため、失業率の大幅上昇も不可避と考えられており、見解が分かれている。もっとも同分析は、失業率について 1953 年から 2009 年までのデータをみると、求人率がピークを付けてから 1 年後に平均 1 ポイント、2 年後は同 2.1 ポイント上昇したことを指摘している。今回は求人率が 22 年 3 月にピークとなり、当時の失業率は 3.6% だったため、失業率は 5% 後半まで上昇することも視野に入りそうだ。こうした見方に立つと、24 年末の FRB の失業率見通し (4.0~4.6%) は楽観的とも考えられるだろう。

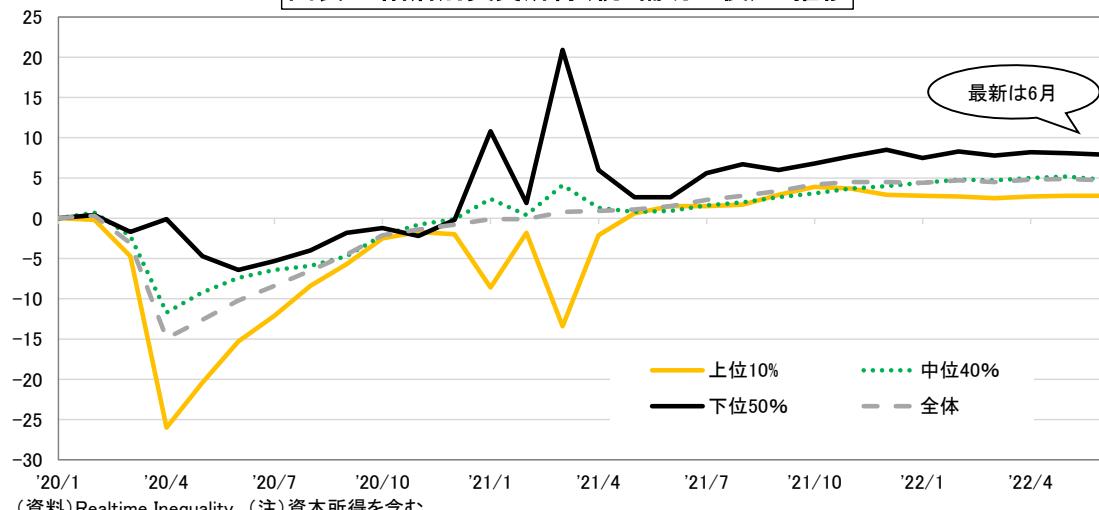
ただし、データの制約などから、UV 曲線や労働市場についての即時的な分析は、労働市場をモデル化する段階で比較的強い仮定が必要となることもあり、結果の解釈は慎重にすべきだろう。

9 月 FOMC で政策金利見通しが上方修正されたことから、これまでの利上げ見通しでは、需要側の抑制が不十分だったといえる。例えば、[Realtime Inequality](#) から所得階層ごとの所得の伸びをみると、昨今の高インフレ下であっても 6 月時点では所得下位 50% や中位 40% 層の実質所得はほとんど減少していない。また、資産下位 50% の実質資産はコロナ前の 20 年 1 月比 200% 超となっている。このような家計の比較的良好な所得フローと資産を背景として、4~6 月期 GDP では個人消費は前期比年率 1.5% (2 次速報) となるなど、個人消費の底堅さが継続していると思われる。

個人消費の底堅さの背景

(20年1月比 %)

図表10 階層別実質所得(税・補助金後)の推移



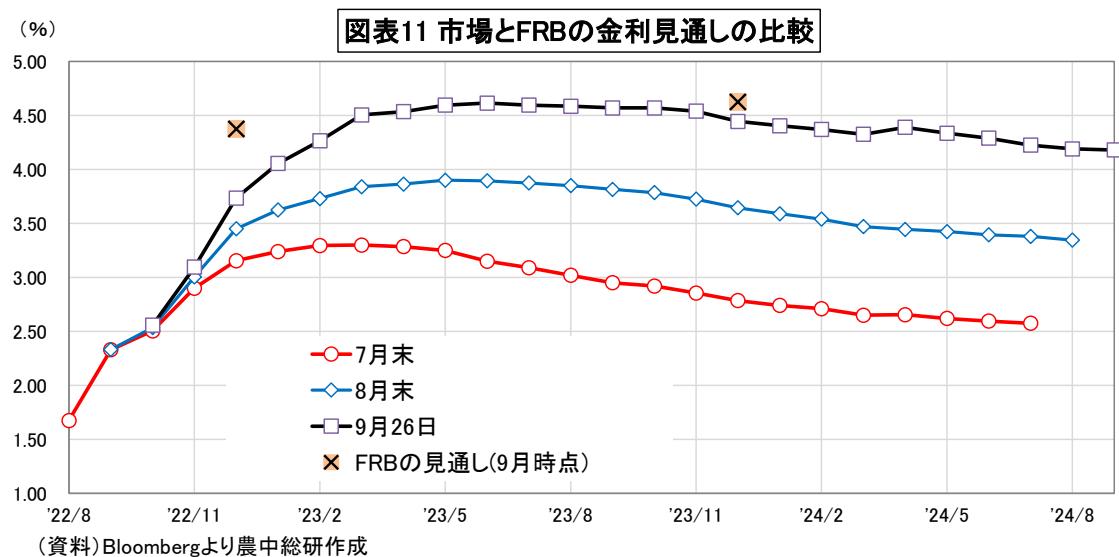
景気の先行き：1年程度は下押し圧力が強い

長期金利の低下余地は限定的

さて、景気の先行きを考えてみると、9月FOMCのSEPで示されたように、引き締め方向での金融政策の長期化が織り込まれたことで、向こう1年程度の需要に下押し圧力が加わり、景気減速は続くとみられる。一方で、足元では特に下位50%層での所得、資産があまり悪化していないことから、個人消費は予想外に底堅く推移し、消費の底割れは回避できるのではないだろうか。以上から、低成長の長期化とインフレ率の鈍化が並行して、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一歩手前のような景気が続きそうだ。

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では7月末から9月FOMC（20、21日）にかけて、FRBによる利上げ織り込みが進んだことから、米長期金利（10年債利回り）は速いペースで上昇し、9月26日は3.92%と約12年ぶりの水準となった。

先行きについては、高インフレと労働市場の過熱が継続していることもあり、12月FOMCにてFRBが一段とタカ派化する可能性も否定できず、長期金利が下がる余地はほぼなさそうに思われる。以上から、4.0%前後での推移を見込む。



株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、8月半ばまでFRBの金融政策について楽観的な見通しが強かったことや、好調な決算が多かったことなどから上昇傾向が継続した。一方で、8月末のジャクソンホール会議以降、FRBのタカ派姿勢がより鮮明になったことから、大幅調整に迫られた。

先行きについては、9月FOMCでの利上げ見通しや景気後退懸念が消化されつつあるものの、労働市場やインフレ率次第で12月FOMCにおいてFRBが一段とタカ派化する可能性も十分にあり、上値は重いと思われる。

(22.9.27現在)