

下げ渋るインフレ率

～追加利上げを示唆した6月FOMC～

佐古 佳史

要旨

政策金利の据え置きが決定された6月FOMCでは、公表資料から年末までに合計50bpの追加利上げが示唆され、利上げが継続する見通しとなった。また、パウエルFRB議長は議会証言にて追加利上げが妥当との見方を示した。

賃金上昇率や求人人数、離職率などからみて、ペースは遅いながらも労働市場のひつ迫度合は抑制されつつあるとみられる。一方で、インフレ率の抑制は4、5月にかけて停滞しており、追加利上げの根拠となり得るだろう。

一段落した債務上限問題

バイデン大統領（民主）とマッカーシー下院議長（共和）は5月27日、事実上マッカーシー下院議長が譲歩する形で連邦政府債務の上限引き上げと歳出削減に合意した。合意内容が盛り込まれた財政責任法案は、5月末から6月初めにかけて米下院、上院で可決され、25年1月まで債務上限の適用は停止されることとなった。次回の米大統領選が24年11月に予定されていることもあり、大統領選後は債務上限問題が再び話題となりそうだ。

追加利上げを示唆した6月FOMC

こうしたなか、13、14日にかけて行われたFOMCでは、政策金利の据え置きが全会一致で決定され、利上げは一時停止となった。一方で、その後に公表された経済見通しでは3月FOMC時点からFOMC参加者の政策金利の予想が上方修正され、23年10～12月期は5.6%、24年10～12月期は4.6%となった。失業率については3月時点から下方修正され、23年10～12月期は4.1%、24年10～12月期は4.5%となり、FRBがあまり失業率の上昇にこだわらないようになりつつあることがうかがえる内容となった。なお、23年1～3月期のGDP成長率が高かったことから23年10～12月期GDPの成長率の見通しは前年比1.0%と、3月時点から0.6ポイント上方修正された（数値はいずれも中央値）。

その後、パウエルFRB議長は21日、議会証言において追加的な利上げが適切であり、利上げペースは小幅になるとの見方を示した。こうしたことから、次回の7月FOMC（25、26日）では25bpの利上げが決定される可能性が現時点では高いといえる。

図表1 FRB大勢見通し(6月時点)

		2023年	2024年	2025年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	0.7~1.2	0.9~1.5	1.6~2.0	1.7~2.0
3月時点	(%前年比)	0.0~0.8	1.0~1.5	1.7~2.1	1.7~2.0
失業率	(%)	4.0~4.3	4.3~4.6	4.3~4.6	3.8~4.3
3月時点	(%)	4.0~4.7	4.3~4.9	4.3~4.8	3.8~4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.0~3.5	2.3~2.8	2.0~2.4	2.0
3月時点	(%前年比)	3.0~3.8	2.2~2.8	2.0~2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.7~4.2	2.5~3.1	2.0~2.4	
3月時点	(%前年比)	3.5~3.9	2.3~2.8	2.0~2.2	
政策金利	(%)	5.4~5.6	4.4~5.1	2.9~4.1	2.5~2.8
3月時点	(%)	5.1~5.6	3.9~5.1	2.9~3.9	2.4~2.6

(資料)FRBより作成

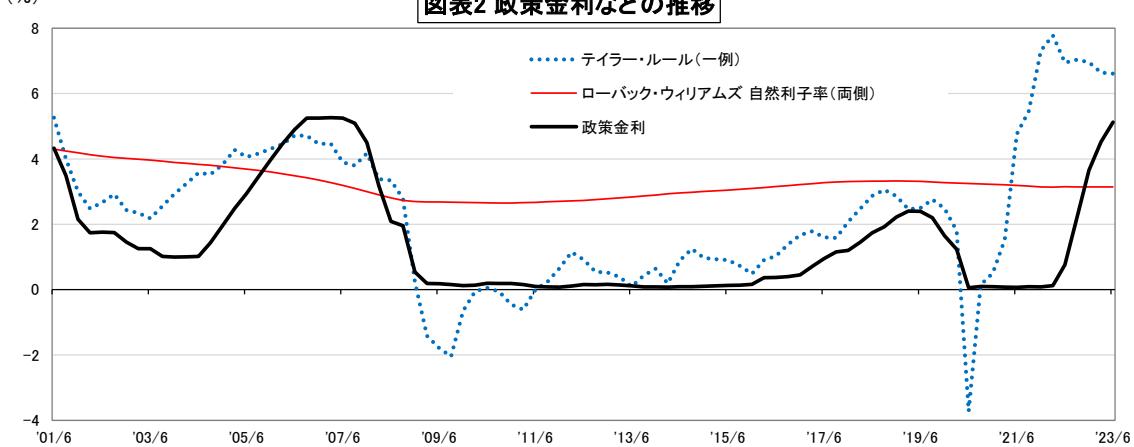
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

テイラー・ルール型の金利水準が参考値に利用される

16日にFRBが議会に提出した資料からは、テイラー・ルール型の単純な政策金利の目安と比較して、コロナ禍後の金融政策が緩和的であったことが示され、政策金利の上昇余地が依然として残っていることが示唆された。振り返って考えると、筆者も含めて21~22年の緩和度合を過小評価していた向きは多いと思われる。

なお、22年6月から開始された量的引き締めの効果は25bp利上げ2回分に相当するという指摘が当時のFOMC参加者からあった点にも留意した方が良いだろう。

図表2 政策金利などの推移



(資料)ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、FRED (注)自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。

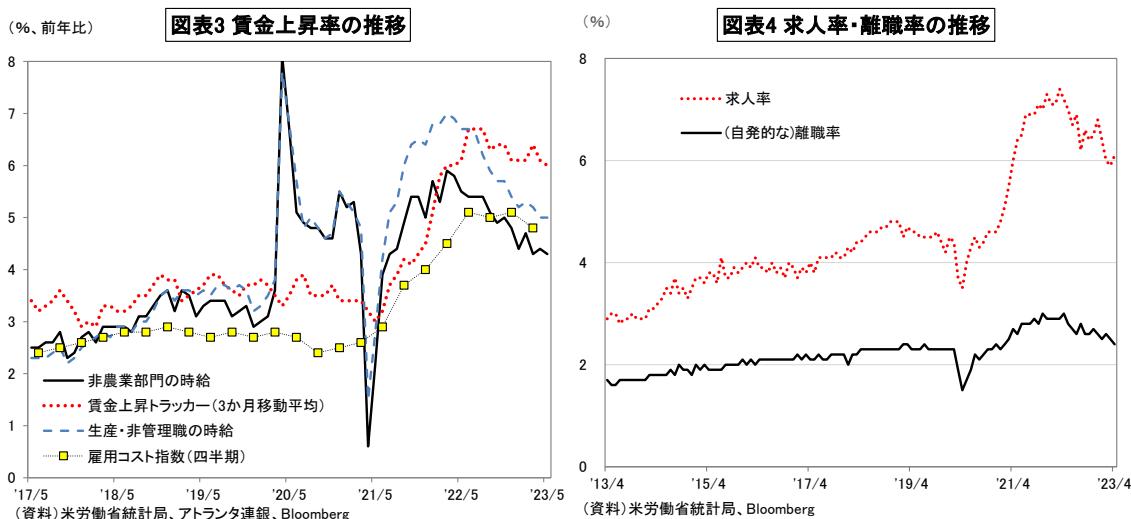
利上げによる下押し圧力が継続

さて、経済指標を確認してみると、全体としてはこれまでの大幅利上げによる米国経済への下押し圧力は継続しており、労働市場

のひつ迫もペースは遅いながら抑制されつつあるとみられる。

5月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は4月から33.9万人増と速いペースでの雇用増が続いている。また、失業率は0.3ポイント上昇の3.7%となった。平均時給は前年比で4.3%、前月比は0.3ポイント加速の0.5%となった。

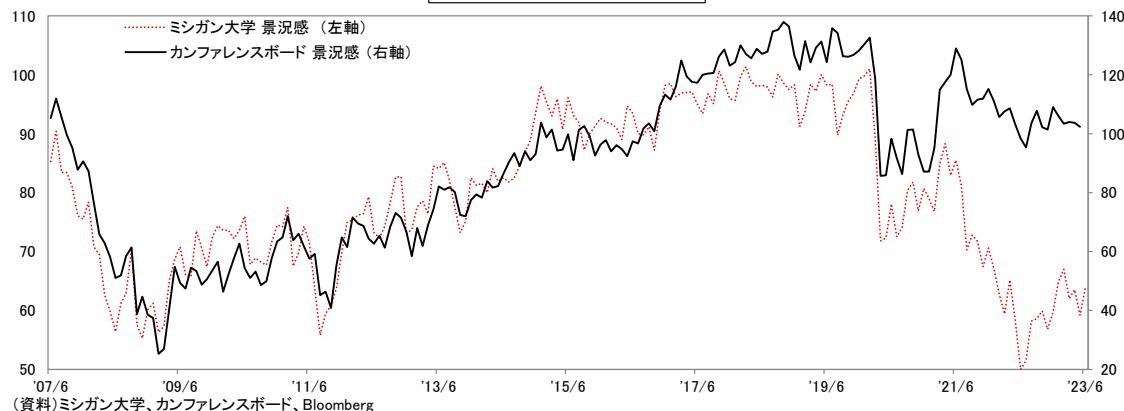
4月の求人労働異動調査によると、求人率(=求人人数÷(求人人数+雇用者数))は6.1%へ上昇、自発的な離職率は2.4%へ低下した。全体としてみれば、労働市場のひつ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持してよさそうだ。



個人消費をみると、4月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.8%と3か月ぶりに増加、サービス消費は同0.3%と2か月連続で増加し、全体としては同0.5%と2か月連続で増加した。また、5月の小売売上高は同0.3%となったが、実質値でみれば前月からほぼ変化がないといえるだろう。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思われるものの、4月の個人消費は強かった印象を与えた。

6月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、債務上限問題が解決されたことと、インフレ率の鈍化が進展したことから前月比8%の上昇となった。加えて、1年先の期待インフレ率は高止まりとなっていた5月から0.9ポイント低下の3.3%へ、長期期待インフレは3.0%へ再び低下し足元のレンジ内での推移となった点もミシガン大学から報告された。

図表5 消費者景況感の推移

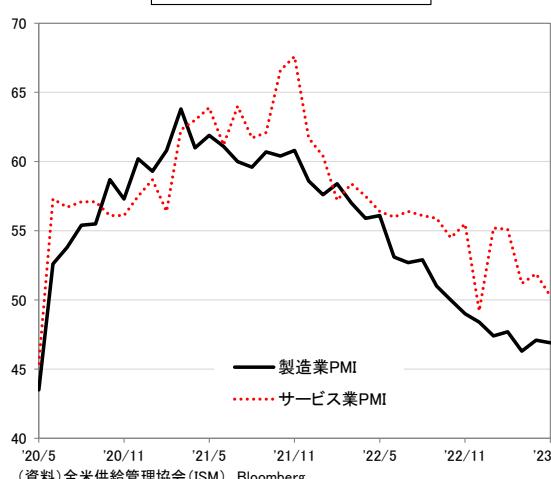


ISM 指数は低水準での推移

ISM 指数を確認すると、6 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から▲0.2 ポイント低下の 46.9% と 7 か月連続で縮小傾向を示した。サービス業指数（サービス業 PMI）は同▲1.6 ポイント低下の 50.3% と小幅ながら 5 か月連続で拡大傾向を保っているものの、景況感の判断基準の基準となる 50% に迫る低い水準となった。

製造業 PMI の価格指数は同▲9.0 ポイント低下の 44.2%、サービス業 PMI の価格指数は同▲3.4 ポイント低下の 56.2% となり、製造業を中心にインフレ率の抑制が示唆された。

図表6 ISM景況感指数の推移

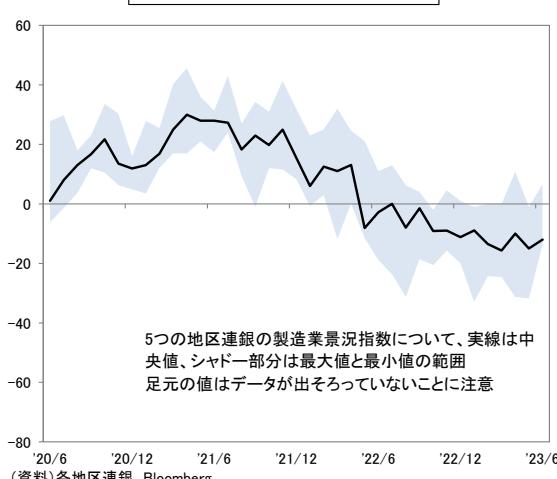


インフレ率の抑制は停滞

インフレ率をみると、4 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.7% と 3 月の同 4.6% から加速、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 4.8% と 3 か月連続で加速した。サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制が進んでいないことがうかがえる。

また、5 月の消費者物価指数(CPI)はエネルギーが前月比▲3.6% と大幅に下落したことから総合は同 0.1% となった。一方でコアは

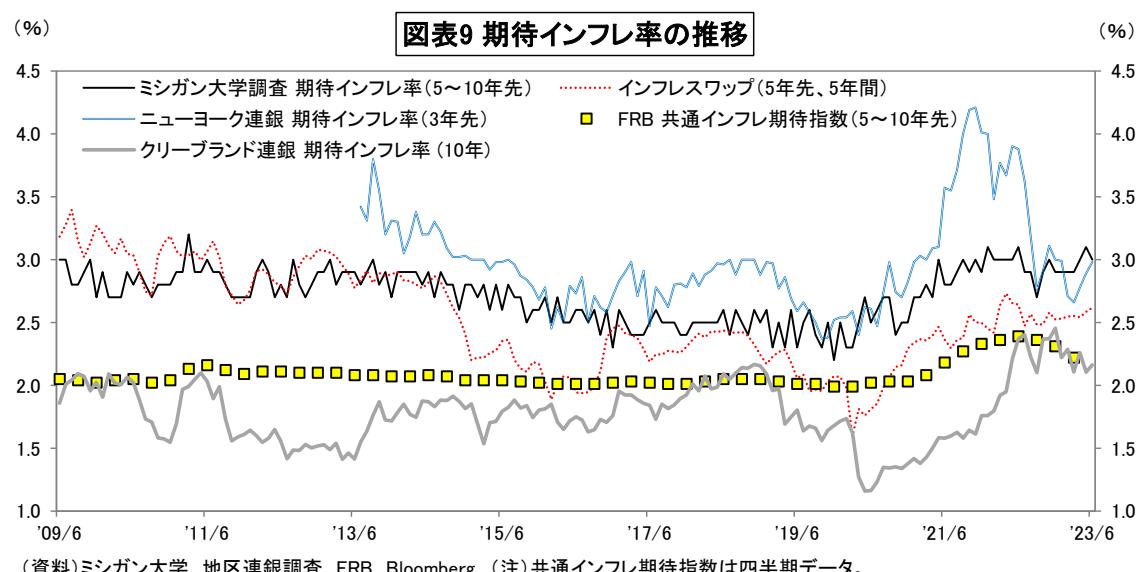
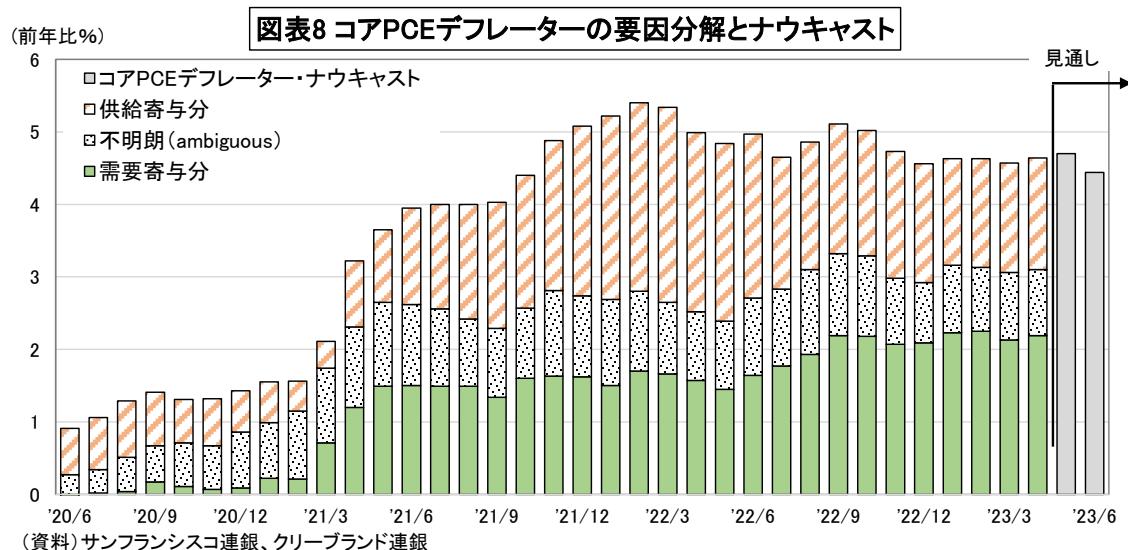
図表7 地区連銀製造業景況指数



3、4月から変わらずの同0.4%、住宅サービスは0.2ポイント加速の同0.6%となった。全体としてはエネルギーを除けば、4月と同じく5月もインフレ率の鈍化があまり進展しなかった。

5月の消費者物価指数から、労働市場のひっばく度合いとの関係が強いと思われる「住宅を除くコア・サービス」に該当する各項目について、前月比でのインフレ率を確認すると、同セクターのインフレ率が4月からほぼ変わっていないことがうかがえる。

なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べると高止まりしているものの、おおむね安定しているといえる。



景気の先行き： 後ずれする見込みの景気下押し 圧力

乏しいと思われる 長期金利低下 余地

足元のインフレ率は FRB の目標値である前年比 2%の倍以上となっているため、金融引き締めの継続と景気減速の長期化は避けられない環境にあるだろう。現在の政策金利水準 (5.00~5.25%) が引き締め的かどうかは判断が分かれるところだが、緩和的であった21~22年の金融政策の効果が足元の経済に波及していると考えられることや、サービスセクターの労働市場が利上げに反応しにくいことなどから、金融引き締め効果が出づらい環境にある。こうしたことから、景気への下押し圧力が強まる時期も後ずれし、23年半ば以降となりそうだ。利上げが継続するなかで、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くと思われる。

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では3月10日のシリコンバレー銀行破綻に端を発する金融不安から米長期金利（10年債利回り）は急低下した後、変動幅の大きな展開となった。4月入り後は、3.5%前後での推移となった。5月末にかけて債務上限問題への懸念や米国債格下げの可能性が浮上したことで3.8%を上回る場面もみられた。6月に入り債務上限問題が解決した後、長期金利は一旦低下したものの、5月の雇用統計が強かったことで再度上昇し、6月FOMC（13、14日）にてFRBによる追加利上げの可能性が示唆されたことなどから、足元では3.7~3.8%程度で推移しており、4月と比べると20bp程度高い水準となっている。

先行きについても、FRBの利上げが継続すると見込まれることから長期金利の低下余地は乏しいと思われ、足元の3.7~3.8%程度での推移となりそうだ。



株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、金融不安が沈静化したことや雇用統計において米労働市場の堅調さが改めて示されたことなどからダウ平均株価は反発し、4月末には34,000ドルを回復した。その後は5月にかけて債務上限問題が意識され上値が重い展開が続いた。6月入り後は債務上限問題が解決したことで一旦反発したものの、6月FOMCやパウエル議長の議会証言などから金融引き締めの継続が意識されたことから下落に転じ、足元では再び34,000ドルを割り込んでいる。

先行きについては、23年7~9月期までは企業収益の伸びは低調と予想されていることや、金融引き締めの継続が見込まれることもあり、引き続き上値の重い相場が続くと予想する。

(23.6.26現在)