

# インフレ再加速の危惧を抱えながら 利下げに進むFed



グローバルマーケットエコノミスト

鈴木 敏之

米国経済は、想定以上の強い成長を続けている。その中、1月のインフレ指標は、軒並み強い上昇を示し、インフレ再加速の危惧を看過できなくなっている。それにもかかわらず、金融政策は24年中に0.75%（0.25%ずつならば3回）の利下げに進むことを言っている。それは、年央に利下げに進むことに通じる。今のインフレ指標の動きをみると、はたして、この年央に利下げ開始という金融政策の見方が、保持できるのかには不安がある。

## ■ 1. 米国経済は堅実な成長持続の見込み

米国経済は、パンデミックによるGDPの落ち込みを、短時間で取り戻し、その後の成長も勢いをもち続けている（第1図）。23年第3四半期前期比年率4.9%、第4四半期同3.2%と想定を上回る強い経済成長を成し遂げた。さらに、24年第1四半期も、アトランタ連銀のGDP Nowは2.3%をみている。1.8%とみられている潜在成長率を、7期連続して上回り続けることになる（第2図）。

この堅実な経済成長は、当面、衰えそうにない。強い成長をもたらしている需要項目は、個人消費である。個人消費の拡大は雇用の拡大がもたらしている。次をみると、しっかりした雇用拡大は、なお、続きそうである。

(1) 非農業部門雇用者数（NFP）の前年同月比は、景気先行指数の前年同月比を追

### 〈目次〉

1. 米国経済は堅実な成長持続の見込み
2. インフレ再加速の様相
3. 政権交代とインフレ
4. 金融政策はインフレを傍観して利下げ開始へ  
結び

(第1図) パンデミック禍からの米GDPの急回復

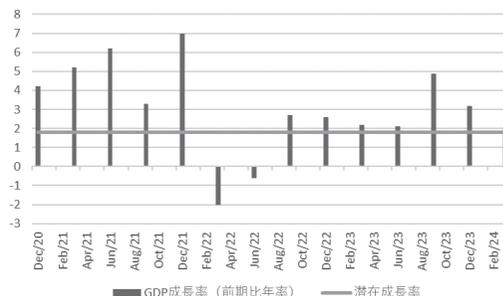


(資料) 米商務省より筆者作成

っていて、年央まで前年同月比1.5~2%の伸びが続くと見込まれる。それは、NFPの前月比は平均で250千人という数字になる (第3図)。

- (2) 米国経済の労働需要が強い。実質GDP/NFPの比率 (簡易計算の労働生産性) は、パンデミックで雇用が極端に圧縮された時期を過ぎても高い状態が続いている。この数字はいくらでも高まるものではない。それは、なおGDPの拡大が続くとすると、それは相応に雇用を増やさないと賄えない (第4図)。
- (3) トービンのqが高まっている。これは、企業が人的資本への投資を増やすことを示唆し、雇用の拡大をもたらす (第5図)。
- (4) 景気後退の可能性を見極める手段として、Sahm景気後退指標、SRI (Sahm Recession Indicator) がある。SRIは、3か月移動平均でみた失業率の過去1年以内の最低値を0.5%上回ると、過去は

(第2図) 7期連続して潜在成長率を上回る経済成長



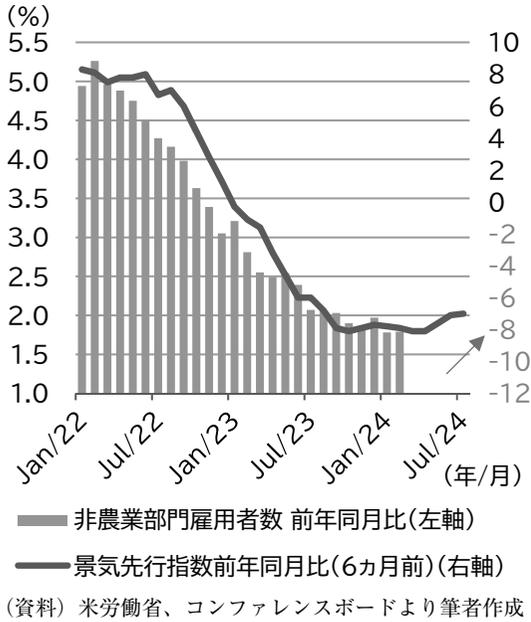
(資料) 米商務省、FRBより筆者作成

多くの場合、景気後退に陥っている。当面、この1年の最低値3.5%を失業率の3か月移動平均値が上回ることはみなくてよい。すなわち、景気後退は見込まなくてよいということである (第6図)。

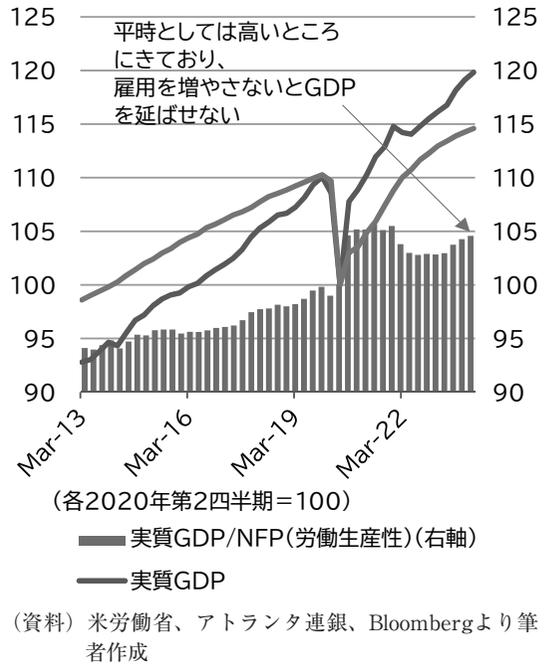
さらに、労働需給の逼迫の解消が見えず、賃金上昇率の高止まりが見込める (第7図)。それは、実質賃金の上昇と、雇用の拡大が相乗効果で、実質雇用者所得の増加持続を見込ませる。米国経済は、雇用拡大が消費需要増をもたらし、その需要を賄う経済活動が次の雇用拡大となるゴールデンサイクルに入っている。

万一、拡大が減速する動きが起きたとしても、FF金利を5.5% (誘導レンジの上限) まで引き上げているので、今の米国には、金融緩和を発動できる余地ができています。金融緩和で落ち込みは限定的に抑え込める期待が持てる (第8図)。

(第3図) NFPの増加率衰えず



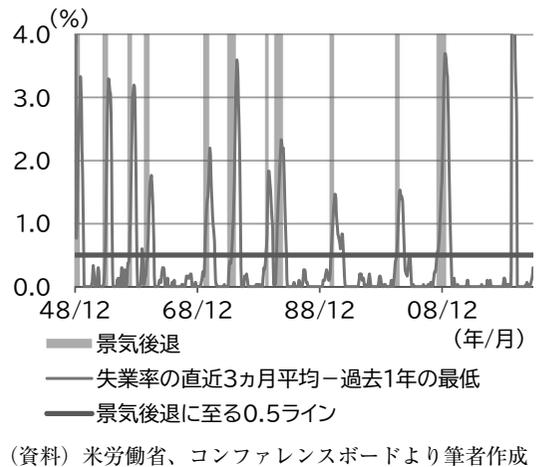
(第4図) 今後の経済成長はより強い雇用増加が必要



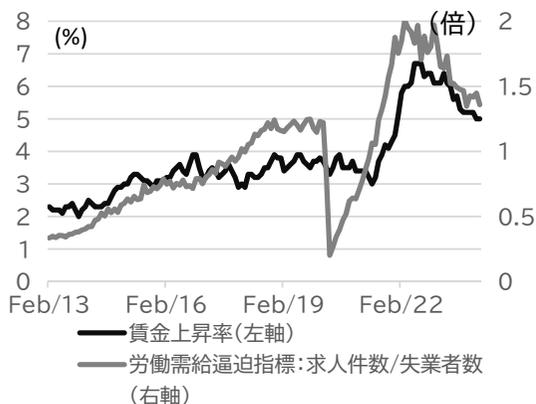
(第5図) トービンのqとNFPの増減率



(第6図) SRIでみて景気後退なし

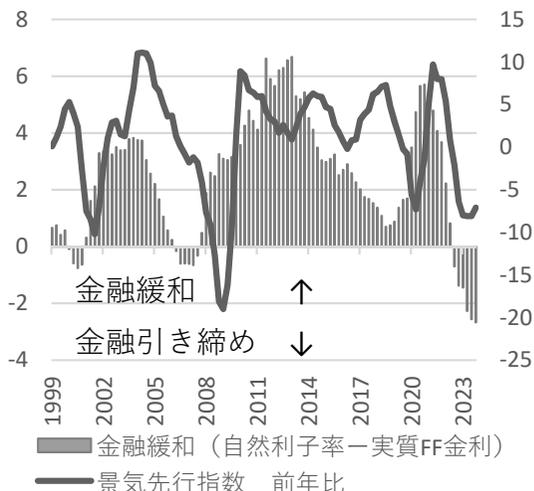


(第7図) 労働需給逼迫下、賃金上昇率高止まり



(資料) 米労働省、アトランタ連銀より筆者作成

(第8図) 景気減速をみれば、金融緩和による対処の余地



(資料) FRB、ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、コンファレンスボードより筆者作成

## ■ 2. インフレ再加速の様相

1月のインフレ指標は、消費者物価指数(CPI)、生産者価格指数(PPI)、PCE価格指数と軒並み、コアの前月比が+0.4%という不連続なジャンプであった。さらに2月のCPIもコアの前月比+0.4%で発表された。これは、異常なジャンプであった1月の動きが一過性のものでないことを示し、インフレ見通しの緊張を強く高めた。年率2%に対応する前月比は0.165%である。この醜い(Ugly)数字は、質も悪く、インフレ再加速への危惧をもたらしている。

### (1) 1月のインフレ率の前月比ジャンプは一過性に非ず

1月は、CPIを皮切りにPPIもPCE価格指数もコアが大きく上昇した。この上昇が一過性でなければ、インフレ目標2%への到達が、遙かかなたの話になる。その意味で、この2月のCPIは最大限の注目があつた。結果は、1月のジャンプは一過性とは言えず、醜い(Ugly)数字であつた。

1月に大きく上昇したのが、帰属家賃と住宅以外のコアサービスのスーパーコアであつた。帰属家賃は、集計対象の構成の変更があつたことで、1月の上昇には特殊要因があつた。2月の上昇率は1月より下がつたが、なお前月比0.4%であつた。スーパーコアも前月より大きめに下がつたが、それでも0.5%の上

(第9表) CPI、PPI、PCE価格指数の1月ショックに続き、2月CPIコアの前月比も強い上昇

	9月	10月	11月	12月	1月	2月
CPI 全体	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
コア	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
スーパーコア	0.6	0.2	0.4	0.3	0.9	0.5
帰属家賃	0.5	0.4	0.5	0.4	0.6	0.4
PPI 最終需要	0.2	-0.4	0.1	-0.1	0.3	0.3
コア	0.3	0.1	0.1	0.3	0.6	0.4
サービス	-0.1	0.1	0.2	-0.1	0.6	0.4
資産管理手数料	-0.5	-3.0	-1.7	1.4	5.5	0.2
PCEコア	0.33	0.15	0.09	0.14	0.42	

前月比 % PPIコアは食料、エネルギー、貿易サービス除き (資料) 米労働省、商務省より筆者作成

昇であった。これは、サービスの影響が強く、労働需給の逼迫を反映する。その労働需給の逼迫について、2月の雇用統計は3.7%から3.9%への失業率の上昇をみたが、それでもFOMC見通しの長期均衡の失業率4.1%より低い。すなわち、労働需給の緩みは見え、引き続き賃金上昇、CPIのスーパーコアの上昇をみておかなければならない(第10表、第11図)。

その他の2月のCPIの上昇品目としては、航空運賃、中古車がある。中古車は、供給制約が緩むことによる価格低下が一巡することが言われてきたが、それが起きていることになる。すなわち、今後のインフレ率低下への寄与は乏しくなる(第12図)。

## (2) 労働需給の逼迫

特に、労働需給の逼迫が問題である。今の労働需給逼迫の緩和は限定的にみられ、CPI

のコアインフレ率の顕著な低下は見込めない。

## (3) PCEコアの前年同月比2%到達見えず

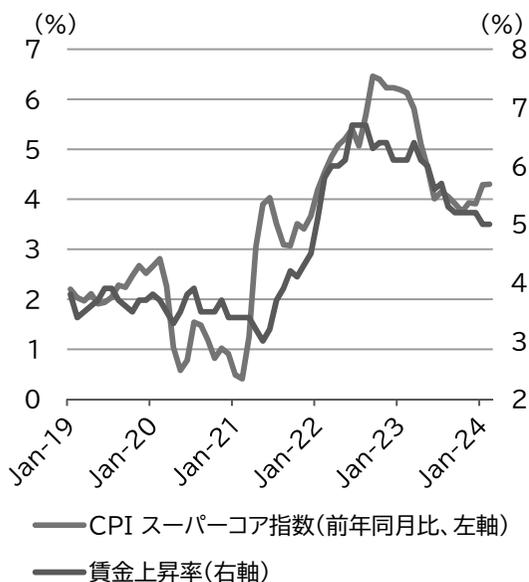
このCPIコア前月比0.4%をみたところで、PCEコア前年同月比の先行きを試算してみる。

1月の特殊要因のPPIのポートフォリオ管理手数料の上昇が一服して2月のPCEコア前月比は0.35%に下がり、その後は正常(10-12月の前月比の平均0.129%)に戻るとして試算してみると、PCEコアの前年同月比2.0%到達は視野外になる(第12表)。

## 3. 政権交代とインフレ

24年は大統領選挙の年である。次の大統領が就任して、その経済政策が発動されるのは

(第10図) スーパーコアのインフレ率と賃金上昇率



(資料) 米労働省指数、アトランタ連銀より筆者作成

(第11図) インフレ率低下をもたらした供給制約指数は反転



(資料) 米労働省、アトランタ連銀、Bloombergより筆者作成

25年であるが、金融市場は24年中に反応するであろう。

バイデン大統領の再選であれば、基本的には現行の経済政策が維持される。しかし、仮に、トランプ前大統領が、返り咲く場合には、経済政策が変わる。それが、米国経済、インフレ動向に何をもたらすかは、みておきたいところだが、次の事情から見定めがつかない。

第一に、統治の不確実性である。トランプ前大統領の政策発動は、事前予測が難しいことが多い。また、閣僚はじめ就任に上院の承認の要る役職について、その承認を得にくい人をトランプ前大統領は指名しそうで、政権が機能するまでに時間を要するという問題が

ある。

第二に、地政学情勢の不確実性が大きくなる問題がある。トランプ前大統領は、ウクライナへの支援を消極化する孤立主義の外交、安全保障政策を進めそうである。その場合、グローバルに地政学情勢が異次元のものとなる。パンデミック、ウクライナ戦争でサプライショックを経験したが、それが再現される可能性がある。

第三に、インフレを強めさせそうな政策とインフレを抑えそうな政策が同時にとられそうなことがあげられる。前回の任期中、トランプ大統領は、パウエルFRB議長に強く利下げを求めた。中央銀行の独立性が脅かされ

(第12表) PCEコア前年同月比のシミュレーション

	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
PCEコア前月比	0.144	0.416	0.350	0.129	0.129	0.129	0.129	0.129
前年同月比	2.9	2.8	2.8	2.6	2.4	2.3	2.2	2.3
統計発表	1/26	2/29	3/29	4/26	5/31	6/28	7/26	8/30
FOMC政策決定日	1/31	3/20	5/1	5/1	6/12	7/31	7/31	9/12
日銀政策決定日	3/19	3/19	4/26	6/14	6/14	7/31	7/31	9/20

変化率単位 % (資料) 米商務省、FRB、日本銀行より筆者作成。先行きの試算は筆者

れば、期待インフレ率は上がる。また、減税を優先して、財政収支をさらに悪化させれば、それは、インフレ率高進を想像させる。一方で、規制緩和を進める場合、石油、ガスの生産が典型であるが、増産がなされて、インフレ率を押し下げることが見込まれる。

上記の事情から、実際に政策が動けるまでに時間を要するとみて、それまでは、政権交代で政策が経済見通しに影響を及ぼす問題は、とりあえず傍観というのが、当座の経済予測の立て方となる。

#### ■ 4. 金融政策はインフレを傍観して利下げ開始へ

経済は強く、そのもとでインフレ再加速の危惧もあるという状態で金融政策をみることになるが、かなりトリッキーである。インフレ再加速の危惧がある以上、現行のFF金利5.25～5.50%を誘導レンジとし、月950億ドルを上限としてFedが証券保有を削減するQTの金融引き締めを続けるというのが、納得を得やすいところだろう。ところが、Fedは、

年内に利下げに進む意向を示している。3月20日の連邦公開市場委員会(FOMC)の政策決定後の会見で、パウエルFRB議長は、記者会見冒頭のキイノートで、年内のどこかで金利を引き下げる(ダイアルバック)と発言したし、その日発表されたFOMCの経済見通し(SEP: Summary of Economic Projections)も年内0.75%の利下げをみている(第13表、第14図)。インフレ再加速を危惧させる動きに、Fedは優雅なる無視(Benign Neglect)で臨もうとしている。

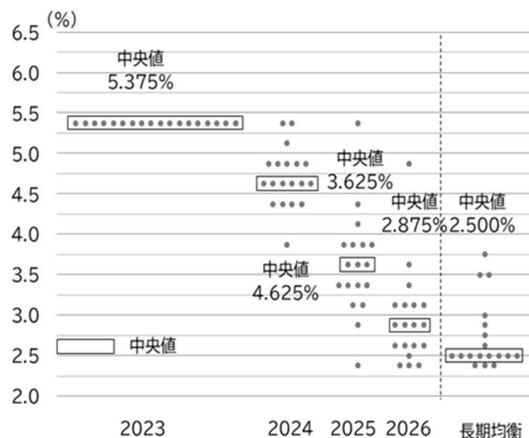
パウエルFRB議長は、3月7日の議会証言で、利下げに進めることで確信を得られるのは遠くない(“Not Far”)と発言した。3月20日のFOMC後の会見でも利下げ開始に前向きの姿勢であった。それは、(1)既にインフレ率は高い時より大きく低下しており、5.5%のFF金利維持は要らないし、有害となる危惧がある、(2)1月のコア前月比+0.4%でもコアインフレ率の前年比の低下は続いている、(3)SEPは24年0.75%の利下げを言っていた昨年12月のSEPから大きく変わりそうにない、(4)大統領選挙に影響の出る9月の利下げ

(第13表) FOMCの経済見通し (SEP)

	23	24	25	26	長期均衡
実質経済成長率(%)	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
(23年9月)	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失業率(%)	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
(23年9月)	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCEインフレ率(%)	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
(23年9月)	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
PCEコアインフレ率(%)	3.2	2.4	2.1	2.0	
(23年9月)	3.7	2.6	2.3	2.0	
FF金利(%)	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
(23年9月)	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

中央値  
 (資料) FRBより筆者作成

(第14図) FOMC参加者のFF金利見通し



(資料) FRBより筆者作成

開始は避けたい事情から、年央の利下げ開始に積極姿勢がある、という判断があるものとみられている。

## ■ 結び

米国経済については、着実な成長の拡大が続いているし、当座、景気後退は見込めない。一方でインフレには再加速の不安が台頭している。その中で、Fedが追加利下げに動くことが当然視されている。一頃からみれば、インフレ率は大きく低下した。もう5.5%という高いFF金利は要らない。Fedは利下げに進むであろう。しかし、インフレの再加速の動きがおさまらなければ、利下げはできない。情勢、経済指標を冷静に監視して予測に臨む必要がある。

