

# 「変曲点」を迎える米国経済と金融政策



大和証券 金融市場調査部

チーフ・ストラテジスト **谷 栄一郎**  
チーフ・エコノミスト **山本 賢治**

## ■ 1. 好調さを示した米経済

米国の2023年の実質GDP成長率は前年比+2.5%と前年（同+1.9%）から伸びを強め、FF金利の誘導目標が5.25%~5.50%と過去20年で最高水準に達しているにもかかわらず、好調さを示した。年明け以降の米経済も昨年

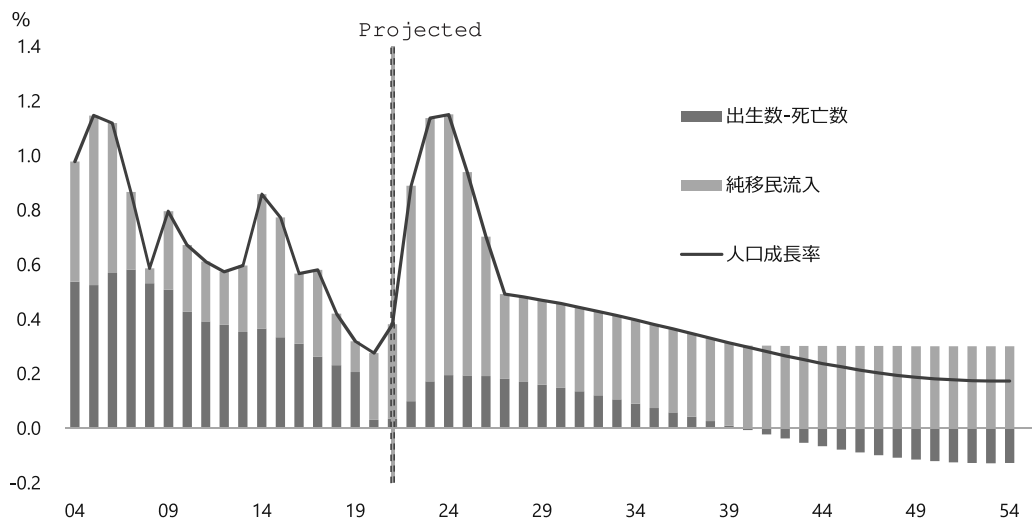
からの好調さが維持された。そして、2024年3月FOMCで示された実質GDP成長率見通し（4Q/4Q 中央値）は、2024年が2.1%、2025年、2026年がともに2.0%と2023年12月FOMCから上方修正された。予測の3年間を通じて長期的見通しである1.8%を上回る経済成長見通しが示された。

この好調な成長のけん引役となった主要因は移民であり、パウエルFRB議長も、「成長率見通しの上方修正は労働力供給を含めた指標を反映したものだ」との認識を示し、「移民が成長見通しを押し上げた」と指摘した。バイデン政権以降、移民の流入は急増しており、議会予算局（CBO）による最新の見通しでは、純移民の予測が大幅に上方修正され、昨年1年間の移民の流入数は約330万人にも上った。

### 〈目次〉

1. 好調さを示した米経済
2. 6月FOMC~「後ずれ」した政策見通し
3. 6月FOMCで示された「保守的な」インフレ予測
4. 「変曲点」の兆候が見られだした米経済と労働市場
5. 米ベヴァリッジ曲線の進展
6. FRBの今後の政策運営について

(図表1) 人口成長率の見通し (CBO)



(出所) CBOより大和証券作成

## 2. 6月FOMC～「後ずれ」した政策見通し

2024年初以降も昨年末の好調な米経済の流れが続き、1-3月期のインフレ統計が上振れたことで、年央の利下げ開始が視野に入りつつあったFRBは再び「High for Long」戦略に傾くこととなった。その後、4月、5月と下振れたCPIを受けて迎えた6月FOMCで示された経済・物価見通し(SEP)では、2024年末のコアPCEデフレーター予測が2.6%から2.8%へと上方修正された。2025年も0.1%pt上方修正され2.3%となった一方、2026年には2%へ収束する見通しが維持された。そして、政策金利予想(中央値)は、2024年末のターミナルレートが5.125%と、前回(3

月)から50bp引き上げられ、年内1回(25bp)の利下げ予想に修正された。もっとも、2025年は3月時点の3回利下げから、4回利下げに修正され、2026年も100bp(4回)利下げとなり、結果的に、2024年の発射台が高まったにもかかわらず、2年後の到達点は不変となり、「後ずれ」することとなった。

また、6月FOMCにおいては、4月以降のインフレ統計を踏まえ、声明文におけるインフレ認識が、「2%のインフレ目標に向けた一段の進展は見られていない」から「2%のインフレ目標に向けて緩慢なる一段の進展(modest further progress)が見られた」との文言に修正された。これは、FRBが利下げを支持するための「確信」を得るための一歩を踏み出したことになる。

もっとも、利下げの条件として、「インフ

(図表 2) FOMC参加者の米経済・政策金利見通し (中央値)

	2024	2025	2026	長期的 見通し
<b>GDP成長率</b>				
2024年6月	2.1	2.0	2.0	1.8
2024年3月	2.1	2.0	2.0	1.8
<b>失業率</b>				
2024年6月	4.0	4.2	4.1	4.2
2024年3月	4.0	4.1	4.0	4.1
<b>PCEインフレ率</b>				
2024年6月	2.6	2.3	2.0	2.0
2024年3月	2.4	2.2	2.0	2.0
<b>コアPCEインフレ率</b>				
2024年6月	2.8	2.3	2.0	
2024年3月	2.6	2.2	2.0	
<b>FOMC参加者の政策金利見通し</b>				
2024年6月	5.125	4.125	3.125	2.750
2024年3月	4.625	3.875	3.125	2.562

(出所) FRBより大和証券作成

レ率が持続的に2%に向かって推移しているという確信が高まるまでは、目標レンジを引き下げることが適切ではないと予想している」との文言は維持され、パウエル議長は会合後の記者会見でパウエルFRB議長も「我々はこれまで、インフレ率が持続可能なペースで物価目標の2%へと向かっているとさらなる確証を得るまでFF金利を引き下げることは適当ではないとしてきた。今年のデータは今のところ、こうした確証を得るほどのものではない」と強調した。しかし同時に「最新のインフレ指標は年初のデータよりも好意的で、インフレ目標へ向けてそれなりの進捗が

あった」ことを認めた。

### ■ 3. 6月FOMCで示された「保守的な」インフレ予測

また、パウエル議長は今会合のインフレ予想について、「保守的」であることを強調した。市場予想を下振れた5月のCPIは6月FOMC会合当日に公表されたが、パウエル議長は「大半 (most) の参加者」がFOMC会合中に発表されたデータに応じて予想を更新することはなかったと述べた。

このことをもって、即座に政策見通しに反

映していれば、より積極的な利下げパスになっていただろうとする見方もあった。しかし、元来、FOMC参加者は単月のデータに反応しないことを強調しており、かつ、年初以降の「不快な」データによって物価見通しが裏切られていた状況下では、PCEデフレーター推計の大きなウエイトを占めるとはいえ、完全なデータではないCPIの数字だけをもって、即座に政策見通しをハト方向に修正する（すべきだった）と考える方には違和感がある。

もっとも、結果的には、5月のコアPCEデフレーターは前月比+0.1%と非常に弱い数字となり、5月のCPIの結果がFOMC参加者の自信を高めるのに役立った可能性は高い。すなわち、今回のFOMC参加者の2024年末のインフレ見通しは、まさに「保守的な予測」（パウエル議長）となっていると評価されるだろう。

加えて、今回の経済見通しで示された2024年末のコアPCEデフレーターの中央値である+2.8%を達成するには12月までのコアPCEデフレーターが前月比+0.19%程度（平均）で推移すればよく、3月FOMC時点のインフレ見通しと異なり、6月会合時点でのコアインフレ予測がアップサイド方向で外れるリスクは相応に低下している。換言すれば、市場にとっての「ゲームチェンジャー」となりうる追加利上げの議論が顕在化するリスクが大きく低下したことはもちろんのこと、政策軌道は「後ずれしたが方向性としては利下げ」という見方は強化されたと言えよう。

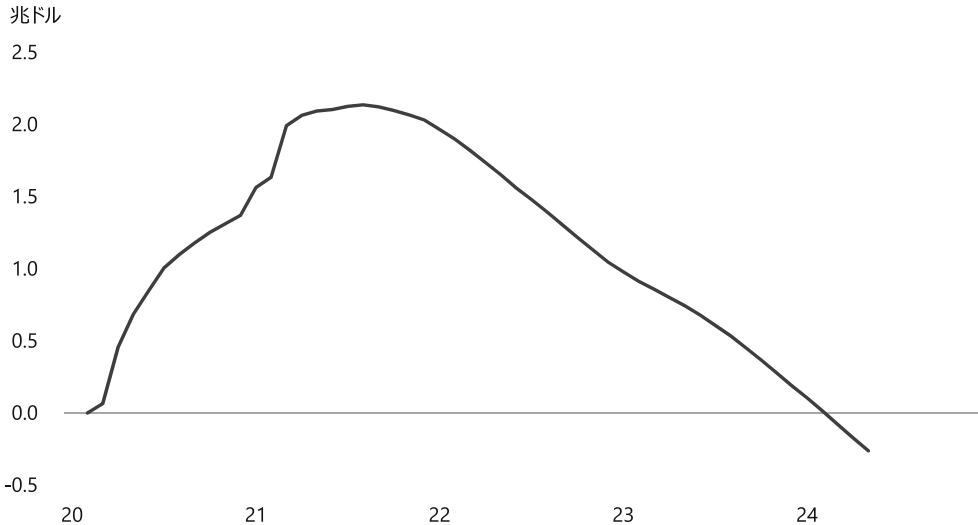
とはいえ、昨年後半の負のベース効果の影

響もあって、コアPCEデフレーターの前年比の伸びは今年後半にかけて一旦加速していくこととなる。このこともあって、インフレが2%に向かって低下していくとの確信を得るために、年後半（年末）までできる限り、インフレデータの実績値を確認してから、（引き付ける形で）利下げサイクルに移行したいという誘因が、多くのFOMCメンバーの心に存在していると言えよう。これらを踏まえると、インフレデータのみで早期の利下げを判断するためのハードルは相当に高いだろう。

#### ■ 4. 「変曲点」の兆候が見られた米経済と労働市場

しかしながら、足元では米経済や労働市場が「変曲点」を迎えつつあるという兆候が見られ始めている。6月のISM景気指数は製造業、サービス業ともに拡大・縮小の分岐点となる50を下回り、4-6月期の両者を合わせたISM総合景気指数は50.5と縮小の瀬戸際に位置している。また、家計部門においては、特に5月の小売売上高が市場予想を下回るとともに過去分も下方修正されており、米経済の好調さを支えた個人消費に陰りが見えている。さらに、FRBによる「High for Long」戦略のもと、クレジットカードの金利は大きく上昇し、延滞率はパンデミック前の水準を超えていることに加え、パンデミック後の個人消費のドライバーであった「過剰貯蓄」も枯渇するなど、「逆風」は積み上がっている。

(図表 3) 米過剰貯蓄



(出所) サンフランシスコ連銀より大和証券作成

そして、最近の労働市場では冷却傾向が確認されている。6月の雇用統計は、非農業部門雇用者数(NFP)がコンセンサス並みの前月比+20.6万人となったものの、過去2カ月分が計11.1万人下方修正されたことを踏まえると、弱い数字と評価されよう。過去分の下方修正により、モメンタムを表す3カ月移動平均や6カ月移動平均も低水準となっている。さらに、雇用創出の業種別構成も、幅広い減速を示しており、雇用者増加数の構成は政府部門や教育・ヘルスケア部門といった、景気循環にあまり左右されないセクターが引き続き牽引している。

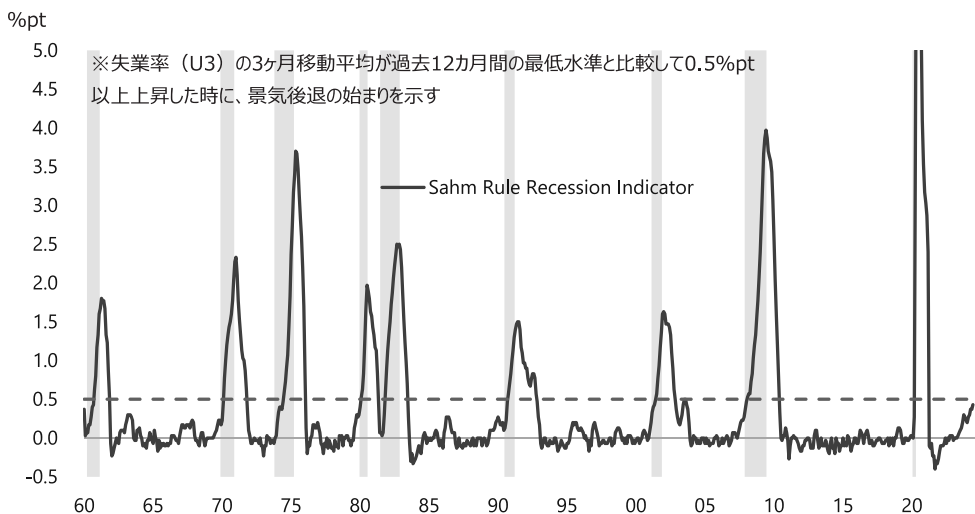
また、家計調査においては失業率の上昇傾向が続いていることが確認され、2021年11月以来の高水準である4.1%に達した。もちろん

、4.1%という失業率は、歴史的に見て「低水準」(FOMC声明文)と評価できる。しかし、問題は水準ではなく、着実な上昇であり、景気後退シグナルである「サム・ルール(Sahm Rule Recession Indicator)」、すなわち、失業率(3カ月移動平均)の直近12カ月の最低水準からの上昇幅は、0.43%ptと3カ月連続で今サイクルの最高値を記録した。景気後退の「閾値」である「0.5%」までは、残り0.07%ptとその距離は着実に近づいている。

## ■ 5. 米ベヴァリッジ曲線の進展

かかる状況下、企業の労働需要も減少しており、労働市場の需要と供給のリバランスは完了しつつある。5月の求人労働異動調査

(図表4) 米サーム・ルール景気後退指標 (Sahm Rule Recession Indicator)



(出所) 米労働省より大和証券作成

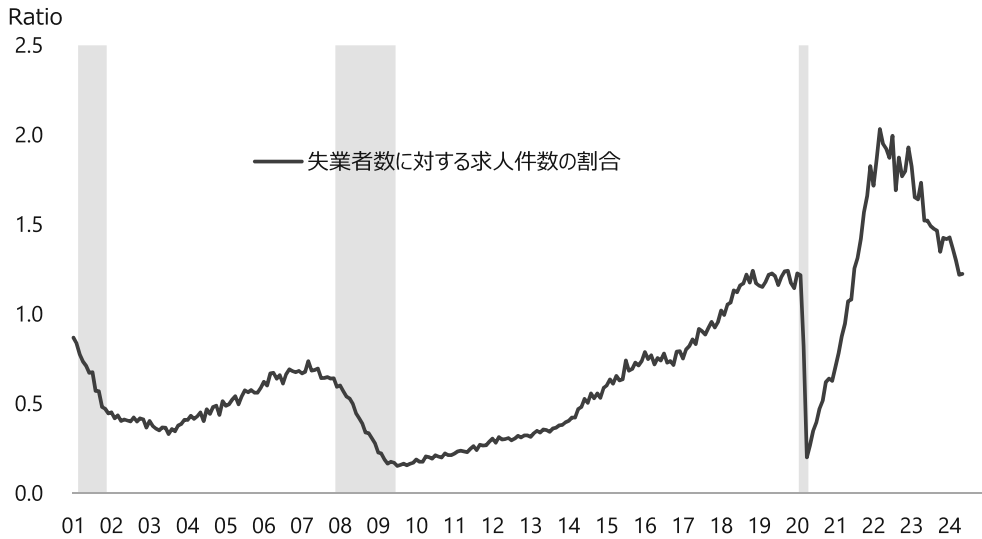
(JOLTS) では、同月末時点の求人件数は814.0万人と、下方修正 (805.9万人→791.9万人) された前月から増加し、求人率も4.9%と前月の4.8%から上昇した。もっとも、求人件数は4月に2021年2月以来3年超ぶりの低水準をつけており、そこからの部分的な揺り戻しに留まっている。FOMCメンバーの多くが注目する、失業者数に対する求人数の比率を示す求人倍率 (UV比率) は、5月は1.22倍と前月 (1.22倍) から横ばいとなったが、2021年6月以来の最低水準であり、パンデミック前の2019年平均をわずか0.03ptのみ上回る水準である。

そして、失業率と求人率の関係をプロットしたベヴァリッジ曲線は、パンデミック以降上方にシフトしていたが、とうとう以前の水準に回帰してきた。ウォラーFRB理事は年

初の講演で、求人率の低下が、雇用と失業を悪化させることなく、企業の「労働需要の減少を吸収」してくれていることに自信を示した。実際、同氏は、求人率を7.5%から4.5%に下げることができれば、失業率の上昇は3.7%から4.2%という比較的小さい上昇に留まるだろうとした、2022年の自らの研究を繰り返しながら、「現在のデータ (ベヴァリッジ曲線) は我々の主張を裏付けている」と述べた。一方、ウォラー理事は「これを永遠に続けることはできない」とも主張し、自身の調査では、「求人率が4.5%を下回り続けた場合、失業率が大幅に上昇することが示されている」とも述べており、その「閾値」にかなり近づいてきたことになる。

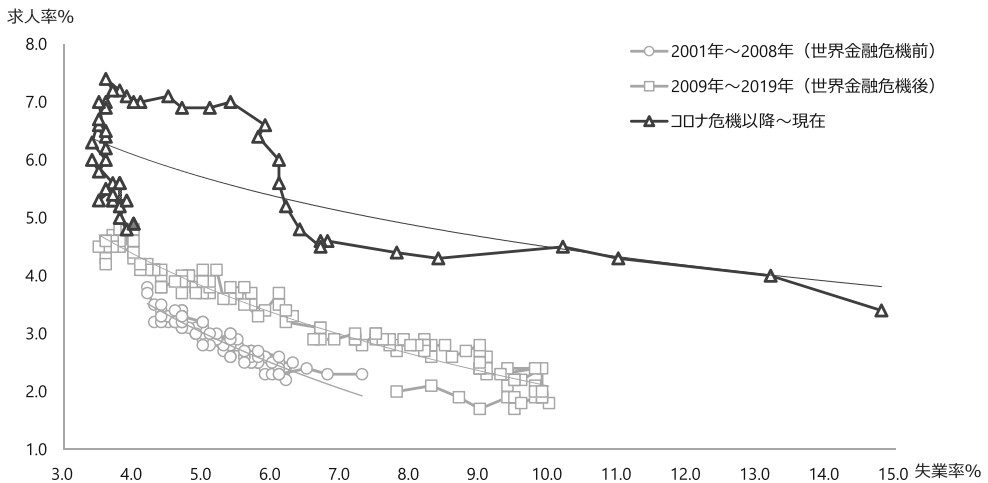
また、サンフランシスコ連銀デイリー総裁は「同曲線のより平坦な部分に非常に近づい

(図表5) 米失業者数に対する求人件数割合



(出所) 米労働省より大和証券作成

(図表6) 米ベヴァリッジ曲線



(出所) 米労働省より大和証券作成

ている。これは、企業が求人だけでなく実際の雇用を調整する必要があるため、将来の労働市場の減速が失業率の上昇につながる可能

性があることを意味する」として、労働市場が「変曲点」に近づきつつあるとの見方を示した。

---

6月FOMC議事要旨でも、FOMC参加者から「欠員と失業の比率はパンデミック前の水準に戻っており、労働市場の状況がさらに冷え込むと解雇ペースが速まるリスクがある」との指摘がなされ、数名（several）の参加者が、「労働市場が正常化する中で、需要のさらなる弱体化は、求人数の減少を通じて労働需要の低下が比較的感じられた最近よりも、より大きな失業反応を引き起こす可能性がある」との懸念を示した。現状、米労働市場は「岐路」に立たされており、FRBが、米国の労働市場の持続的な強さを過大評価していた場合、労働市場のさらなる冷え込みの兆候は、「予期せぬ弱体化」として捉えられる可能性があるろう。

## ■ 6. FRBの今後の政策運営について

米経済や労働市場が「変曲点」を迎えつつある中、FRBのリスクバランスの評価も明確に変化してきている。パウエル議長は7月9日の米上院銀行委員会での議会証言にて、これまでと同様、早すぎる利下げのリスクと遅すぎるリスクの両論を示した一方、「過去2年間のインフレ低下と労働市場の冷却の両方における進展を考慮すると、インフレ高騰だけが我々が直面する唯一のリスクではない」との発言を追加した。

もっとも、リスクバランスの変化は、即座の利下げ姿勢への転換を意味しているわけで

はなく、パウエル議長は、現在の労働市場を、今後のインフレデータにかかわらず利下げを余儀なくされるほど弱いと見なしているわけではない。その意味では、引き続き、利下げのための信頼醸成には、「より良いインフレデータ」が必要だとのスタンスは不変である。

しかし、労働市場が「今やインフレ圧力の源」ではなくなり、雇用面での将来のリスクが徐々に高まってきている中では、FRBが利下げを進めるのに十分であると考えるインフレの基準は低下している。かかる状況下、7月11日に公表された6月CPIは、市場予想を下回るだけでなく、パンデミックの渦中にあった2020年春以来、初めて前月比で下落した。パウエル議長は議会証言で、「インフレ問題でさらなる進展が見られれば、適切なタイミングで政策を緩和し始める」とした上で、「より良いデータ（more good data）があれば、インフレが持続的に2%に向かっているという確信が強まるだろう」と発言しており、今回の結果が「より良いデータ（more good data）」であったことは明白である。

「経済は労働市場がより大きな問題となる段階に達している」とのパウエル議長の認識を踏まえれば、FRBは、よりコストのかかる望ましくない労働市場の弱体化のリスクを冒すことなく、インフレが2%に向かいつつあるという確信を蓄積するために必要な時間をかける「余裕」はなくなりつつある。

これは、数カ月前の状況と大きく異なり、「潮目」が変わったことを示唆する。労働市



---

場が非常に堅調に見えていた当時と異なり、インフレ対策のための「忍耐」がもはや無償ではなくなったということを意味する。6月のCPIは、デスインフレの進行とリスクバランスの変化により、FRBに9月の利下げを迫るものとなる可能性が高い。そして、7月FOMCでは、「緩慢なる一段の進展」とのインフレに関する声明文の文言が、「一定のさらなる進展 (some further progress)」に修正された。さらに、リスクバランスについても、これまでの物価リスクのみに焦点を当てる表現から、「2つの責務の両サイドに対するリスク (the risks to both sides of its dual mandate) に注意を払っている」として、労働市場（最大雇用）のリスクを注視する文言に変更された。FRBとしての評価が明確に変化したことを示した格好となった。

また、政策金利のガイダンスは維持されたものの、パウエル議長は「委員会の大まかな認識としては、政策金利を引き下げることが適切な時点に近づいている」とした上で、経済が予想通りの進展を見せた場合には、「9月会合で利下げが検討される可能性がある」と明言した。今後得られたデータを確認し、8月末のジャクソンホール会合において、9月利下げに対するシグナルをさらに強めることになろう。

