

Topics

- ▶ FRBのインフレ警戒姿勢は強く、0.75%の大幅利上げが続いている。引締めめの景気抑制効果は表れており今後高インフレは和らぐ見通し。求人件数減少、企業の賃金引上げ計画の緩和は、賃金の頭打ちを示唆。
- ▶ FRBは、利上げがもたらす景気押し下げの影響に配慮し始めた。4%台後半とみなす政策金利の到達点が意識されており、これに近づく中で、引締めペースのスローダウンを見据え始めた可能性。
- ▶ コロナ禍後に米国の賃金は上昇したが、労働分配率は低下しており米国企業の賃金抑制姿勢は従来から大きく変わっていない。1970年代の様に、賃金上昇を基点とした高インフレが長引くリスクは限定的。

シニアエコノミスト 村上 尚己

FRBによる異例の大幅利上げが長引く

FRB(米連邦準備理事会)は、2022年3月のFOMC(米連邦公開市場委員会)で利上げを開始した後に、6月から9月まで、「異例の大幅利上げ」と位置付ける金融引締めを続けています(図表1)。FRBは当初、夏場には利上げ幅のペースダウンを予定していた模様ですが、9月も姿勢は変わらず、この大幅利上げが11月まで続くとの予想が大勢になっています。

大幅利上げが長引いた要因は、スピード違反の高インフレが予想外に続き、人々のインフレ期待が揺らぐリスクが高まり、より強い引締めが必要との警戒感が強まったことが挙げられます。

また、夏場以降、FRB高官から政策金利を、実質金利の観点から引き上げる必要性について言及が目立ちました。その後、9月FOMCにおいてメンバーの2023年末の想定政策金利(中央値)は4.5%超まで、3か月で約1%引き上げられました。この過程で、景気抑制をもたらすために必要な実質金利がどの程度かが検討されて、利上げの到達点が引き上げられたとみられます。エバンズ シカゴ連銀総裁は、「名目金利が4.5-4.75%に到達すれば、インフレ減速により最終的に実質金利約1.5%と合致するだろう」と述べており、これが現状多くのFOMCメンバーの認識とみられます。

高インフレは2023年にかけて落ち着く

FRBによる高インフレへの警戒が2023年も和らぐ、大幅利上げが続き政策金利が5%を超えるとの見方はくすぶっています。実際に23年3月時点のFF金利予想は5%近くまで上昇しています(図表1)。

仮に極めて高いインフレが続けば、FRBの政策姿勢が続く可能性はあります。一方、これまでの利上げの景気抑制効果は、今後強まる可能性が高いと予想されます。

住宅市場では、既に広範囲に大幅な調整が起きていますが、経済成長の趨勢を決めるGDPベースの個人消費は、7-9月期には前期比ベースで僅かなプラスまで減速が続いています。

労働市場に関しては失業率が3%台半ばと低位で推移する一方で、求人率はピークアウトしています。更に中小企業へのサーベイ調査では賃上げを予定する企業は減少しています(図表2)。これらを踏まえれば、賃金上昇圧力はピークを過ぎつつあるとみられます。

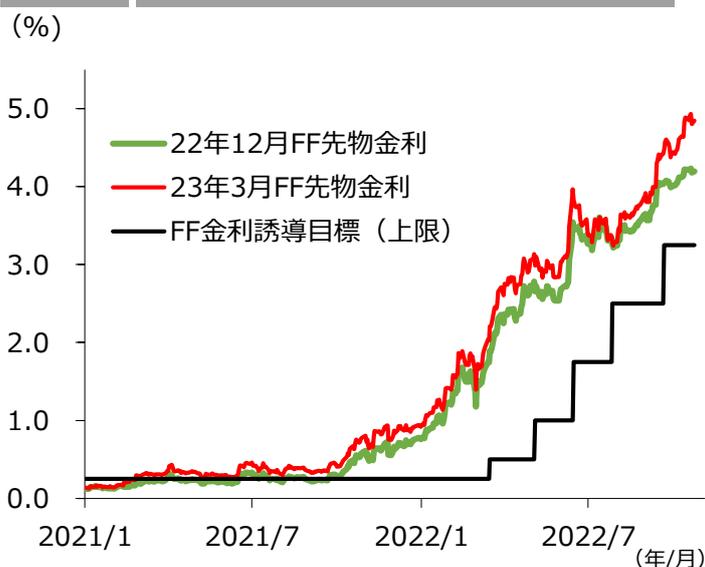
これまでの経済活動の減速が波及して、スピード違反の高インフレは、22年末から23年にかけて落ち着く可能性があるかと筆者は考えています。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

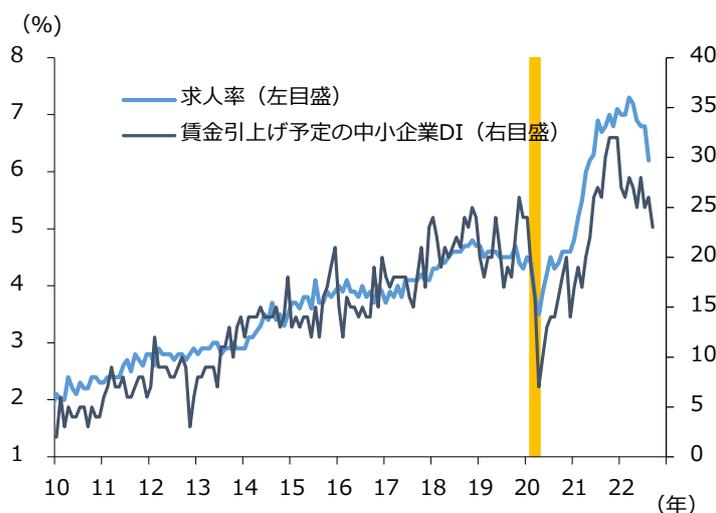
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 FF金利とFF先物市場の予想金利



期間：2021年1月1日～2022年10月24日(日次)
(出所) BloombergよりアセットマネジメントOneが作成

図表2 米 求人率と賃上げ予定の中小企業



期間：2010年1月～2022年9月(月次)、求人率(求人数=(求人数+雇用者数))は8月まで、シャドウは景気後退局面
(出所) リフィニティブよりアセットマネジメントOneが作成

FRBは利上げの到達点を意識し始めた可能性

現状、FRBのメンバーの多くは、インフレ警戒姿勢を緩める姿勢を、はっきりとは示していません。一方、これまでの利上げによって、利上げの引締め効果が必要以上に大きくなるリスクについて、既に9月のFOMCで議論されています。

また、現時点で経済を十分抑制するだろう政策金利は4.5%-5.0%であるとの認識は、複数のメンバーで共有されているとみられます。2022年3月から1年間余りで4%を超える利上げが行われる見通しですが、これは過去と比較しても、かなり急ピッチな引締めペースです(図表3)。この引締め効果は、2023年に景気後退を招くインパクトがあり、これが今後顕在化すると、複数のFOMCメンバーが認識し始めたとみられます。

10月21日にデリー サンフランシスコ連銀総裁は「(利上げ幅について)いつまでも75bpだという考えに固執しないほうが良いと心から勧めたい」と、利上げペース鈍化を示唆する踏み込んだ発言を行いました。政策金利の到達点が意識され、同氏は、大幅利上げのペースダウンを見据え始めたと言えるでしょう。

ただ、利上げペースダウンが実現するかは、今後のインフレ・経済動向次第で、12月のFOMCまでに、これまでの引締めがもたらす景気抑制効果が表れるかどうかにかかわらず依存します。具体的には、①9月までの高インフレが和らぐ(CPIコアの鈍化)、②過熱が続く労働市場の減速(雇用者数の伸び鈍化)、でしょう。筆者はその可能性は相応に高いと見込んでいます。

そうなれば、9月FOMCで示されたFOMCメンバーの想定に沿った経路での、利上げが実現する可能性が高まります。12月の利上げペースダウンが実現、その後2023年初に4%台後半までの利上げで、引締めが一旦打ち止めになるシナリオです。

米企業の賃金抑制姿勢はコロナ禍後も変わらず

コロナ禍後におきた米国の経済活動の振幅はとて大きく、同時に人々の働き方そして産業構造にも無視できない影響を及ぼしました。コロナ前までの低インフレの状況が一変し、1980年代のような高インフレが常態化するリスクも無視できません。40年ぶりの高インフレがこれまで長引いていることが、この懸念を強めています。

賃金の伸びは頭打ちの兆しがみられていますが、前年比5%を超えています。仮に、賃金上昇がインフレを更に高める経路が今後強まれば、筆者が想定するように経済活動が2023年に減速しても、高インフレが長引くリスクがあります。

賃金とインフレのスパイラル的な上昇が起きるかどうかを、企業の賃金設定行動の観点から、以下で考えます。企業にとって人手不足が深刻になれば、利益マージンを縮小させても、人員確保のために人件費を増やします。

コロナ禍後に、米企業の賃金設定行動が変わったかの判断材料として、米企業(非金融部門)の労働分配率(雇用者報酬/企業付加価値)をみてみます。労働分配率は、2000年代から2010年代前半まで低下が続き、企業への所得分配が進みました。その後、2015年頃から家計への所得分配が戻り、労働分配率は60%付近まで上昇、2000年以降の長期的な労働分配率の低下基調は一旦止まりました(図表4)。

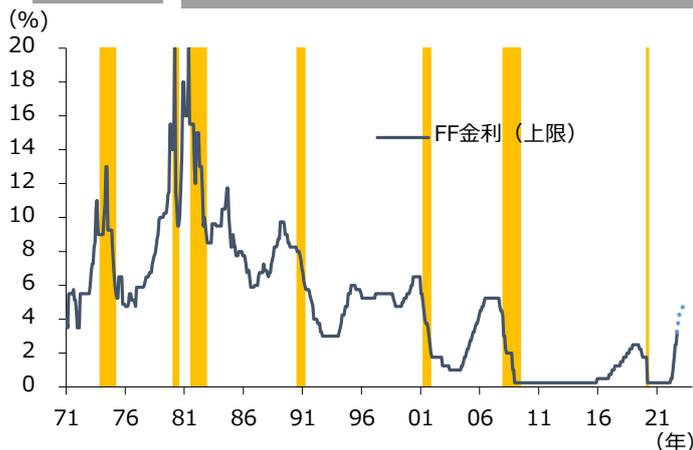
その後、コロナ禍後の2020年以降の経済回復局面では、賃金が大きく上昇しましたが、そうした中で、労働分配率が低下しています。家計所得は増えましたが、賃金よりも、企業利益(所得)の増加率の方が総じて高いということです。米国企業の賃金引上げは、大きく伸びていた企業利益の範囲内で行われたと言えます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3

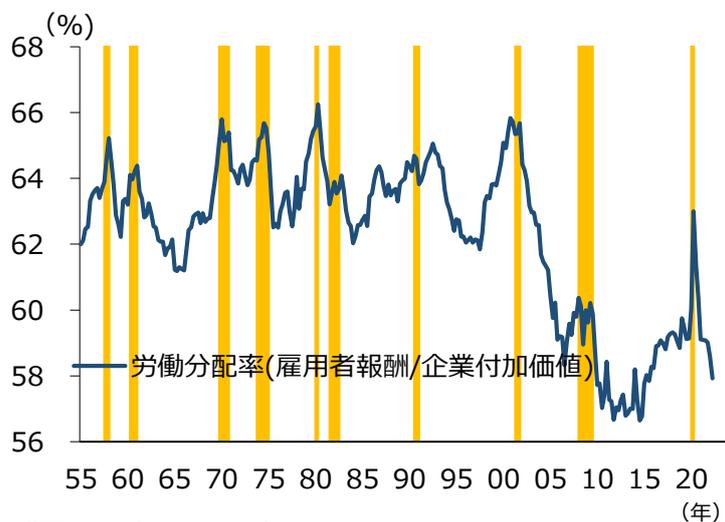
FF金利と景気循環



期間: 1971年1月~2023年3月(月次) 実績は22年9月、22年10月から23年3月まではFOMCメンバーの想定に沿った利上げが行われると想定、シャドーは景気後退局面
(出所) BloombergよりアセットマネジメントOneが作成

図表4

米国 労働分配率(非金融企業)



期間: 1955年Q1~2022年Q2

(出所) 商務省よりアセットマネジメントOneが作成、シャドーは景気後退局面

1970年代のように高インフレは長引かない

1970年代以降の、「大インフレ」が起きる前、1965~1970年の期間は、景気拡大が続く中で、労働分配率が約66%まで高まりました。当時は高成長が長期化して、人手不足への対処などから企業の賃金設定行動が変わり、家計への所得分配が進んだとみられます。その後、1970年代からの賃金とインフレのスパイラル的な上昇が起きて、インフレ期待が高まり、高インフレが長期化したとみられます。

当時と異なり、コロナ禍後の2022年までの労働分配率は低下しており、また労働分配率の水準も、1970年前後よりも低く抑制されています。1960~70年代と比べると、コロナ禍後の米企業の賃金抑制姿勢は、強いと言えます。家計と企業の所得分配の側面から、賃金上昇が高インフレを後押しした1970年代と同様の状況が、2023年以降再来する可能性は高くない、と筆者は考えています。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。