

# FRBの利上げ到達点を左右する論争

## Topics

- ▶ FRBは、7月のFOMCで75bpの大幅利上げを行った。既に中立水準に政策金利は上昇しているが、インフレ抑制を最優先とするFRBは、更に利上げを続ける姿勢を示している。
- ▶ 今後のFRBによる利上げ幅は、経済・インフレ動向に依存する。インフレ鎮静化がスムーズに起きるかどうかは、労働市場における構造変化の有無に関する論争が左右。仮に、ベバレッジ曲線シフトなど労働市場の構造変化が起きていれば、失業率が上昇してもインフレ抑制がスムーズに起こらない可能性が高まる。
- ▶ 労働市場における構造変化は限定的なため、今後のFRBによる利上げ幅は、FRBの想定を大きく超える可能性は低いと思われる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

## FRBはインフレ対応を最優先

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月会合では利上げ幅を75bpに広げ、7月にも同様の利上げを続けました(図表1)。パウエル議長はこの対応を「異例の大幅利上げ」としていますが、政策金利を早期に中立水準(2%台半ば)に引き上げ、高インフレ抑制を最優先にする対応となりました。インフレ抑制を最優先するこの姿勢は、6月以降のパウエル議長の、「条件なしにインフレ抑制に対応」などの発言に表れています。

注目された8月26日のジャクソンホール会合では、パウエル議長は、僅か8分間程度の短い講演を行いました。発言の多くは、従来と同様の文言でしたが、インフレ抑制を最重視するとのメッセージとなり、金融市場における早期に引き締めを和らげるとの見方を牽制する意味合いが大きかったとみられます。このため、インフレ抑制の過程で、「景気悪化という痛みを伴う」というフレーズが選択されたように思われます。

一方、9月以降の利上げ経路、そして必要な利上げ幅については、引き締め強化の具体的なメッセージはありませんでした。今後発表される、8月雇用統計で労働市場の過熱が若干和らぎ、そして前月分に続いて、8月CPI(消費者物価)がコアベースでやや落ち着いていることが示される可能性があります。であれば、9月FOMCにおける利上げ幅は、50bpの利上げにペースダウンする可能性があるでしょう。

## 利上げによるブレーキで米経済は減速

これまでの大幅な利上げの効果が表れ、米国経済は22年前半から緩やかに減速しています。金利敏感セクターである住宅市場は大きく調整、この余波が及び、個人消費も4-6月には伸びが緩やかになっています。労働市場の経済指標は総じて堅調を保っていますが、景気減速の余波が、労働市場にも表れ、求人数にピークアウトする兆しがあります(図表2)。

2022年後半は、個人消費など家計の総需要抑制によって、実質GDP成長率は、潜在成長率とみられる2%を下回る成長ペースまで減速するとみられます。

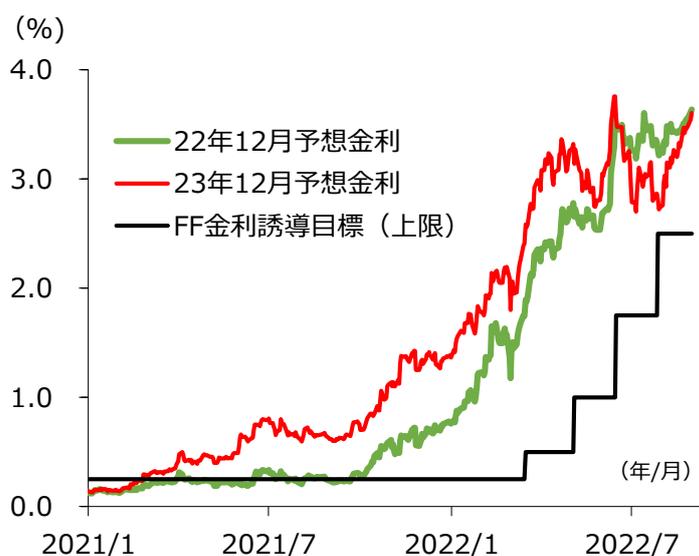
これまでの高インフレの半分程度は、21年までに過熱し過ぎていた総需要の伸びによって説明できると考えられます。FRBの利上げによって、個人消費を中心に起きつつある総需要の減速は、今後のインフレ抑制を促す、と筆者は考えています。

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。

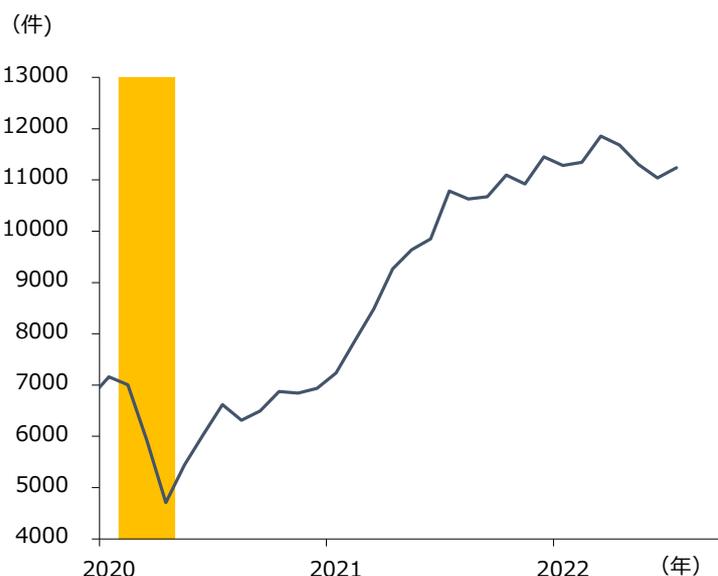
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

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8月30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 米求人件数



期間：2020年1月～2022年7月(月次)、シャドウは景気後退局面  
(出所) 米労働省よりアセットマネジメントOneが作成

## 労働市場で構造変化が起きたのか

政策金利を今後FRBがどの程度引き上げるかは、景気減速によって高インフレがスムーズに抑制されるか次第と考えられます。そして、高インフレが今後抑制されるか否かは、今後の景気動向に加えて、どの程度の労働市場悪化（失業率上昇）がインフレ抑制に必要なか、という点も重要です。

インフレ抑制の過程で起きると予想される失業率の上昇に関連して、米国の専門家の中で、労働市場における構造変化が起きているか否かが論争になっています。コロナ禍を経て、企業からの求人が急増している事象を、労働市場の構造変化と考えているのは、著名な経済学者であるサマーズ教授らです。同氏らは、失業率と求人率の関係を示すペバレッジ曲線を使い議論しています（図表3）。

図表3のとおり、景気が改善すれば求人が増えて、失業率が低下するため、右下から左上に両者の交点は移動します。一方、両者の交点が、左下から右上方向に動く場合、同じ失業率でも、より多い求人が必要である状態です。これは、職が見つかり辛くなる、労働市場が本来備えている需給の「マッチング機能」低下などが原因とされています。

サマーズ教授らは、この曲線が2020年以降右上にシフトしており、マッチング機能低下などの労働市場の変化が起きていると指摘しました（図表4）。曲線シフトが起きたままだと、利上げによる景気減速が起きても、求人や賃金が高止まりしたまま、失業率が大きく増え、労働市場の調整が大きくなります。

その場合、景気減速とともに想定されるインフレ抑制を実現するために、より大幅な失業率の上昇が必要になります。失業率が上昇し始めても、高賃金が続きインフレ抑制に時間がかかり、FRBの利上げが長引き、最終的な利上げ幅が大きくなる可能性が高まります。サマーズ教授らは、約1.3%均衡失業率が上昇しているとの試算を論文で提示しています。

一方、サマーズ教授らの見解に対して、ウォラーFRB理事などは、労働市場の構造変化（ペバレッジ曲線のシフト）が起きているとの指摘に、懐疑的な見解を示しています。その上で、現状ペバレッジ曲線の傾斜が急角度になっているため、今後経済活動が落ちつく局面で、まず求人件数が減少することで、労働市場の需給ひっ迫が和らぐ可能性があるかとみています。このため、大幅なレイオフが起こらなくても、ペバレッジ曲線が下方向に動きながら、求人が減少する可能性が十分あり得る、とウォラー氏は主張しています（図表4）。

## 失業率が低下せず、求人が減少する動き

専門家の間で意見が分かれている、労働市場の需給マッチング機能について何らかの構造変化が起きているか否か、現時点で断定するのは難しいでしょう。

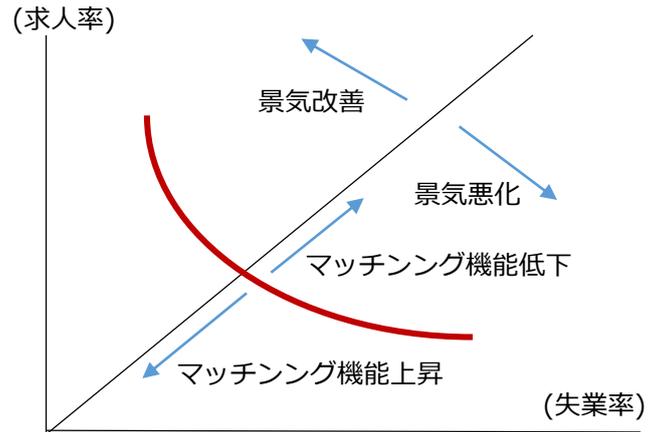
ただ、最近の労働関連指標の動きをみると、失業率が低い水準で推移している中で、求人数が4月から低下しているため、ペバレッジ曲線が右方向よりは、下方向に動き始めているように見えます（図表4）。ウォラー理事らが指摘するように、求人の減少が先行して起きて、失業者が増えずに、労働市場の調整が始まっている可能性を示唆しています。

今後も同様の傾向で労働市場が調整すれば、失業率の大幅上昇が起こらず、FRBによる利上げが大幅かつ長引く可能性が低下します。そしてインフレ制御のための利上げによって、深い景気後退を招くリスクが低下し、同時にインフレも抑制され易くなり、FRBが23年に引き締め停止に転じ易い環境になります。

高インフレが長期化するかには、景気減速とともに労働市場の調整が今後どのように起こるか、労働市場の構造が変わっているか、という判断が難しい論点に影響します。

図表3

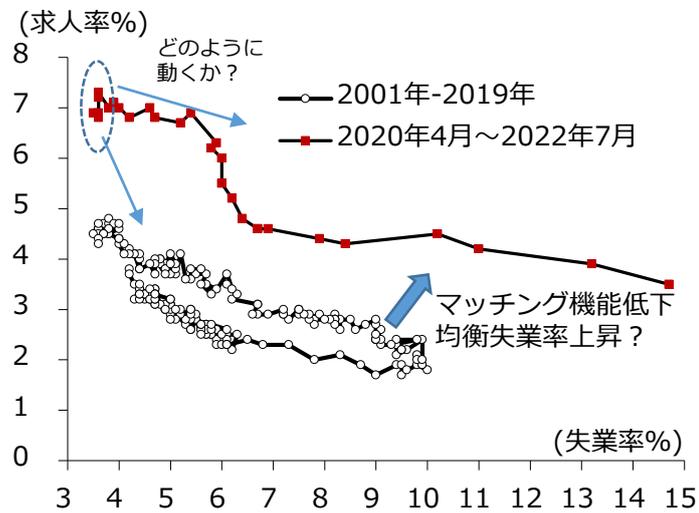
ペバレッジ曲線（失業率と求人率の関係）概念



（出所）FRB資料よりアセットマネジメントOneが作成

図表4

米国のペバレッジ曲線



（期間）2001年1月～19年12月、2020年4月～22年7月（月次）

（出所）米労働省よりアセットマネジメントOneが作成

## 構造変化が限定的なら利上げ幅は小さくなる

筆者は、米国の労働市場における求人の大幅な増加は、コロナ禍を経た経済活動の大きな振幅や、労働市場から一時的に退出した人が増えたことが影響した側面が大きく、労働市場において大きな構造的な変化が起きている可能性は高くないと考えています。

労働市場の構造変化が限定的であれば、インフレと失業率の関係は、従来から変わらないでしょう。このため、今後経済成長が減速する中で、先行して求人が大きく減少しながら、失業率の上昇は、従来の景気後退と同程度にとどまると予想しています。そして、失業率が上昇し始めれば、インフレ圧力が2023年にかけてスムーズに鎮静化することになります。

今後のFRBによる最終的な利上げ幅は、2023年以降の米国の金融市場動向に大きな影響を及ぼします。2023年には高インフレが抑制される可能性が高いため、FRBの想定を上回る4%を大きく超える水準までの利上げは行われず、と筆者は予想しています。

※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。

## 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。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。