

利上げはあるのか？

5月の雇用統計は非農業部門雇用者数が17.2万人増と予想外の好調を示し、月間の最も強気な予測をも上回りました。その結果、先物市場は今年後半に0.25ポイントの利上げが実施される可能性を織り込み始め、さらに2027年のどこかでもう一度0.25ポイントの利上げがある可能性が五分五分以上と見込んでいます。

しかし、弊社は、利上げは得策ではなく、実施される可能性も低いと考えています。第一に、これは良好な雇用統計ではあるが、「飛び抜けた数字」ではありません。飛び抜けた雇用創出とは月30万~40万人規模のことです。力強い雇用成長がインフレを引き起こすと考えるケインズ派でさえ、過剰反応しています。

第二に、確かに消費者物価指数(CPI)は前年比3.8%上昇し、FRBが優先するインフレ指標であるPCEデフレーターは5年以上にわたって2.0%以下になったことはありません。しかし、イラン戦争が価格を一時的に押し上げていなければ、FRBはすでにインフレを2.0%に戻す環境を整えていたと弊社は考えています。マネー・サプライのM2指標は前年比4.7%増で、過去3年間は年率3.2%のペースで増加しています。これに対し、インフレが一貫して連銀の2.0%目標を下回っていたCOVID前の10年間、マネー・サプライは年率6.2%のペースで増加していました。

つまり、マネー・サプライはインフレを抑制するのに十分なほどゆっくりと成長してきました。しかし、戦争によって原油価格が急騰し、公式なインフレ指標を押し上げています。時間の経過とともに、原油価格の上昇は消費者が他の商品に使える資金を減らし、他の価格を押し下げることになるでしょう。

しかし短期的には、消費者は原油価格の上昇に対して貯蓄を切り崩すことで対応しています。1月の消費者貯蓄率は所得の4.3%でした。歴史的に見れば低水準ですが、4月の2.6%という貯蓄率と比べれば話になりません。僅かな差に見えるかもしれませんが、この新たな低い貯蓄率が1年間続いた場合、消費者貯蓄は1月時点と比べて4,000億ドル減少することになります。この貯蓄率の低下は他の財やサービスの価格に下押し圧力をかけることなく、原油価格の上昇分を支払うのに一時的に十分な余裕を与えます。

この議論を、数年前に前FRB議長がインフレの上昇は「一時的」と発言した際の論拠と混同しないでください。当時、PCEデフレーターで測定されたインフレは7.0%超40年ぶりの高水準に達し、M2マネー・サプライは約40%も急増していました。

イランとの紛争が終結した後(それがいつになるにせよ)は、エネルギー価格の低下が待っており、それはマネー・サプライの緩や

かな成長と、消費者がより高い貯蓄ペースを取り戻すこととも整合しています。この紛争が長引く可能性もあります。イランは誠意を持って交渉しておらず、昨夜はイスラエルにミサイルを撃ち込みました。しかし、たとえ戦争が続きインフレが高止まりしたとしても、利上げを行うのは誤りでしょう。あらゆる困難に直面しながらも所得以上のペースで支出を増やしている消費者に、なぜ利上げという追い打ちをかけるのでしょうか？原油高は成長の足かせとなっています。なぜそれをさらに悪化させるのでしょうか？

他の指標もインフレ鈍化と整合的です。例えば、堅調な雇用成長にもかかわらず、平均時給の前年比上昇率は3.4%にとどまり、5年ぶりの低い伸びに並んでいます。これは2.0%のインフレと長期トレンドである1.5%の生産性成長率を合わせた水準と整合しています。もし現在の生産性成長率がそれを上回っているなら(この問題については今後数週間で取り上げる予定です)3.4%の賃金上昇は、金融政策がすでにインフレを(イラン戦争後に)2.0%に引き戻すのに十分なほど引き締まっているという、さらにいいシグナルとなります。

先述の通り、雇用成長はインフレを引き起こしませんが、賃金の上昇も同様です。FRBは力強い成長がインフレを引き起こすと考えるケインズ派のモデルにより運営されています。それは誤りですが、それでもそのモデルに従っています。では、連銀は一時的なインフレ上昇に注目するのか、それとも緩やかな賃金成長に注目するのか？利上げは間違いです。

他のインフレ指標はより低い数値を示しています。例えば最も変動の激しい価格カテゴリーを除外するダラス連銀の「トリム平均」インフレは前年比2.4%上昇にとどまり、2025年4月の2.6%から低下しています。

現時点では、新任のケビン・ウォーシュ議長は、たとえ望んだとしても短期金利を引き下げただけの票を持っていないと思われるかもしれません。しかし、賃金の伸びが控えめでトリム平均インフレも穏やかであることを踏まえれば、ウォーシュ議長は連銀内で利上げを阻止するだけの政治的影響力を持っていると弊社は考えています。

金曜日の市場の売りは、予想を上回る雇用統計だけが原因ではありません。市場は元々割高な状態にあります。今後、暴落は予想していませんが、市場が一方(上昇)にしか動かないという考えは、常に誤りであり続けてきました。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファースト トラスト	実績	前回
6-9 / 7:30 am	国際貿易収支 - 4月	-\$565 億	-\$548 億		-\$603 億
9:00 am	中古住宅販売高 - 5月	4.060 百万	4.130 百万		4.020 百万
6-10 / 7:30 am	消費者物価指数 - 5月	+0.5%	+0.5%		+0.6%
7:30 am	コア消費者物価指数 - 5月	+0.3%	+0.2%		+0.4%
6-11 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 6月6日	219,000	220,000		225,000
7:30 am	生産者物価指数 - 5月	+0.7%	+0.7%		+1.4%
7:30 am	コア生産者物価指数 - 5月	+0.5%	+0.6%		+1.0%