

### 米物価下落は供給増影響、過去利下げと違い 過去利上げ比では需要減限定、米株とドル下支え

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2023/11/27 (月)

米国ではFRBの利上げ休止と利下げ観測が高まっているが、その前提となっている物価下落は「供給修復」の影響も大きく、過去の「利上げ効果と需要減」に対応した利下げ観測とは違いが見られている。過去の利上げ比では需要減が限定的となる可能性があり、米国株とドルの下支え要因として注目されやすい。最近の米指標では需要減の懸念も高まっているが、一方で供給逼迫によるインフレ上昇の緩和を示す形で家賃や一部自動車価格の下落、労働参加率の改善と賃金下落なども示されている。

#### 来年利下げ、当初は「利上げ行き過ぎ修正」にも

「米小売り大手ターゲットによる8-10月期の決算では、粗利益率が+27.4%と前年同期や市場予想を上回る」、「運賃・サプライチェーン（供給網）・配送費用の低下や、在庫管理の効果が始まったことなどがプラスに影響」――。

11月中旬以降の米小売り企業による決算発表は総じてネガティブとなるなか、ターゲットについてはこうした前向きな内容が示された。

米国ではコロナ・ショック以降、供給制約や人手不足などにより、運賃・供給網などの関連価格が急上昇。在庫不足も重なり、インフレ上昇を加速させてきた。それに対しての供給逼迫の緩和による物価下落は、改めてFRBによる利上げ休止と来年半ばにかけての利下げ観測を後押しさせるものだ。

直近の米インフレ指標は低下となっているが、内訳では供給逼迫の緩和を示す形で家賃や一部自動車価格の下落が観測されている。同時に人手不足の緩和を示す形で、労働参加率の改善と賃金下落などが見られ始めた。

供給修復も影響する形での物価下落とFRBの利上げ休止は、過去の「需要減配慮の利上げ休止」に比べると需要減は限定的となる可能性がある。パウエルFRB議長は11月1日、FOMC後の会見で「コロナ・パンデミック（世界的な大流行）効果の巻き戻しが、今回の利上げサイクルを独特のものにしている」と発言。改めて今回のインフレの中身と対応策が、過去比で特異であることを強調していた。

その中で米国の資産運用会社幹部などからは、「FRBによる来年の利下げは、今年7月までの供給要因も加味したインフレ上振れ警戒と大幅利上げの行き過ぎ修正が中心となり、当初は需要減に対応した本格的な金融緩和とはならない」といった指摘が聞かれる。

現在の引き締めバイアスから、まずは中立化といったギアチェンジだ。そうした流れとなれば、過去

の利上げ後のような「引き締め効果による米国の景気悪化」を受けた米国の株安・ドル安や、「FRBの本格利下げ入り」によるドル安の度合いは抑制される可能性がある。

当座は米株、ドルともに、少なくとも前年同月水準の維持や大幅な下振れの回避が注目されやすい。米国の労働参加率でいえば、過去は前年比の12カ月移動平均といったトレンドが明確に悪化転換となる前後で、ドル/円はドル安基調へと転換してきた。現状段階では、まだ改善トレンドが維持されている。

もちろん、米経済の先行きは不透明感が根強い。それでも前回の利上げ局面の2015年以降は、FRBによる景気悪化への配慮もあって、2018年12月が最終利上げとなっていた。当時は金融市場でも先行きの景気悪化が懸念され、米株S&P500の月間安値、ドル/円の月間ドル安値ともに、同月と翌月にかけて前年比マイナスに下落している。

#### 需要と供給・輸送の円滑示す米輸送株、足元反発

ひるがえって今回の場合、今年7月が最終利上げとなった可能性が高まっている。そこから現在の11月は4カ月目となっているが、S&P500、ドル/円ともに前年比ではプラスを維持した状態だ。

ちょうど米ウォールストリート・ジャーナル紙は11月22日、「米経済の軟着陸期待、陰の立役者は『供給』」、「高成長が続く中でも、労働力人口の増加と生産性の向上がインフレ率を抑制」という指摘を行っている。米FRB幹部でもボストン地区連銀のコリンズ総裁が17日、「失業率を大幅に悪化させずにインフレを抑制することは可能」と述べた。引き締め効果などによる景気減速はこれまでのところ「秩序立ったもので、劇的なものではなく、家計は底堅い」という前向きな判断を示している。

米国の物価下落とFRBの利上げ休止に関し、需要減と供給修復による影響度合いの比較は難しい。

米国の直近指標でいえば、CPI（消費者物価指数の総合）が10月に前年比で+3.2%となり、前月の+3.7%や直近最高である昨年6月の+9.1%から低下してきた。同じ10月分では雇用統計の前月比が+15.0万人と、前月の+29.7万人から減速している（非農業部門の雇用者数）。それでも10月は自動車の大規模ストライキが影響したほか、12カ月平均では+24.3万人と高水準を維持したままだ。その点でCPIの昨年からの急低下については、「雇用減＝需要減」よりも、「供給・人手不足の緩和」影響の大きさが示唆されている。

過去に米CPIが+3.9%から現在と近い+3.0%に

低下した 2011 年に、雇用者数の前月比 12 カ月平均は+16 万人から+17 万人となり、+20 万人を割り込んでいた。1970 年代以降の長期実績でも、FRB 利上げと雇用者数の+20 万人割れといった急減、その前後から物価下落という連動パターンが繰り返されている。現在は過去比で、雇用減の度合いは限定的だ。

米国株市場では需要に先行性があり、供給・輸送の円滑具合も影響する NY ダウ輸送株指数が反発となってきた。8 月以降の急反落を経て、10 月 27 日で底入れ反発に移行。11 月 23 日には終値ベースで、10 月 11 日以来の高値を回復している。需要の打たれ強さと同時に、供給・輸送の逼迫緩和による良い物価下落の両面が反映されている。

同指数は米国を代表する鉄道、トラック、物流、航空など、輸送関連 20 銘柄を含んだものだ。過去に

は FRB の利上げペース減速と利上げ休止、利下げ転換があった 2018 年から 2019 年にかけて、同指数は先行きの景気悪化懸念もあり、6 カ月前比で-10%から-20%の急落が観測されている（月間安値÷6 カ月前の月間高値）。

同じような FRB 政策転換の局面となった 2006-2007 年も、-10%から-18%の急落。さらに前の同様局面である 2000-2001 年や 1998 年前後などは市場混乱もあって急落となったほか、1994-1995 年の政策転換時も-10%から-18%の大幅下落に見舞われている。

ひるがえって現在は 11 月 23 日時点で、-2.5%と下落は限定的だ。しかも下落率は 10 月の-7.6%や 5 月の-8.0%からは縮小しており、「過去の政策転換比での違い」が見られている。



