

# 経済金融 ウォッチ

2024年1月号

国内	.....	1
米国	.....	11



## 内外需とも回復力が乏しい日本経済

### ～日銀は大規模緩和を粘り強く続ける方針～

南 武志

#### 要旨

7～9月期の経済成長率は4期ぶりのマイナスだったものの、円安効果や変動費の減少、価格転嫁の進展などによって企業業績は堅調で、日銀短観からは景況感の改善も確認された。とはいえ、物価高が消費回復を抑制している姿に変わりはないほか、世界経済の減速傾向を受けて輸出も伸び悩むなど、景気のけん引役が不在な状態となっている。当面はこうした状況が続くと思われ、24年前半の国内経済は低調に推移するだろう。本格的な景気回復は物価沈静化が進む24年度半ば以降と想定する。

一方、日銀は24年入り直後にも金融政策の正常化に着手するとの観測が高まる中での開催となった12月の金融政策決定会合では全員一致で大規模緩和の継続が決定された。物価安定目標の達成の確度は高まりつつあるが、なお距離があるとの認識が改めて示されたことから、金利上昇圧力が緩和した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2023年		2024年		
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.011	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0250	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.10
国債利回り	20年債 (%)	1.370	1.30～1.80	1.40～1.85	1.40～1.85	1.40～1.85
	10年債 (%)	0.630	0.45～0.90	0.45～0.95	0.50～1.00	0.55～1.05
	5年債 (%)	0.245	0.15～0.50	0.15～0.55	0.20～0.60	0.25～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	142.3	130～150	125～145	125～145	125～145
	対ユーロ (円/ユーロ)	156.9	150～170	145～165	145～165	145～165
日経平均株価 (円)		33,305	31,500±3,000	32,000±3,000	32,500±3,000	33,500±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2023年12月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

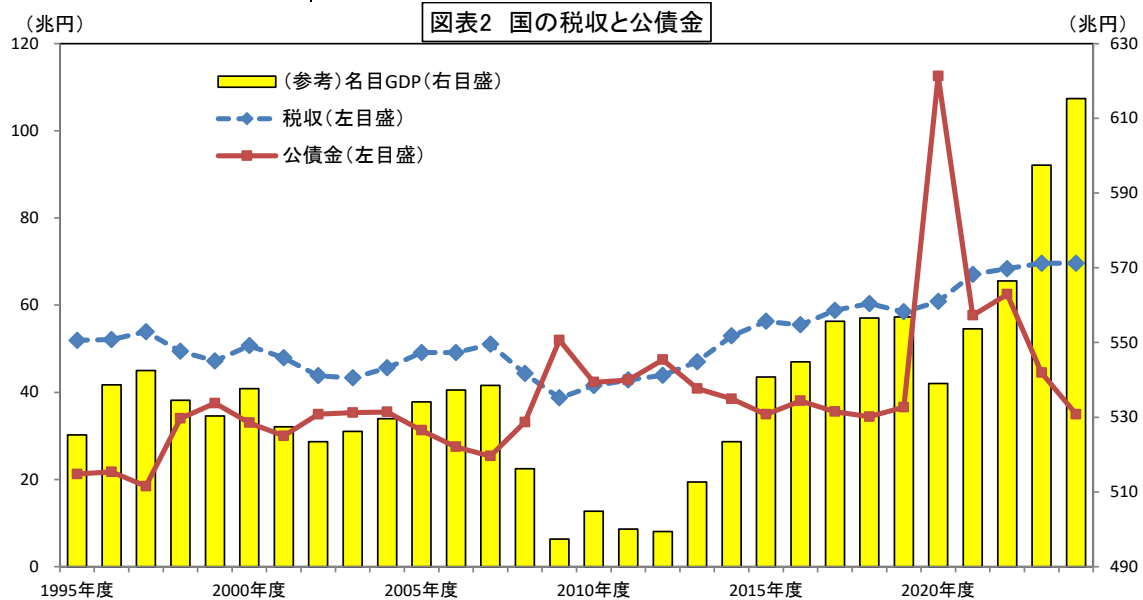
#### 実態としては膨張した24年度一般会計予算案

12月22日に政府は総額112.1兆円の一般会計予算案を閣議決定した。23年度当初予算(114.4兆円)からは2.3兆円の規模削減となったが、「原油価格・物価高騰対策及び賃上げ促進環境整備対応予備費」が4兆円圧縮されたことや23年度予算に計上された3.4兆円の「防衛力強化資金繰入」が皆減したことを考慮すると、実態としては膨張したと考えられる。

歳出面で23年度当初予算から増額されたのは国債費(+1.8兆円)であり、国債の利払い費の想定金利を1.9%(23年度:1.1%)に引き上げた影響が出ている。また、社会保障関係費は概算要求段階で5,200億円とされた自然増を薬価引き下げや効

率化努力により3,700億円増（除く年金スライド分）にとどめたものの、医療・介護などの従事者の処遇改善のために診療報酬・介護報酬を引き上げたことで8,506億円の増額となった。

一方、歳入面では所得税の定額減税（2.3兆円規模）の実施を想定していることもあり、税収は23年度補正後予算から30億円の減少する見通しである。その半面、公債金（新規国債発行）を23年度補正後予算からは9.5兆円を減額した（23年度当初予算からは6,740億円の減額）。とはいえ、公債依存度は31.2%と若干ながらも23年度当初予算から高まる見込みである。なお、24年度末の普通国債の残高は1,105兆円（23年度末見込み：1,076兆円）へ、国・地方の長期債務残高は1,302兆円（同：1,285兆円）へそれぞれ膨らむ見込みである。



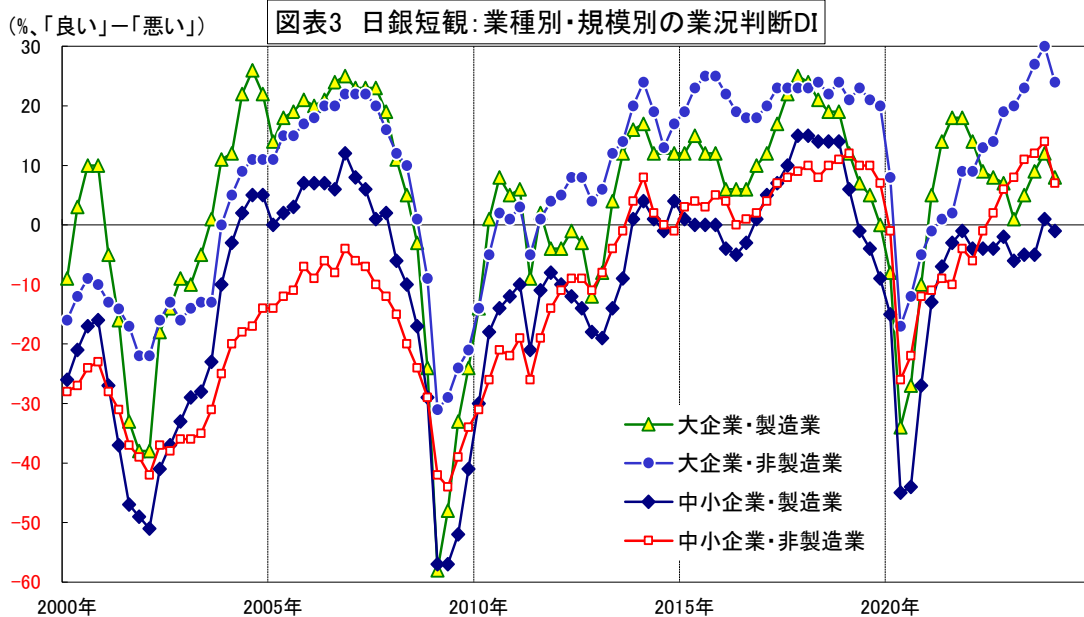
(資料)財務省、内閣府

(注)税収・公債金は2022年度まで決算、23年度は補正後予算、24年度は予算案。23、24年度の名目GDPは政府経済見通し。

### 日銀短観からは景況感の改善を確認

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観12月調査によれば、代表的な大企業・製造業の景況感は3期連続の改善だったほか、同・非製造業も7期連続の改善、かつDIの水準(30)は1991年11月調査(33)以来の高さとなった。長らく「悪い」超(DIがマイナス)が続いていた中小企業・製造業も1へ改善、19年3月調査以来の「良い」超となったほか、同・非製造業も14へ改善するなど、全般的に良好な結果であった。また、23年度の売上・収益計画も全規模・全産業ベース(除く金融業・保険業)で増収増益見通しへ上方修正された。一方、23年度の設備投資計画は若干下方修正されたものの、GDP統計

の民間企業設備投資に近い、ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除くベース（全規模・全業種、金融機関・持ち株会社を含む）で前年度比 12.3% と高い増加率を保っている。さらに、雇用人員判断 DI からは、非製造業を中心に人手不足感が徐々に強まりつつあることも確認できた。



(資料)日本銀行 (注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

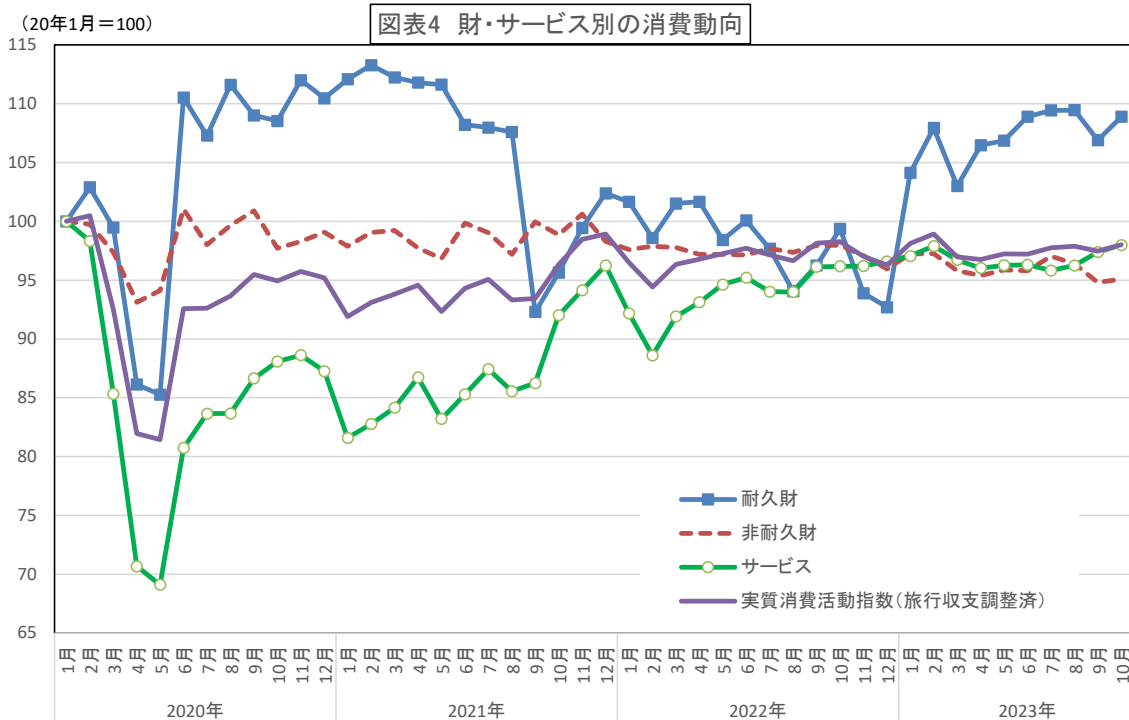
### 国内景気は回復継続 ながらもペースは緩慢

月次指標を確認すると、10月の景気動向指数・CI一致指数は前月から0.2ポイント改善した。直近ピークである6月の水準まで回復するには至っていないが、基調判断は「改善」を維持している。また、「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の10月分は2か月ぶりに改善、コロナ禍からの持ち直し局面での最高値を更新した。一方、景気ウォッチャー調査（11月）によれば、景気の実況判断DI・先行き判断DIともに判断基準である50を3か月連続で割り込むなど、日銀短観とは異なり、景況感は決して良いわけではない。

こうした中、11月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲5.7%と3か月ぶりかつ大幅なマイナスとなり、半導体不足による自動車減産に追い込まれた21年10月以来の水準まで落ち込んだ。直近まで堅調だった自動車輸出に陰りが見え始めたほか、中間財、資本財・部品、情報関連も動きが鈍い。

さらに、堅調な短観の23年度設備投資計画とは異なり、設備投資関連指標の動きも鈍い。10月の機械受注（船舶・電力を除く民需、前月比0.7%）、11月の鉱工業統計・資本財出荷（除

く輸送機械、国内向け、同 4.8%) はともに増加したものの、底ばい状態からは抜け出せていない。



(資料)日本銀行「消費活動指数」

### 物価高の影響で消費回復ペースは鈍い

消費関連指標には持ち直しの動きもみられるとはいえ、その勢いは弱い。11月の消費動向調査・消費者態度指数は2か月連続で改善したものの、8~9月の悪化幅と比べて改善幅は限定的であった。また、10月の実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)は前月比0.5%と2か月ぶりに改善、そのうちサービスは同0.6%と3か月連続で上昇し、コロナ禍からの持ち直し局面での最高値を更新した。ただし、コロナ前(19年末)の水準までは戻っていない(2%ほど下振れている)。

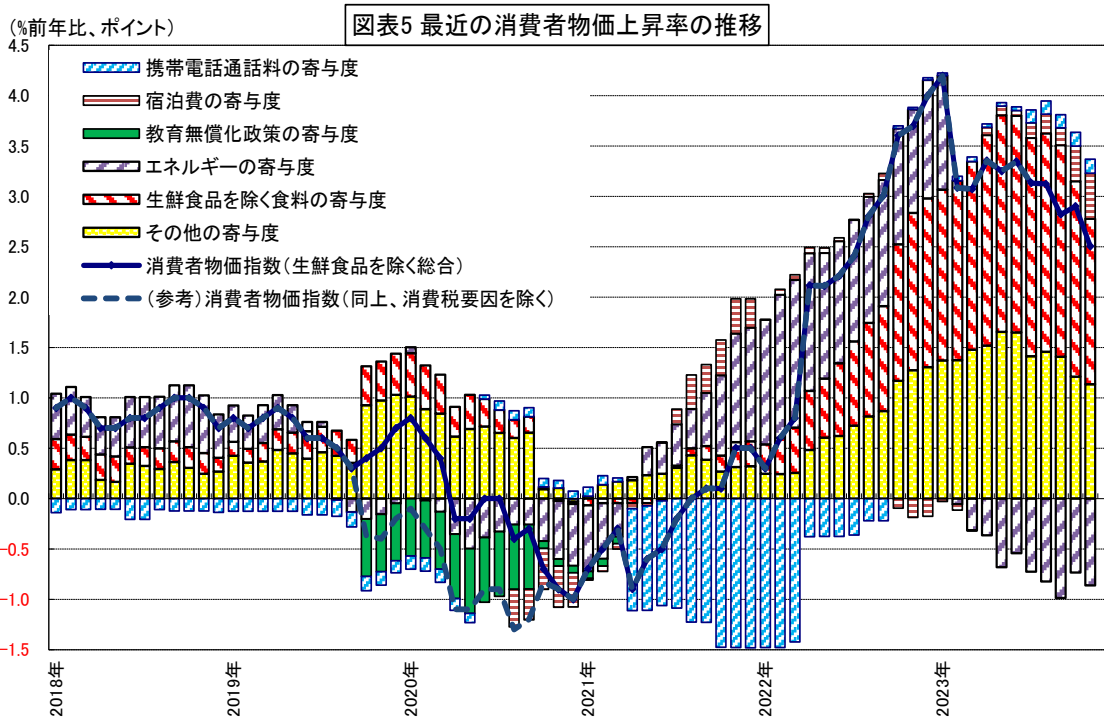
こうした消費の弱さの背景には物価高による実質所得の目減りがある。10月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.5%と上昇が続いているものの、消費者物価の高止まりによって実質賃金は前年比▲2.3%と19か月連続で減少しており、消費の持ち直しの阻害要因となっている。

### 経済見通し：24年前半にかけて国内景気は足踏み

以下、先行きの国内景気を展望したい。23年度上期の国内景気を下支えしてきた「インバウンド需要」や「自動車の挽回生産」であるが、既にその効果は出尽くした感があり、特に自動車生産に関しては今後反動減が出るとみられるほか、目先はダイハツの生産停止の影響も警戒される。また、世界経済は欧米



地域の金融引き締めが続くこと、中国の不動産不況などの影響もあり、しばらく低調に推移するとみられる。さらに、後述の通り、物価も沈静化に向かいつつあるが、依然として高止まり状態となっており、消費の順調な持ち直しを阻害している。そのため、24 年前半にかけて国内景気は足踏みが続くだろう。景気回復傾向が強まるのは、物価沈静化が進み、欧米中銀が利下げに転じる 24 年度半ば以降と予想する。



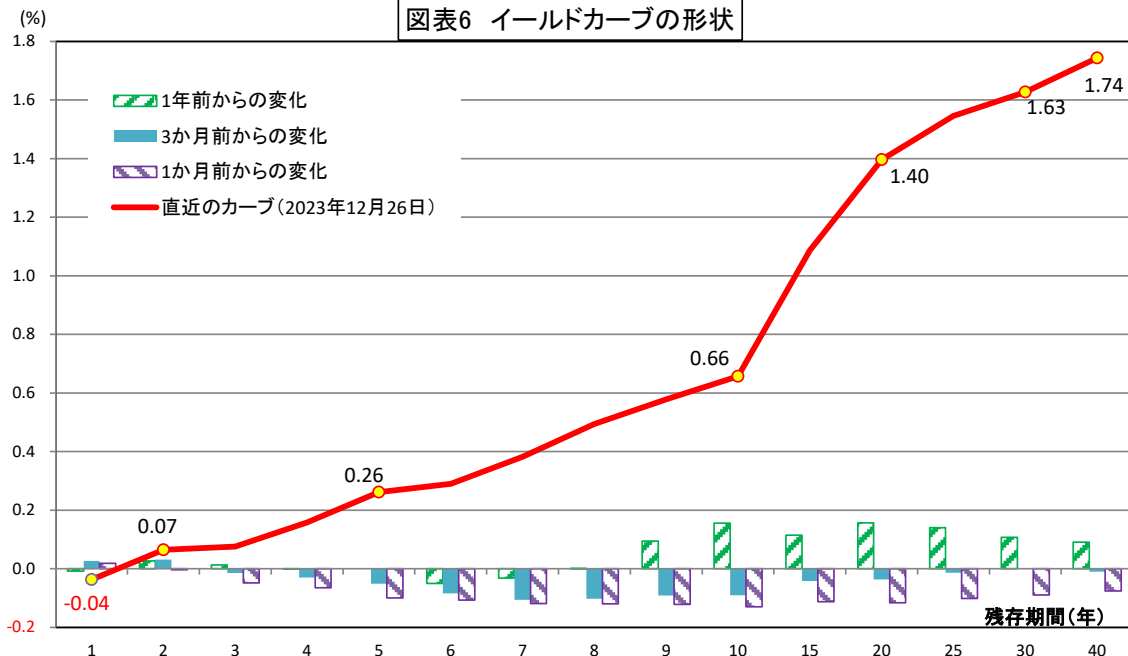
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価動向：先行き鈍化を見込むが、24 年前半にかけて下げ渋る可能性**

22 年度入り後から物価上昇率は 2% 超と、インフレ圧力が高い状態が続いてきたが、最近は上昇圧力が緩和しており、インフレ沈静化に向かっている。11 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比 2.5% と、10 月（同 2.9%）から上昇率が 2 か月ぶりに鈍化した。2% 台半ばとなるのは 22 年 7 月以来である。規模が半減されたとはいえ、政府の物価高対策が継続されたことによってエネルギーの下落が続いているほか、食料（除く生鮮食品）が同 6.7% と値上げ圧力が弱まったことが影響した。その反面、サービス分野では上昇圧力が高まりつつあり、一般サービスは前年比 3.2% へ加速した。特に、前年の全国旅行支援の反動に加え、国内外観光客の増加傾向などにより、宿泊料は同 62.9% と、物価全体を +0.45 ポイント押し上げている。

先行きについては、国内企業物価ベースでは既に上昇圧力がほぼ終息（11月は前年比0.3%まで鈍化）したこともあり、食料、日用品などの値上げ圧力は徐々に弱まっていくとみられる。一方、政府が24年4月まで物価高対策を継続する方針であるものの、前年の反動もあり、24年春以降はエネルギーが再び物価押し上げ要因となる可能性もある。さらに中東地域の地政学的リスクの高まりによって国際運輸が再び上昇傾向となっているほか、サービス価格に労働需給逼迫の影響が強まる可能性もある。そのため、24年前半にかけて物価は下げ渋る展開が予想される。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

### 金融政策：YCC運用を更に柔軟化、1%超の長期金利を容認

近々日銀は金融政策の正常化に踏み切るとの見方が強いなか、12月18～19日に金融政策決定会合が開催されたが、「長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和」の枠組みを継続することを全員一致で決定した。内外の経済や金融市場を巡る不確実性が極めて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴うかたちで、2%の物価安定目標を持続的・安定的に実現することを目指す方針を改めて表明したこともあり、24年入り後の早い段階でマイナス金利政策が解除されるとの観測は後退した格好となった。これを受けて、債券市場では一時5か月ぶりとなる0.55%まで長期金利が低下する場面もあった。

## 金融政策：大規模緩和の枠組みは当面維持

植田日銀総裁は、25日に行われた経団連での講演で「わが国が過去25年間直面してきた低インフレ環境を脱し、日本銀行が目指している2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していく確度は少しずつ高まっている」との現状認識を示した。そして、「日本銀行としてはこうした動きを確たるものとするため、粘り強く金融緩和を継続し、賃金が上昇しやすい環境を整えている」と述べた。「今後、賃金と物価の好循環が強まり、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現する確度が十分高まれば、わが国でも金融政策の変更を検討していく」ものの、「内外の経済や金融市場を巡る不確実性を踏まえると、その時期がいつになるのか決め打ちは出来ない」とのことであった。

繰り返しになるが、市場の一部には24年入り後にも政策正常化の動きが始まるとの見方が燻っている。しかし、内外景気ともに力強さを欠いた中、今後数か月で「賃金・物価の好循環」が強まる可能性は小さいものと思われる。まずは、24年春闘の妥結結果を吟味しつつ、為替レートや資源価格の推移、企業の価格転嫁の動向、そして国内景気・物価動向を慎重に見極める動きをしばらく続けることになるだろう。

また、24年4月には26年度の物価見通し（展望レポート）が示される予定である。23年10月の展望レポートでは25年度は前年度比1.7%と2%を下回る見通しであったが、26年度も引き続き2%未満なのか、それとも2%に絡む数字が示されるのか、市場の注目を集めることになるだろう。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

欧米地域のインフレ率は沈静化しつつあり、市場では利上げ打ち止めとの見方が強まり、同時に利下げ期待が浮上したことで、米国では株高・金利低下の流れとなったほか、ドル高も一服した。国内金利にも低下圧力が波及、早期の政策正常化観測が後退したこととの相乗効果で、一時0.5%台まで金利が低下する場面もあった。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

## 長期金利の上昇一服

長期金利（新発10年物国債利回り）が1%超となるのを容認した10月の金融政策決定会合の直後こそ、長期金利は上昇圧力が高まったが、その後は海外金利の低下や大規模緩和の継続観測が高まり、12月初めにかけては金利低下が進んだ。しかし、

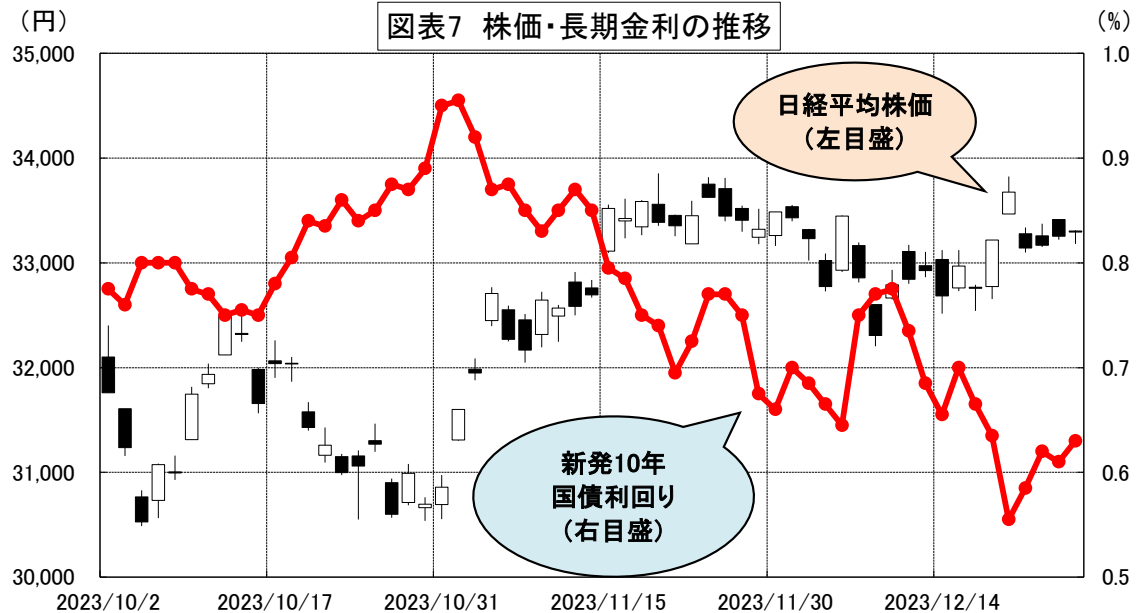


## しばらく金利の居所を模索する動き

講演で「出口」に言及した氷見野日銀副総裁（12月6日）の「出口」への言及や「年末から来年にかけ、一段とチャレンジになる」（7日の参院財政金融委員会での答弁）との植田日銀総裁の発言を受けて、債券市場の一部では政策正常化は間近と受け止めたことから、金利上昇圧力が高まる場面が見られた。

しかし、12月の決定会合直前にはそうした思惑が後退、金利水準は再び低下に転じた。前述の通り、12月会合では大規模緩和の継続を全員一致で決定したことで、金利低下が一段と進行、20日には5か月ぶりとなる0.550%まで低下した。

日銀は大規模緩和の枠組みを当面継続する方針を繰り返し表明していること、海外からの金利上昇圧力が解消されていることもあり、さらにYCCについても柔軟運用されていることもあり、国内金利はしばらく居所を模索する動きが続くだろう。日銀が24年前半にも政策正常化に乗り出すとの見方は根強いものの、海外の主要中銀による利下げ転換も控えていることもあり、国内金利が大きく上昇する可能性は薄いと思われる。むしろ、金融引き締め効果の効きすぎによる欧米経済の失速懸念が浮上する場面では金利低下圧力が強まるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 内外経済の足踏みで上値の重い展開が続く

### ② 株式市場

日経平均株価は円安進行などが好感され、6月にかけてバブル崩壊後最高値を断続的に更新、33年ぶりとなる33,000円台まで上昇した。10月には30,000円台まで売られる場面もあつ

たが、足元に至るまで基本的にはボックス圏相場が続いている。利上げフェーズ終了の可能性が好感された米国株価が上昇傾向を強めている中、日本株はそれに追随できず、34,000 円に迫る場面では急速に上値が重くなる傾向が続いている。

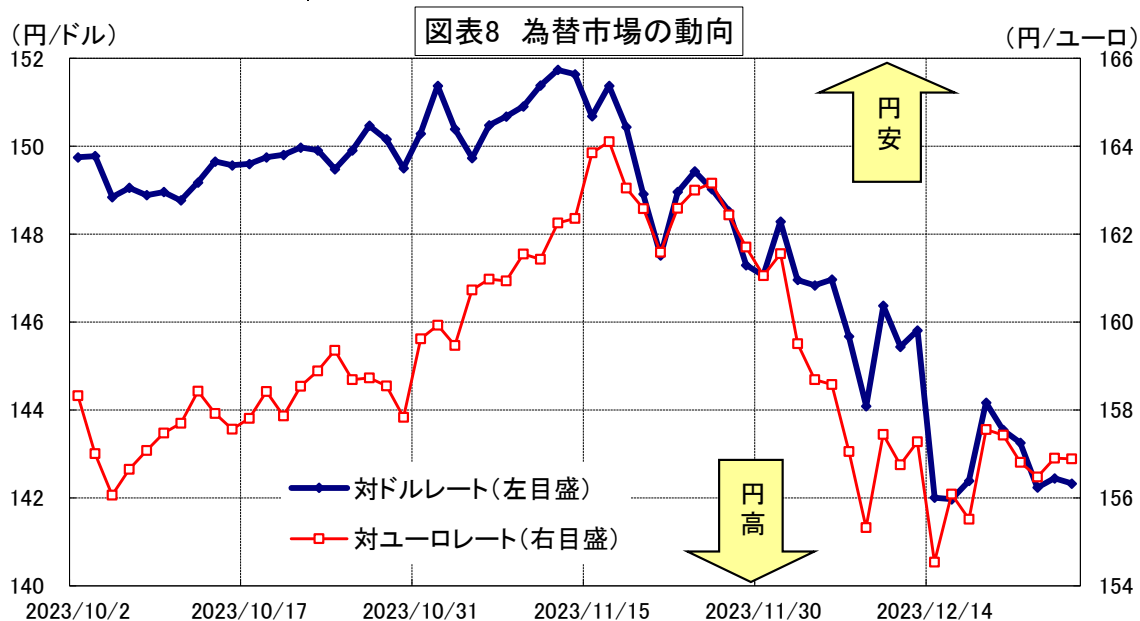
23 年度下期にかけて内外経済は足踏み状態が見込まれることもあり、国内株価は引き続き上値の重い展開が予想される。

### ③ 外国為替市場

#### 1 ドル = 140 円台前半まで円高方向に戻す

23 年入り直後は 1 ドル = 120 円台後半で推移していたドル円レートであったが、その後は日米金利差の拡大を受けて円安基調で推移、10～11 月にかけては 1 ドル = 150 円台で推移するなど、円安圧力が高い状態が続いた。11 月中旬には財務省による為替介入への警戒が煽る中、一時 1 ドル = 152 円に迫る円安進行がみられた。しかし、その後は米国で利上げ打ち止め観測が高まり、米国長期金利が大きく低下したこともあり、円高方向に戻し、直近は 140 円台前半で推移している。

先行きは、日米の金融政策の方向性が逆転する可能性が意識されていることから、円高ドル安での推移が見込まれる。特に、米 Fed の利下げ転換が現実味を帯びた際には、円高圧力が強まるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

#### 対ユーロでも円高へ

一方、対ユーロレートも 11 月には米ドルにつられてユーロ高傾向が強まり、中旬には一時 15 年ぶりとなる 164 円台まで円安が進んだ。しかし、ユーロ圏のインフレもかなり沈静化し

ており、欧州中銀（ECB）は10月以降利上げを停止しており、打ち止め感も強まっている。ECBはインフレ警戒姿勢を緩めていらず、早期の利下げを否定している。しかし、景気悪化懸念も高まっており、市場で利下げ期待が強まれば、ユーロ安傾向が強まる場面もあるだろう。

（23.12.26 現在）

## 高インフレ経済からの転換期

### ～利下げを見据えた12月FOMC～

佐古 佳史

#### 要旨

労働市場の需給緩和が継続していることや、インフレ率の抑制が明確に確認されることなどから、米国経済はコロナ後に経験した高インフレからの転換期にあると考えられる。こうしたなか、12月FOMC後に公表された経済見通しでは、政策金利の見通しが下方修正され、24年からの利下げを見据えた内容となった。

もともと、実質金利の推移などを考えれば、利下げペースは一段と速まる可能性が高いと思われる。金融政策での引き締めすぎを回避できれば、景気の軟着陸(ソフトランディング)を達成できる見通しが強まったといえる。

#### トランプ前大統領の立候補資格をめぐる動き

コロラド州最高裁判所は19日、米連邦議会議事堂襲撃事件(21年1月6日)との関与の可能性などを理由に、トランプ前大統領は同州の大統領予備選挙に立候補する資格がないとの判決を示した。同判決をめぐっては、南北戦争時代に由来する憲法修正第14条3項(公職資格のはく奪)が大統領職にも適用され得るのかという点も論点となった。同判決を不服として、トランプ前大統領陣営は連邦最高裁判所に上訴する姿勢を示している。

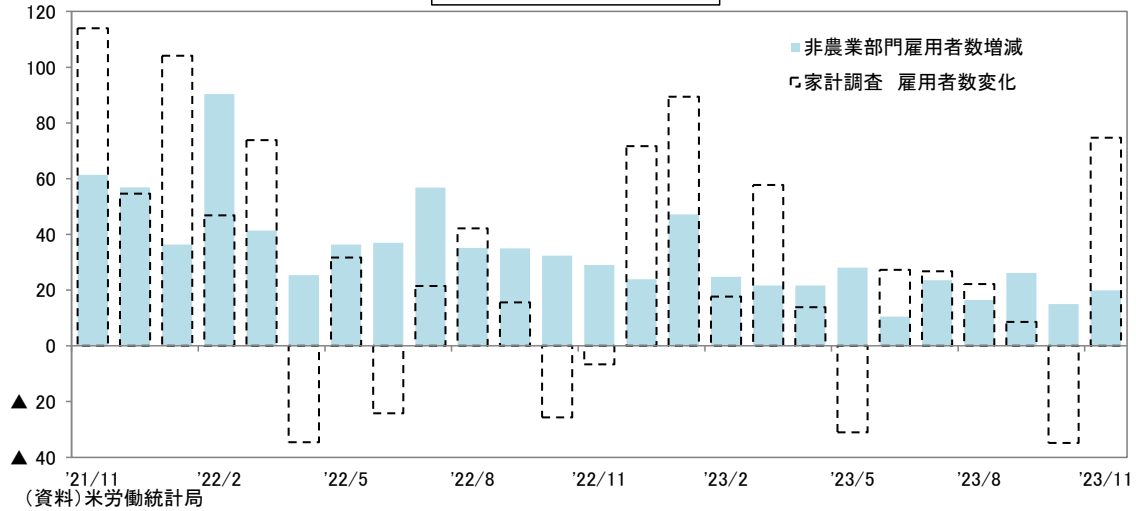
もともと、連邦最高裁判事は9人中6人が保守派であることや、内3人はトランプ前大統領が指名したこともあり、コロラド州最高裁の判断は覆される可能性が高そうだ。こうしたことから、共和党内で根強い人気がある上に、バイデン大統領との直接対決においても世論調査でややリードするトランプ前大統領の選挙戦には、あまり影響がなさそうだ。

#### 求人数の減少から労働市場の需給緩和が進展

さて、経済指標を確認してみると、労働市場の需給緩和とインフレの鈍化が進展していることがうかがえる。11月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は10月から19.9万人増(事業所調査)、家計調査では同74.7万人増と振れ幅は大きいものの、11月は雇用増加ペースが速かった。失業率は3.7%へ低下、平均時給は前年比で4.0%へと鈍化したものの、前月比では0.4%と再び伸び率が高まった。

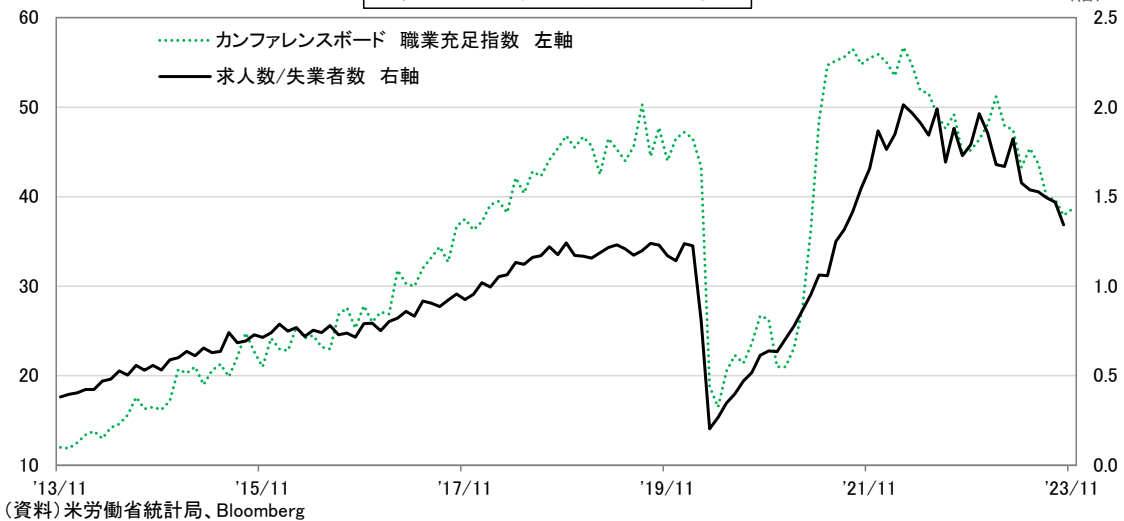
(万人、前月差)

図表1 雇用者数の伸び



10月の求人労働異動調査によると、求人率は0.3ポイント低下の5.3%、自発的な離職率は変わらずの2.3%となった。求人数と失業者数の比率をみると、10月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.34倍の求人となっており、22年3月のピーク(2.01倍)からの低下基調が続いている。全体としてみれば、労働市場の需給緩和が進んでいると考えられる。

図表2 求人・失業者倍率の推移



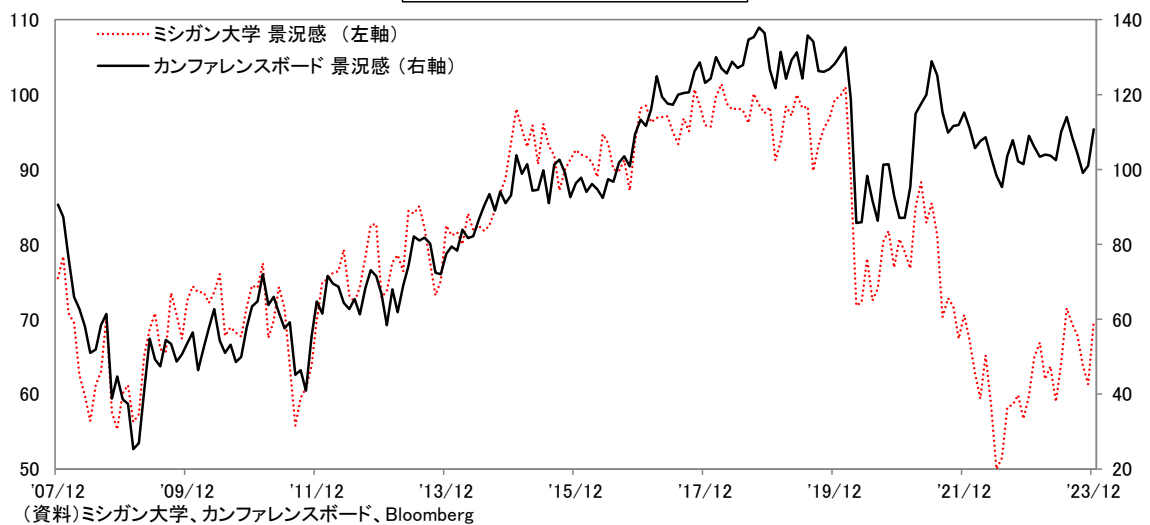
### 大幅に改善した消費者マインド

個人消費をみると、11月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.5%、サービス消費は同0.2%となり、全体としては同0.3%の増加となった。また、11月の小売売上高は同0.3%となった。11月のデータは強含んだものの、23年後半にかけて労働市場の需給緩和が進んだことからコロナ禍において顕著であった低賃金労働者の高い賃金上昇率も鈍化するなど、全体とし

てみれば、利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていると思われる。

12月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、高インフレが収まってきたことを受け、前月から14%上昇した。12月は調査対象の全てのコーホートの景況感が上昇し、調査対象である5項目すべてが上昇した。また、1年先と長期の期待インフレ率は3.1%、2.9%へといずれも前月から低下した点も報告された。

図表3 消費者景況感の推移

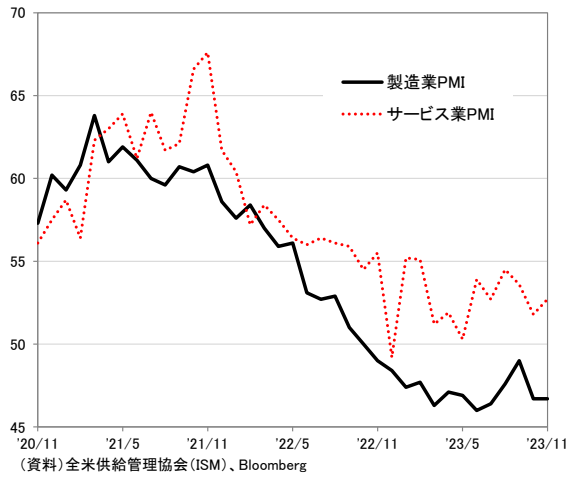


### ISM 指数：縮小傾向が 継続している製造業 雇用

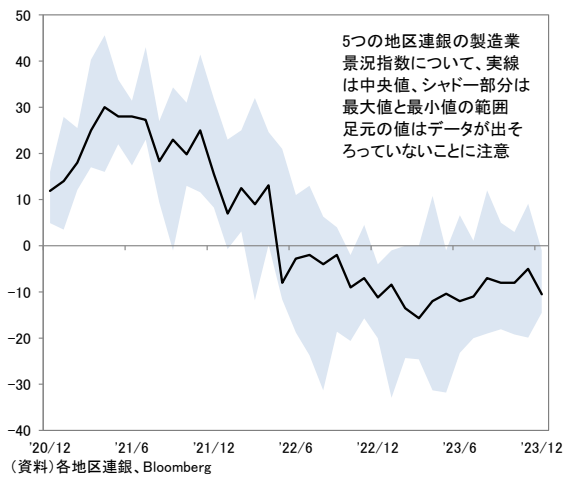
ISM 指数を確認すると、11月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から変わらずの46.7%と13か月連続で縮小傾向を示した。サービス業指数（サービス業PMI）は同0.9ポイント上昇の52.7%と、判断基準の50%を11か月連続で上回り拡大傾向を保っている。また、製造業PMI雇用指数は45.8%と判断基準となる50%を2か月連続で下回り、雇用の縮小傾向の継続を示した。



図表4 ISM景況感指数の推移



図表5 地区連銀製造業景況指数

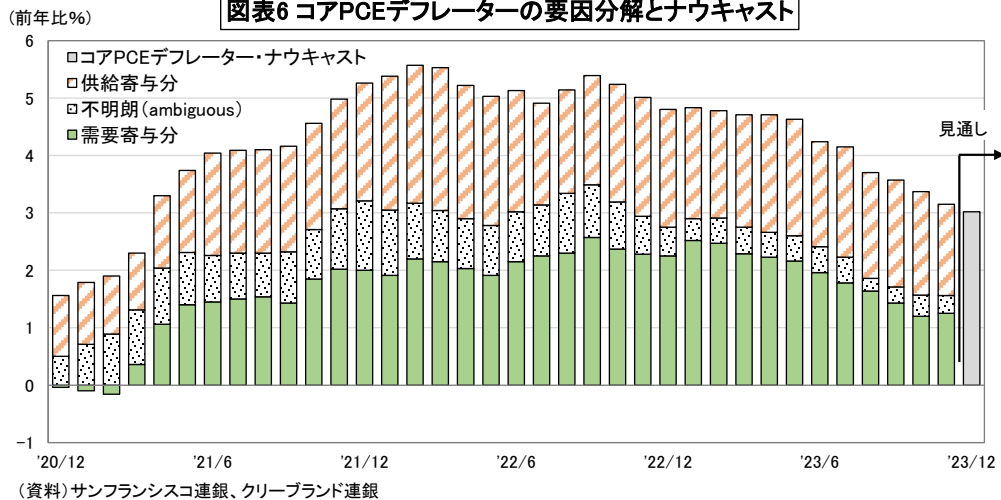


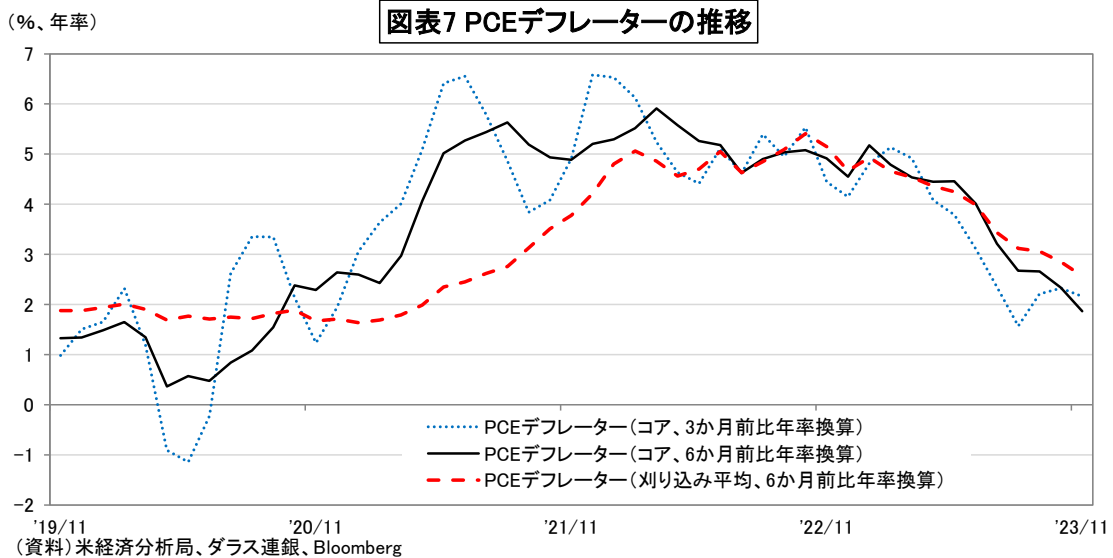
### 鈍化傾向が鮮明なインフレ率

インフレ率をみると、11月のコアPCEデフレーターは前年比3.2%（前月比は0.1%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同3.4%と鈍化した。また、サンフランシスコ連銀による前年比での要因分解をみると、需要要因の抑制も進展していることがうかがえる。

11月の消費者物価指数（CPI）総合はエネルギー価格の下落が続き前月比0.1%と低い伸びとなった。一方で、中古車が同1.6%と6か月ぶりに上昇したこともあり、コアCPIは同0.3%となった。より足元の動きを捉えやすい6か月前比年率や3か月前比年率との比較では鈍化傾向が鮮明となっている（図表7）。全体としては、前年比でみると依然として物価上昇率は高いものの、抑制が進んでいると確認できる。なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べるとわずかに高いものの安定しているといえる。

図表6 コアPCEデフレーターの変動要因とナウキャスト





**利下げを見据えた内容となった12月FOMC**

12、13日にかけて行われた12月FOMCでは、事前予想通り政策金利を5.25～5.50%で据え置くことが決定された。FOMC後のパウエルFRB議長の記者会見からは、FOMC参加者の間で今後の利下げについて議論されていることが確認できた。また、FOMC後に公表された経済見通しでは、24、25、26年末時点の政策金利を4.6%、3.6%、2.9%（いずれも中央値）と予想しており、前回の見通しが公表された9月FOMC時点から下方修正された。

**図表8 FRB大勢見通し(12月時点)**

		2023年	2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.5～2.7	1.2～1.7	1.5～2.0	1.8～2.0	1.7～2.0
	9月時点 (%前年比)	1.9～2.2	1.2～1.8	1.6～2.0	1.7～2.0	1.7～2.0
失業率	(%)	3.8	4.0～4.2	4.0～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
	9月時点 (%)	3.7～3.9	3.9～4.4	3.9～4.3	3.8～4.3	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.7～2.9	2.2～2.5	2.0～2.2	2.0	2.0
	9月時点 (%前年比)	3.2～3.4	2.3～2.7	2.0～2.3	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.2～3.3	2.4～2.7	2.0～2.2	2.0～2.1	
	9月時点 (%前年比)	3.6～3.9	2.5～2.8	2.0～2.4	2.0～2.3	
政策金利	(%)	5.4	4.4～4.9	3.1～3.9	2.5～3.1	2.5～3.0
	9月時点 (%)	5.4～5.6	4.6～5.4	3.4～4.9	2.5～4.1	2.5～3.3

(資料)FRBより作成

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

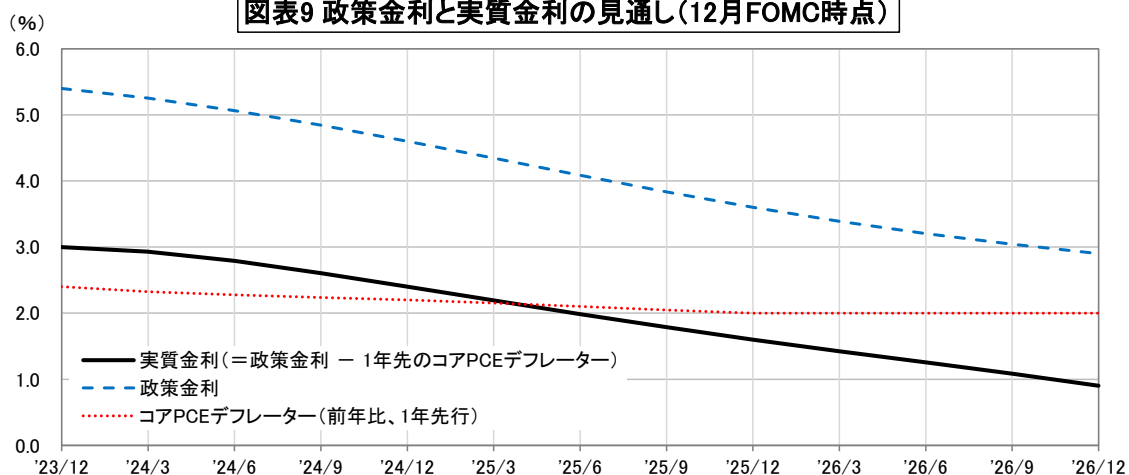
## 加速が予想される利下げペース

金融政策のスタンスを判断する際には、実質金利（＝政策金利と1年先の期待インフレ率の差）と、自然利子率（＝引き締めのでも緩和的でもない政策金利）を比較する方法が一般的と思われる。12月FOMC後に公表された経済見通しから計算すると、24、25、26年末時点の実質金利はそれぞれ2.4%、1.6%、0.9%程度となる。他方、ニューヨーク連邦準備銀行による自然利子率の推計値は1%前後で、この10年ほど推移してきた。

両者を比較することで、12月FOMC後に公表された経済見通しでは、概ね26年半ばまで実質金利が自然利子率を上回ることがうかがえる。すなわち、引き締めの金融政策が今後2年半にわたって維持される見通しといえるだろう。

一方で、見通しでは24年末時点の経済成長率が既に低いことや25年末時点で高インフレがほぼ沈静化していることなども予想されており、26年半ばまで金融引き締めを維持する必要はほとんどないと思われる。こうした理由から、利下げペースは速まる可能性が高そうだ。

図表9 政策金利と実質金利の見通し(12月FOMC時点)



(資料)FRB (注)経済見通しの中央値を3次のスプライン補完を用いて四半期データ化した。  
実質金利は政策金利から1年先のコアPCEデフレーターを引いて算出。

## 景気の先行き：ソフトランディングを達成できる見通しが強まった

インフレ率は鈍化しているものの、依然としてFRBの物価目標を上回っていることや賃金上昇率も物価目標と整合的な水準を1%ポイント程度上回っていると考えられることから、金融引き締めをもう少しばかり継続する必要があると見られる。このため、先行きについては景気減速が予想される。

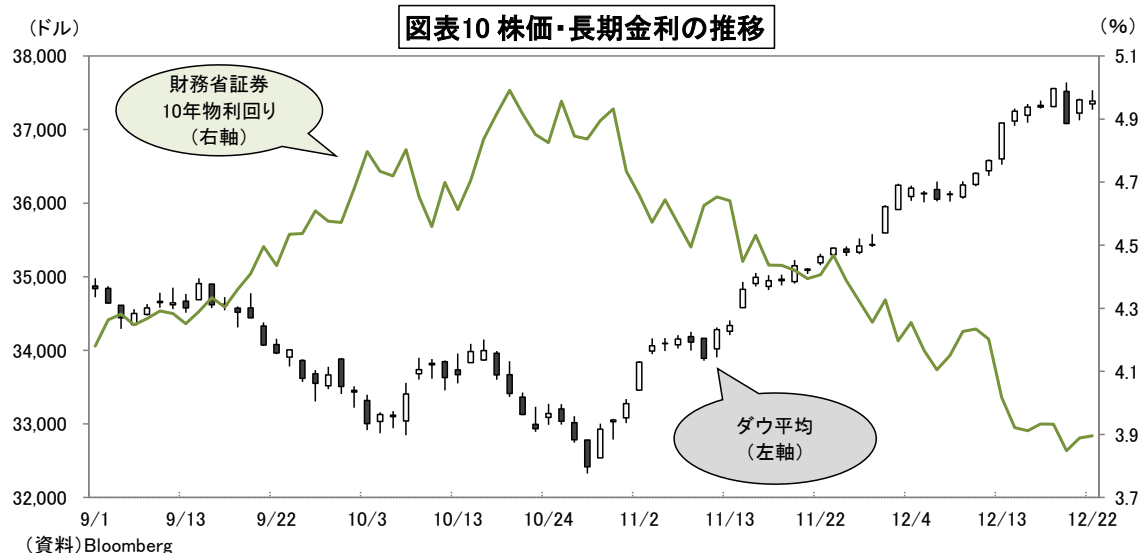
もっとも、金融政策での引き締めすぎを回避できれば、景気の軟着陸（＝ソフトランディング）を達成できる見通しが強まったといえるだろう。

## 長期金利：低下基調は一旦停止も

最後に市場の動きを確認すると債券市場では、7月以降、米国経済の堅調さが意識されたことや、FOMCにてタカ派的な政策金利見通しが示されたこと、金利見通しに対する不確実性が高まりタームプレミアムが上昇したことなどを背景として、長期金利（10年債利回り）は上昇傾向となり、10月後半にかけて4%後半での推移となった。

その後は、イスラエルとハマスの紛争を受けた地政学的リスクが意識されたことや、長期債入札の増額規模が予想よりも少なかったこと、10、11月FOMCで利上げが見送られ、利上げサイクル終了の織り込みが強まったことなどから利回りは低下基調となった。12月FOMC（12、13日）にて、24年以降の利下げがテーマとなったこともあり、長期金利の低下基調が継続し、足元では4%を下回って推移している。2か月間に100bp以上の低下幅となった。

先行きについては、金利先物が24年内に150bpの利下げを既に織り込んでいることから、長期金利の低下基調は一旦停止すると思われる。低下基調の再開にはFOMC参加者の一段とハト派色の強い発言がいきそうだが、まずは経済指標の軟化を確認する必要があるだろう。このため、金利低下再開にはしばらく時間を要しそうだ。



## 株式市場：底堅い展開を予想

株式市場では、11月以降、長期金利の低下が継続したことや、決算が好調だったことなどからダウ平均は2か月ほど上昇傾向となり、足元では37,000ドル前半での推移となっている。

先行きについては、利下げが広く織り込まれていることや、

ソフトランディングの可能性が意識されていること、23 年 10  
～12 月以降は S&P500 構成銘柄について前年比 10%前後の増益  
が予想されていることなどから底堅い展開を予想する。

(23. 12. 26 現在)