

経済金融 ウォッチ

2024年3月号

国内		1
米国		11



10～12 月期は 2 期連続のマイナス成長

～一方で株価は 34 年ぶりに史上最高値を更新～

南 武志

要旨

2023 年 10～12 月期の経済成長率は 2 期連続のマイナス成長で、特に民間消費や民間企業設備投資は 3 期連続の減少となるなど、景気は足踏み状態にあるとみられる。足元 1～3 月期も物価高による消費停滞が続くほか、輸出が弱含む可能性があることから、3 期連続のマイナス成長となる可能性がある。

こうした中、円安や価格転嫁の進展を受けて企業業績が過去最高益となっていることもあり、年初来の株価は大きく上昇した。2 月下旬には 34 年ぶりに日経平均株価が史上最高値を更新するなど、株式市場は活況を呈している。

このところ日銀は、経済・物価の好循環が強まり、物価安定目標である「2%」の達成の確度は少しずつ高まっているとの認識を繰り返し表明するなど、金融政策の正常化に関する地ならしを始めている。26 年度の物価見通しが示される 4 月会合では、マイナス金利政策解除や YCC 撤廃などが決定される可能性が高いだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.006	-0.10～0.00	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0270	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.425	1.30～1.80	1.40～1.85	1.40～1.85	1.40～1.85
	10年債 (%)	0.685	0.50～0.90	0.50～0.95	0.50～1.00	0.55～1.05
	5年債 (%)	0.345	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)	150.4	135～155	135～155	130～150	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.2	150～170	150～170	145～165	145～165
日経平均株価 (円)		39,239	38,500±3,000	36,000±3,000	37,000±3,000	38,000±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2024年2月27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。

24 年初から株価は急騰、34 年ぶりに史上最高値を更新

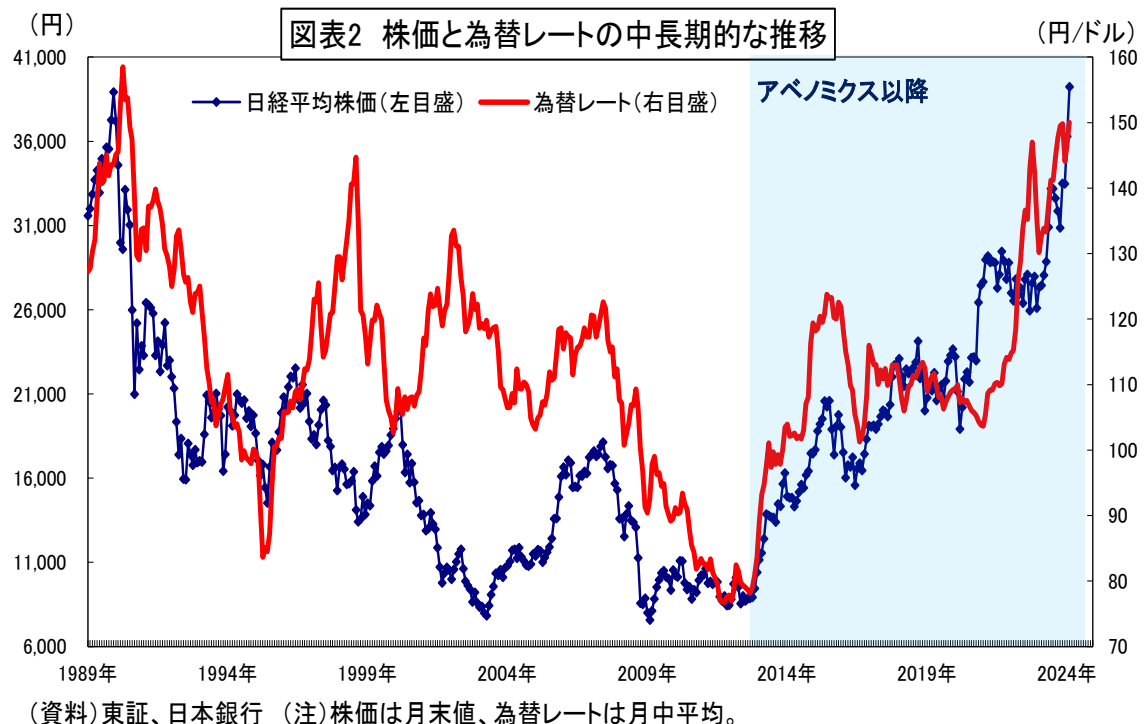
2024 年の大発会は、元日の能登半島地震発生の影響もあり、下落で始まったものの、国内株価はその後急騰が続いた。そして 2 月 22 日の日経平均株価は 1989 年大納会のザラ場で付けた史上最高値 38,957 円を更新、「バブル崩壊後」という歴史が幕を閉じた。

バブル崩壊後の 34 年間のうち、前半の 10 数年はバブル崩壊や急激な円高、そして不良債権問題が企業行動を委縮させ、株式市場には閉塞感が漂い続けた。03 年 3 月には金融危機の中、日経平均株価は 20 年ぶりとなる 8,000 円割れとなった。その

後、経営破綻した銀行が一時国有化されたことを契機に株価は持ち直しに転じ、一旦は18,000円台まで持ち直した。しかし、2007～10年の世界金融危機の中で発生したリーマン・ショック後には27年ぶりに7,000円近くまで下落した。

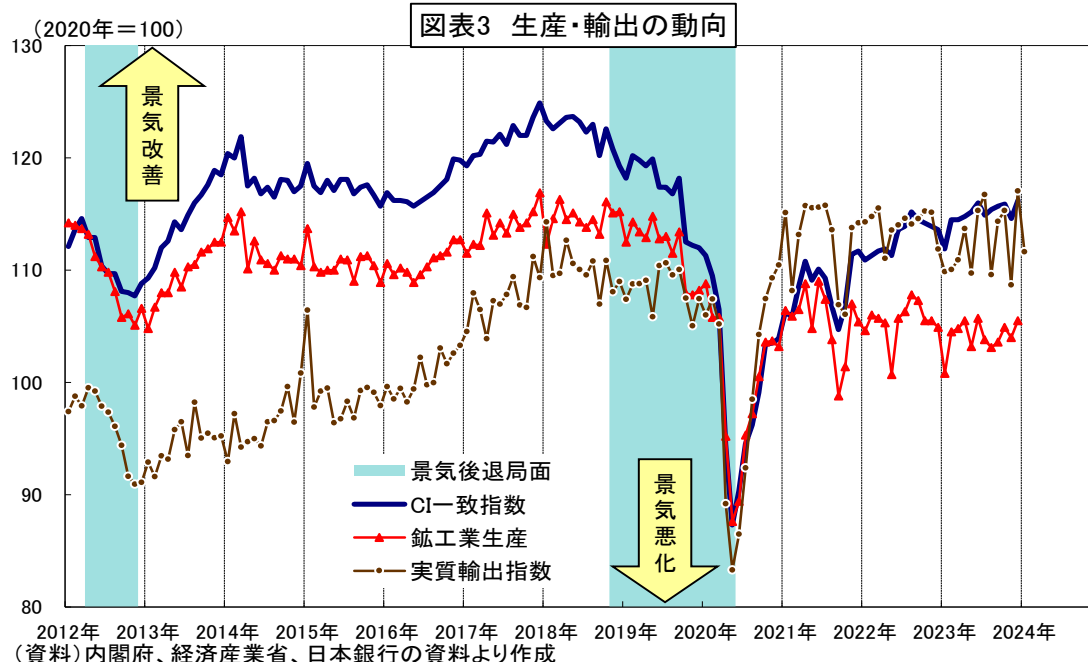
世界金融危機からの立ち直りもあり、国内の株式市場も持ち直しが見られたが、①円高、②経済連携協定（EPA）の遅れ、③高い法人税率、④労働市場の硬直性、⑤環境規制、⑥電力不足・コスト高、といった「6重苦」が企業経営に立ちはだかっているとされ、株価の上値を抑えた。しかし、第2次安倍政権が打ち出した「アベノミクス」以降には株価は本格的な回復を開始、15年4月には20,000円、21年2月には30,000円を一時的ながらも回復し、現在に至っている。

最近の株高の背景には、米国経済のソフトランディング観測、円安や価格転嫁の進展を受けた好調な企業業績、半導体不況からの持ち直し期待に加え、中国からの逃避資金の流入なども指摘されることが多い。さらには、日銀の金融政策正常化の思惑も、実態としては金融引き締めであるものの、日本がデフレから脱却した証拠として好意的な受け止めをされているほか、マイナス金利を解除しても緩和的な金融環境が続くとの表明も安心感を与えたと思われる。



10～12 月期は 2 期連続でのマイナス成長

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、10～12 月期の実質 GDP は前期比年率▲0.4%と 2 期連続のマイナスとなった。特に、民間消費や民間企業設備投資など民間最終需要に至っては 3 期連続の減少であり、国内景気が足踏み状態であることが示された。また、国内での価格転嫁の進展度を表す GDP デフレーターは前年比 3.8%と 5 期連続での上昇だったが、7～9 月期（同 5.2%）からは鈍化するなど、価格転嫁の勢いが落ち着きつつあることが見て取れる。



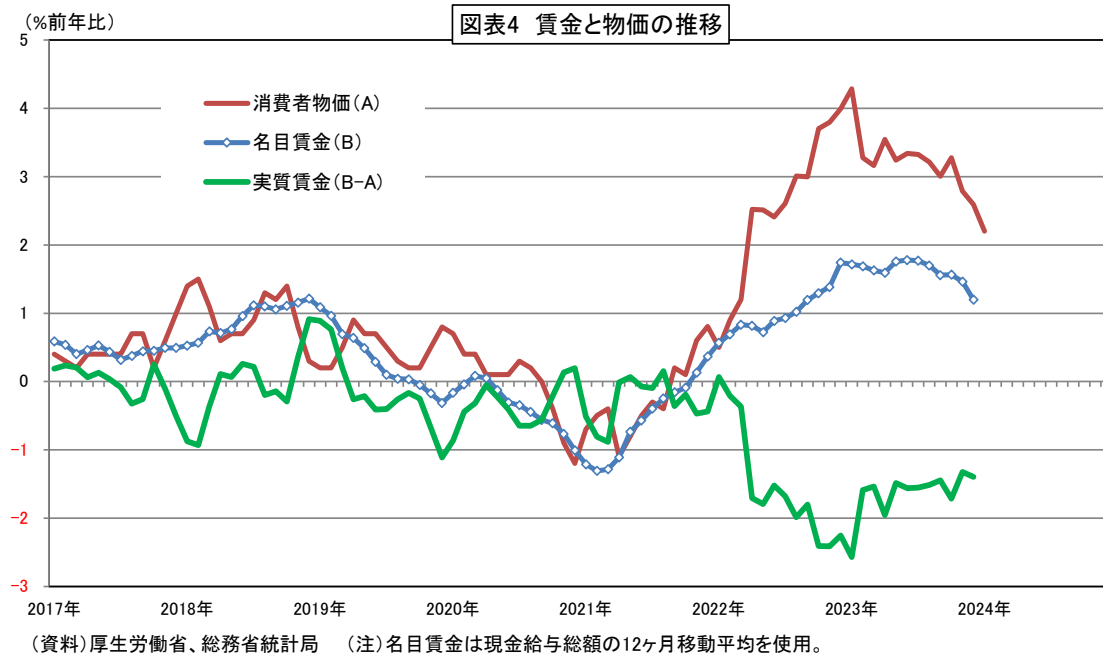
国内景気は総じて足踏み状態

月次経済指標に目を転じると、12 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+1.9 ポイントと 2 か月ぶりに改善し、コロナ禍からの持ち直し局面での最高値を更新した。これに基づく基調判断は「改善」で、GDP の動きとは乖離も見られる。11 月は弱かった鉱工業生産・出荷や輸出数量指数が 12 月にリバウンドした影響が出たが、逆に 1 月には再び悪化する可能性が高い。

一方、景気ウォッチャー調査（1 月）によれば、景気の現状判断 DI は 4 か月ぶりに悪化した。内訳をみると、家計動向関連 DI が 1 年ぶりに判断基準である 50 を下回ったほか、企業動向関連 DI も 50 超ではあるが、非製造業を中心に悪化がみられた。家計の節約志向が続いているほか、暖冬・雪不足などの影響も出ているとの指摘が見られた。

また、12 月には大きく伸びた実質輸出指数（日本銀行試算）であったが、1 月分では前月比▲4.6%と再び低下が見られた。

これまで堅調だった「自動車」、そして「米国向け」が大きく低下した。一方、12月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同2.7%と2か月ぶりに増加したが、10～12月期としては前期比▲1.0%と3期連続の減少となった。同様に、10～12月期の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）も同▲2.1%と2期連続の低下で、企業設備投資は堅調な計画とは裏腹に、弱い動きが続いている。



物価高の影響で消費回復ペースは鈍い

この数か月、物価高が消費抑制に働いている状況が続いているが、消費関連指標は相変わらず弱い。12月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比でそれぞれ▲0.1%、▲2.0%と悪化した。自動車などの耐久財は底堅いものの、コロナ禍で落ち込んだサービス消費の回復がなかなか進んでいない。

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。12月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比0.8%とプラス状態が続いているが、消費者物価の高止まりによって実質賃金は前年比▲2.1%と21か月連続で減少しており、消費抑制に働いている。

経済見通し：24年前半にかけて国内景気は足踏み継続

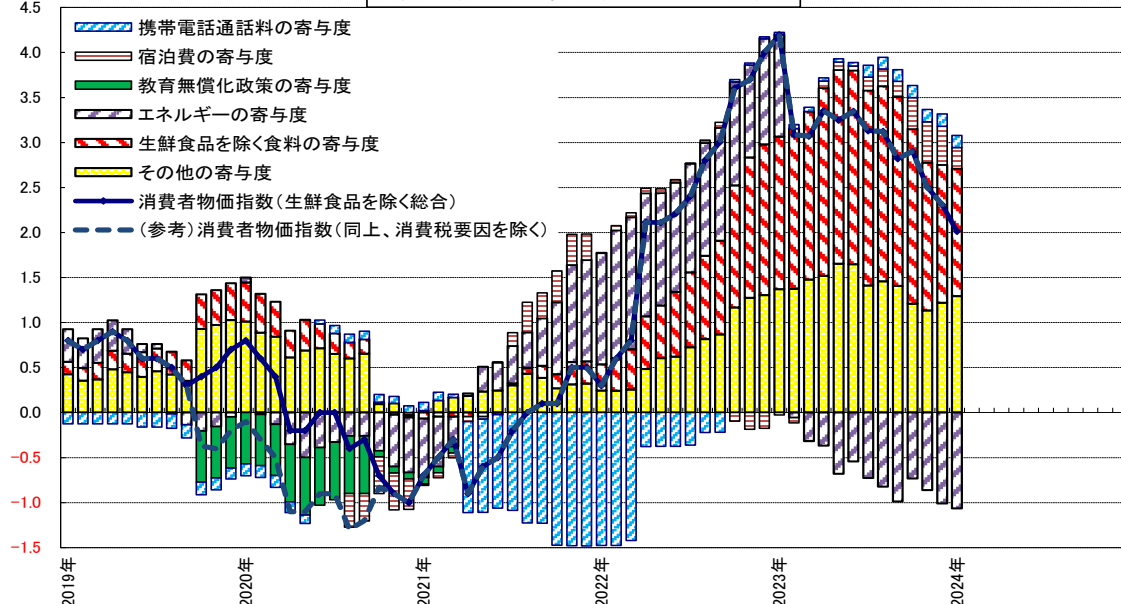
以下、先行きの国内景気を展望したい。今後の金融政策を占う上でも注目される24年春闘については、政府からの要請に加え、労使ともに適切な賃上げを目指していることもあり、堅調な企業業績を背景に23年実績（厚生労働省調べ、3.60%）を

上回るものの、4%には届かないとの結果が予想されている。大手企業の集中回答日は3月13日であるが、それが中堅・中小企業に波及していくのか、さらに企業間取引において人件費増の価格転嫁が認められるかどうか、が焦点となっている。仮に、4%程度の妥結であればベースアップは2%強と想定されるが、物価を2%程度で安定的に推移させるにはやや物足りない数字といえる。とはいえ、後述の通り、消費者物価は24年下期には2%割れで推移する可能性が高く、それにより実質所得の減少が止まり、消費への下押し圧力も弱まる可能性がある。

一方、世界経済は、欧米地域での金融引き締めが長期化すること、また中国が不動産問題を抱えていることなどの影響もあり、減速傾向が続くことが見込まれる。輸出を景気牽引役として期待するのは難しいだろう。23年を通じて輸出を押し上げた「自動車」についても、既に頭打ちから減少気味で推移し始めている。また、認証不正問題で生産・出荷停止に追い込まれたダイハツや豊田自動織機の影響も懸念される。24年前半にかけて国内景気は足踏みが続くだろう（詳細は2月20日発行の「2023～25年度経済見通し」を参照のこと）。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

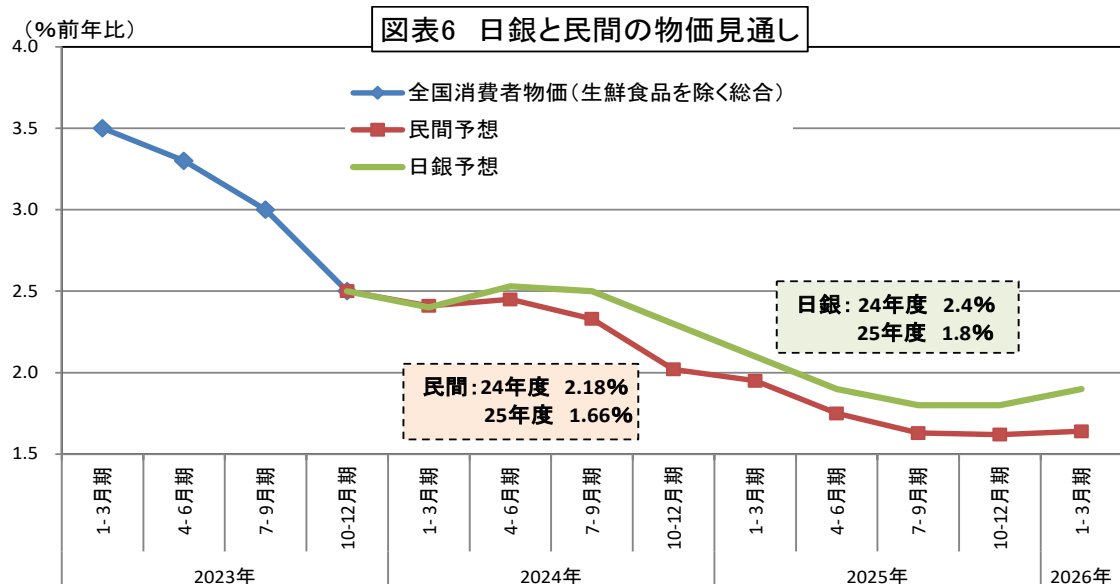
物価動向：24年度前半にかけて2%台前半で下げ渋ると予想

1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2.0%と、1年前には同4.2%まで高まった上昇率は日銀が設定した「物価安定目標」まで鈍化した。政府の物価高対策によってエネルギーの下落が続いているほか、輸入インフレ

の終息や消費低迷によって物価高の牽引役であった食料も値上げ圧力が徐々に和らいでいる。さらに、この数か月は1年前の全国旅行支援の反動で宿泊料が高い上昇率を続けたが、その効果も一巡している。

なお、最近ではサービス部門での人件費上昇を受けて、サービス価格も前年比 3%前後での推移となっている。主因は宿泊費要因であるが、前述の通り、1月の宿泊費は前年比 26.9%（12月：同 59.0%）へ大幅に鈍化したこともあり、宿泊費以外の一般サービスは同 2.4%へ伸び率が高まった。ただし、その理由は自動車保険料（任意）、外国パック旅行費の上昇であり、需給改善要因とは言い難いものである。実際にサービス消費が盛り上がっているわけではなく、当該分野での価格上昇も加速は見られていない。

先行きについては、輸入インフレが終息していることもあり、食料、日用品といった財分野での値上げ圧力は次第に弱まっていくとみられる。一方、23年2月に導入された物価高対策は先行き効果が一巡することから、エネルギーの下落は止まる可能性もある。また、中東情勢の緊迫化で国際運輸が再び上昇傾向となっているほか、サービス分野に賃上げの効果が波及することも考えられる。以上を踏まえ、24年度前半にかけての物価は前年比 2%台で下げ渋る展開が予想される。

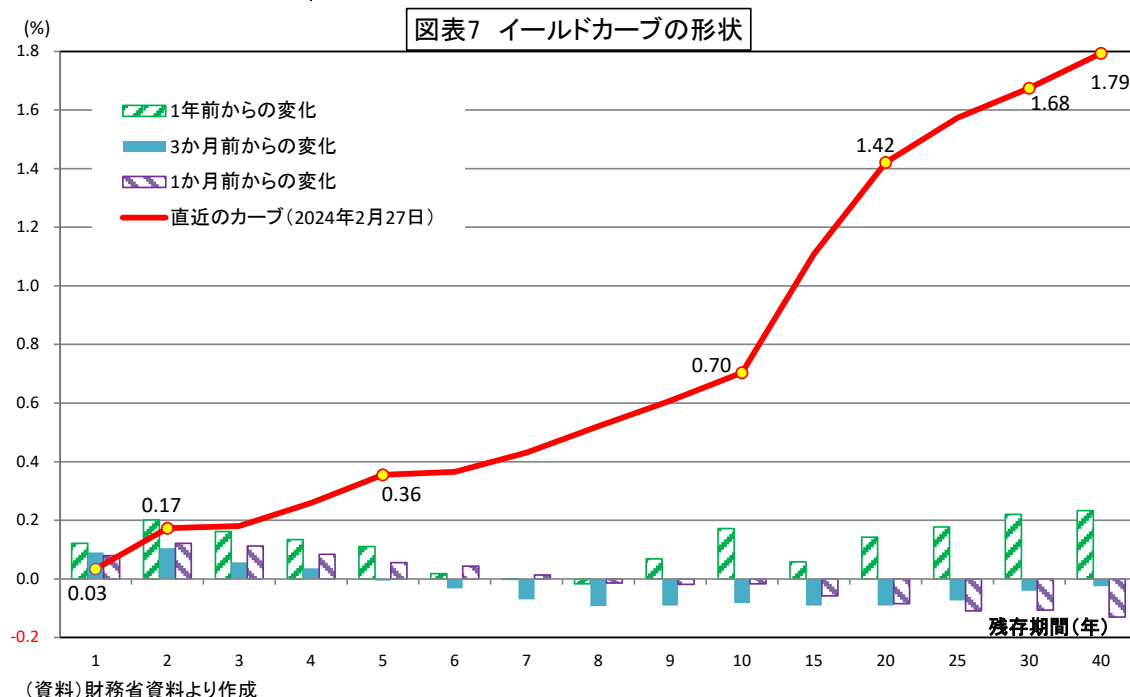


(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センターを基に農林中金総合研究所作成

(注)民間予想はESPフォーキャスト調査(2月)を使用。日銀見通しは展望レポート(1月)をベースに農林中金総合研究所で推定。

金融政策：マイナス金利政策の解除に関する地ならしを実施

このところ好業績や労働力不足などを背景に「賃上げの機運」が高まっており、前述したように 24 年春闘が注目を集めている。日銀もまた、基調的な物価上昇率が 2% 目標に向けて徐々に高まっていく確度は少しずつ高まっている、との認識を示しているほか、マイナス金利を解除しても極めて緩やかな金融環境が当面続く、と解除後の政策運営に言及するなど、政策正常化について地ならしを始めている。実際のところ、3、4 月のいずれかの金融政策決定会合では、マイナス金利政策の解除や長短金利操作（YCC）の撤廃などが決定される可能性は高いだろう。ただし、長期金利が急騰し、経済・物価に悪影響を与えぬよう、大量の国債買入れは継続されるだろう。



ゼロ金利政策が当面続くと予想

とはいえ、先行きの物価は 2% を割り込む可能性は濃厚だ。日銀の展望レポート（1 月）によれば、24 年度の物価見通し（コア CPI）は前年度比 2.4% だが、25 年度は同 1.8% と、2% 割れを予想している。もちろん、日銀では 2% 割れが常態化するとは見ておらず、25 年度後半にかけて 2% に向けて徐々に高まっていくとしている。次回 4 月の展望レポートでは 26 年度の「2%」達成が示されるだろう。おそらく、こうした見通しを政策正常化に踏み切る根拠として挙げられると思われる。

一方、民間エコノミストの見方は厳しい。「ESP フォーキャスト調査（24 年 2 月）」によれば、24 年度下期にコア CPI は

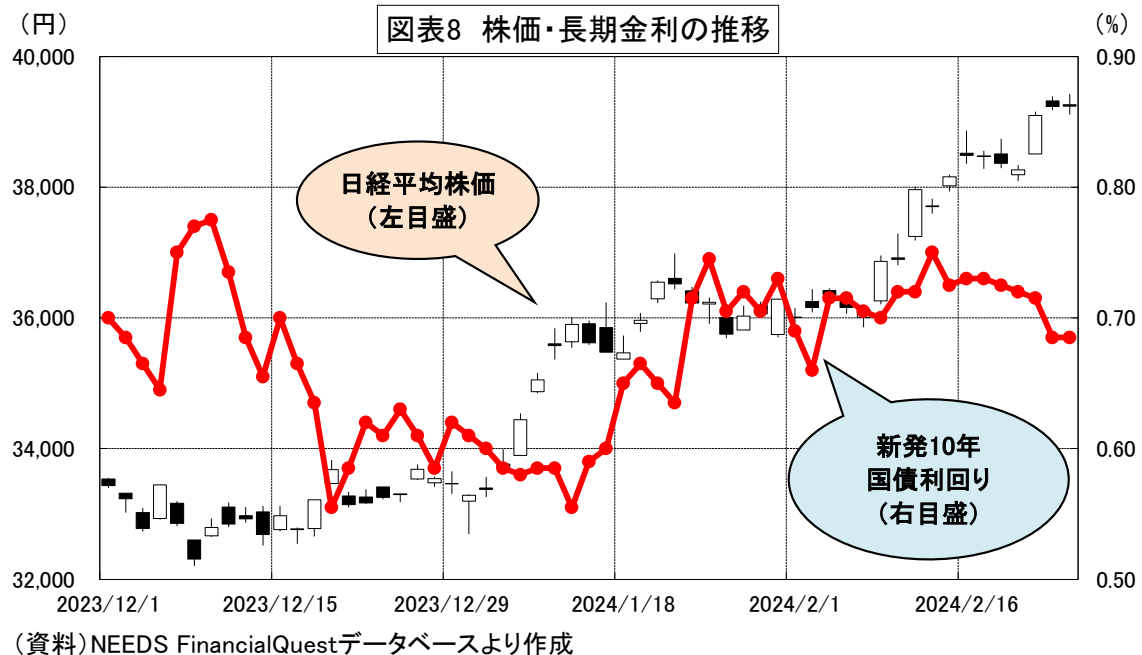
金融市場：現状・見 通し・注目点

2%を割り込んだ後、25年度にかけて物価が「2%」に向けて高まる姿を予想してない。当総研もほぼ同様の見通しである。

それゆえ、正常化開始後の政策運営については、先行きの物価低迷が待ち受けるなか、次回利上げは困難であり、しばらくゼロ金利政策が続くと予想している。

米国経済のソフトランディング観測、さらには半導体の需給改善への期待感などから、年明け後の米国株価は史上最高値を更新した。さらに、日米金利差はなかなか縮小に転じないとの見方から為替レートは再び円安圧力が強まったこともあり、年初の国内株価はバブル崩壊後最高値を断続的に更新した。

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。



マイナス金利政策 解除を織り込んで 長期金利が上昇

① 債券市場

10月の金融政策決定会合では長期金利（新発10年物国債利回り）が1%超に上昇することが容認されたが、欧米諸国の利上げフェーズが終了したことや日銀が大規模緩和を継続すると繰り返し表明したこともあり、金利上昇圧力は高まることはなかった。12月上旬には早期の政策正常化観測が盛り上がり、長期金利は0.8%に迫る場面もみられたが、中旬までにはそうした思惑は後退、20日には5か月ぶりとなる0.550%まで低下した。1月中旬にかけて長期金利は0.6%前後でもみ合ったが、その後、3月もしくは4月にも政策正常化が決断されるとの観

しばらく現状水準 でのみ合い継続

測が強まり、0.7%台前半で推移した。

前述したとおり、日銀はマイナス金利政策解除後も緩やかな金融環境を維持すると述べているほか、24年度下期には物価が2%割れとなるとの見通しが大勢であることもあり、次の利上げは厳しいとみられる。また、YCCを撤廃したとしても、長期金利の過度の変動を避ける観点から、現状の国債買い入れペースを大幅に修正する可能性は薄いとみられる。しばらくは内外景気は足踏み状態となることから、国内金利が大きく上昇する可能性は薄く、0.7～0.8%程度でのみ合いが続くだろう。

金融政策の正常化 後の環境変化に要 警戒

② 株式市場

24年の大発会は能登半島地震への警戒などから下落で始まったが、その後は海外投資家主導で国内株価は急騰した。景気実態を見ると、経済成長率は3期連続でのマイナスとなる可能性があるほか、鉱工業生産指数や第3次産業活動指数からみても企業活動は足踏みが続いている。しかし、米国経済のソフトランディング期待が強いほか、半導体不況からの立ち直りも期待されており、ハイテク銘柄が注目を集めている。また、円安や価格転嫁の進展などで国内企業の業績も好調である。仮にマイナス金利が解除されても、実質金利（名目金利－予想物価上昇率）のマイナスは継続するとみられ、直接的な経済への影響度は軽微とみられている。

とはいえ、短期間で急上昇していることもあり、いずれスピード調整的な動きが出ることが想定される。さらに、日銀の政策正常化や年央にも想定される米Fedの利下げ転換が円高シフトを呼ぶ可能性もある。それゆえ、国内株価はいずれ調整局面を迎えるものと思われる。

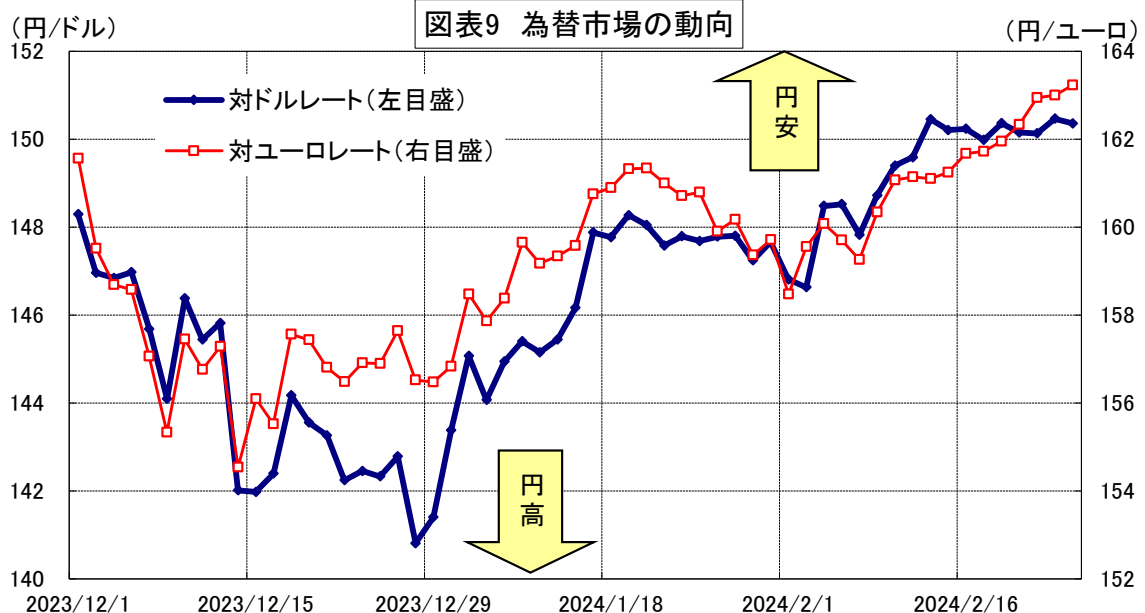
根強い円安圧力

③ 外国為替市場

大幅に拡大した日米金利差が意識され、ドル円レートは10～11月にかけて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。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、年末にかけては一旦140円台前半まで円高方向に戻った。しかし、24年入り後は、米国経済の底堅さに加え、日銀が政策正常化を始めても緩やかな金融環境を維持するとの見方が強まり、再び円安が進んだ。直近は150円台前半での推移が続いている。

当面は日米金利差が意識され、円安状態が続くだろう。しか

し、年央には日米の金融政策の方向性が逆転するとみられることから、円安がさらに進行する余地は小さく、むしろ円高ドル安に転換することが見込まれる。



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

対ユーロでも円安 継続

23年11月には対ユーロレートはドル高につられて一時15年ぶりとなる1ユーロ＝164円台まで円安が進んだ。その後、一旦は153円台まで円高方向に戻したが、24年入り後は再びユーロ高が進み、直近は163円前後となっている。

ユーロ圏でもインフレ沈静化が進んだものの、足元では下げ渋る動きも見られる。欧州中銀（ECB）は10月以降利上げを停止しているが、今のところECBはインフレ警戒姿勢を緩めておらず、早期利下げには慎重である。

一方、5月下旬までにはユーロ圏での賃上げ交渉の結果が判明するが、そうしたデータで賃金・物価が先行き落ち着くとの確証を得られれば、6月の理事会で利下げが決定される可能性もある。そうなればユーロ安に転じるものと思われる。

(24.2.27 現在)

金融引き締め下でも堅調な米国経済

～早期利下げの可能性は大幅に低下～

佐古 佳史

要旨

共和党のトランプ候補はヘイリー候補の地元でも勝利を収めたことで、今後はバイデン大統領を意識した選挙戦へ方針を変更すると発表した。同候補の「米国第一」主義に沿った主張が激化すると思われる。

1月25日に公表された23年10～12月期GDP(速報値)は前期比年率3.3%と、7～9月期の同4.9%に続き速いペースでの景気拡大となった。23年を通じては前年比2.5%成長と堅調さが維持された。

1月の経済指標からは、予想外に堅調な指標が多くみられたことから、労働市場の需給緩和やインフレ率の抑制が一時停止したことがうかがえる。FOMC議事要旨や最近のFOMC参加者の発言からも、時期尚早な利下げに関するリスクが指摘されており、現段階では、利下げは早くても6月FOMCからと思われる。

「バイデン対トランプ」の様相が強まる選挙戦

共和党のトランプ候補は24日、サウスカロライナ州の予備選にて同州知事を務めたヘイリー候補に勝利した。ヘイリー候補の地元でも勝利を収めたことで、今後は民主党のバイデン大統領を意識した選挙戦へ方針を変更すると発表された。

こうしたなか米議会上院は13日、600億ドルのウクライナ支援を含む予算案を可決した。もともと、トランプ候補が同予算案に反対していることから、ウクライナ軍の消耗が伝わるなかでも共和党が多数派を占める下院では直ちに採決を行わない方針となっている。同候補はこれまでウクライナへの無償支援に反対の姿勢や、地理的に近い欧州各国がより手厚く支援すべきとの見解を示している。

「バイデン対トランプ」の様相が強まっていくと見込まれることから、今後はトランプ候補の「米国第一」主義に沿った主張が激化すると思われる。北大西洋条約機構(NATO)の在り方やウクライナ支援、東アジアの安全保障などについての議論もおのずと変化していくだろう。

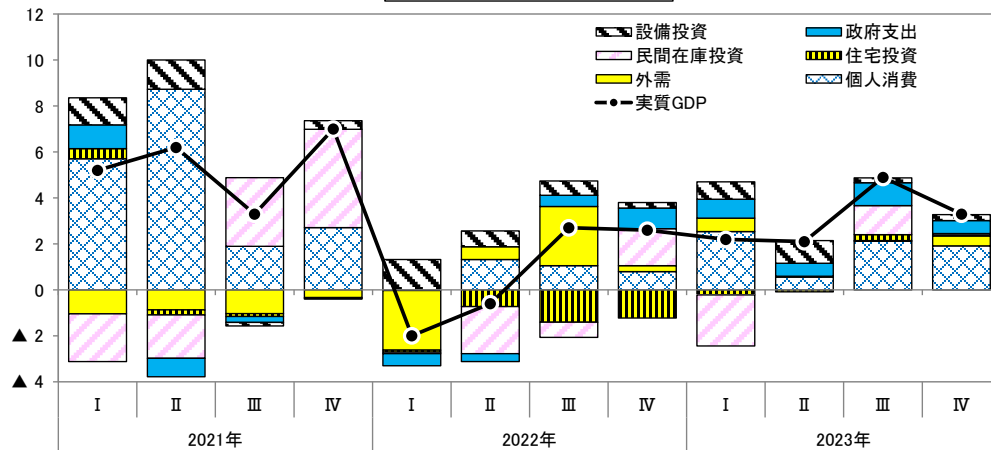
速いペースでの景気拡大となった10～12月期GDP

初めに1月25日に公表された23年10～12月期GDP(速報値)を確認すると、成長率は前期比年率3.3%と、7～9月期の同4.9%に続き速いペースでの景気拡大となり、23年を通じて

は前年比 2.5%成長と堅調さが維持された。需要項目ごとの寄与度をみると、個人消費支出が前期比年率 1.91 ポイント、設備投資が同 0.26 ポイント、純輸出が同 0.43 ポイント、政府支出が 0.56 ポイントとなった。また、在庫、住宅投資も小幅ながらプラス寄与となった。

(%前期比年率、ポイント)

図表1 GDP成長率の内訳



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

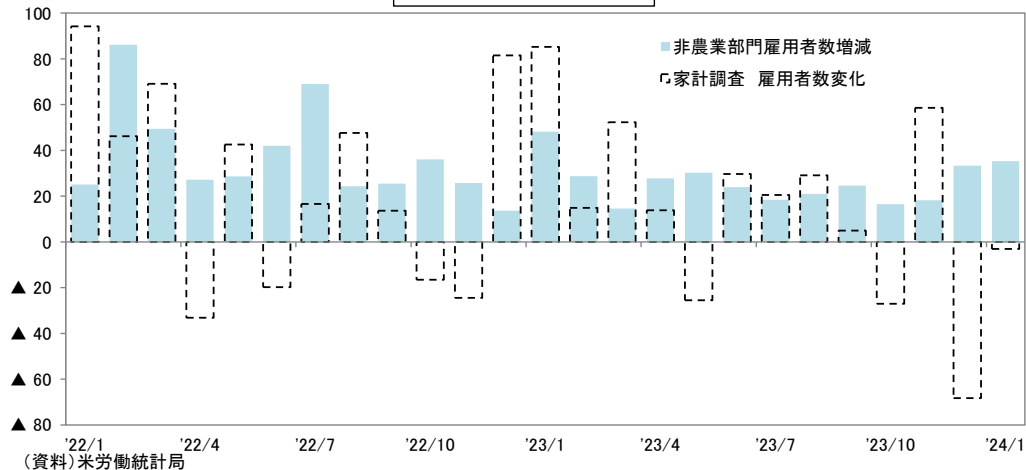
労働市場の需給緩和が一旦停止

さて、経済指標を確認してみると、1月は労働市場の需給緩和とインフレの鈍化が一旦停止したとみられる。

1月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は12月から35.3万人増(事業所調査)と雇用増加ペースは加速した。12月分が11.7万人上方修正されたことで、足元3か月の平均値は28.9万人と雇用拡大ペースは速い。なお、失業率は変わらずの3.7%となった。平均時給は前年比4.5%(前月比0.6%)、生産・非管理職の時給は同4.8%(同0.4%)の上昇といずれも再加速した。

(万人、前月差)

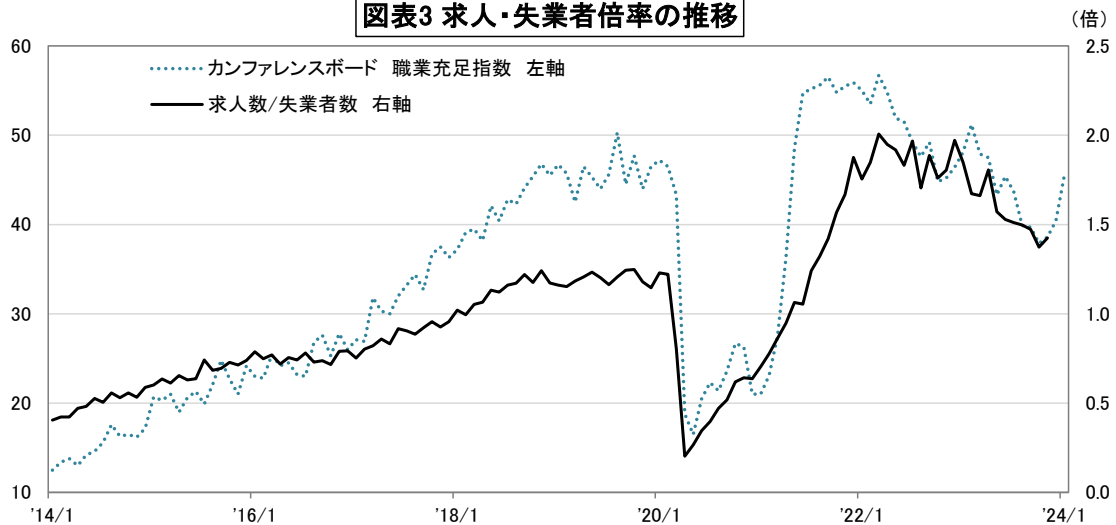
図表2 雇用者数の伸び



(資料)米労働統計局

12月の求人労働異動調査によると、求人率と自発的な離職率はいずれも変わらずの5.4%、2.2%となった。求人数と失業者数の比率をみると、12月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.43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ものの、1月は雇用統計が強かったことから、そうした動きが一旦停止したとみられる。

図表3 求人・失業者倍率の推移



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

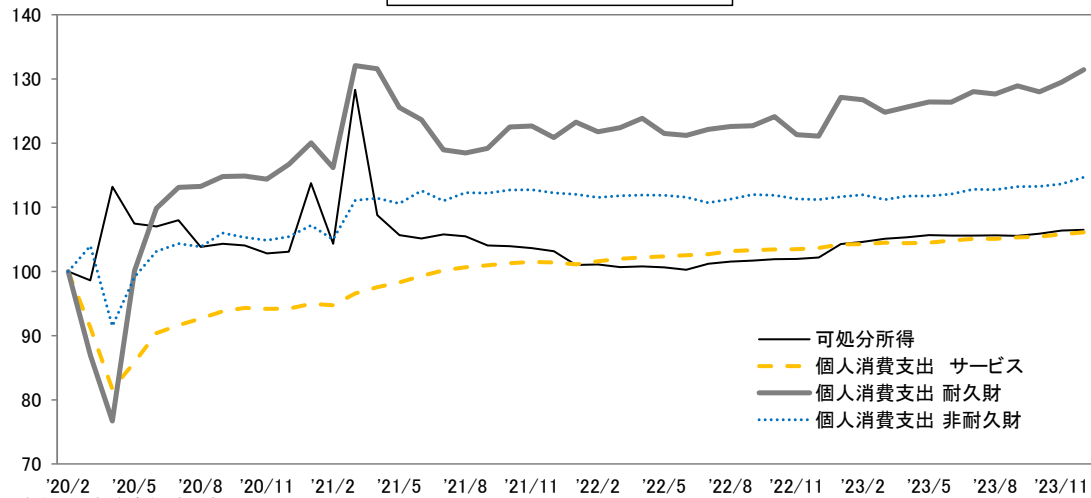
小売売上が大きく減少

個人消費をみると、12月の実質個人消費支出は、財消費は前月比1.1%、サービス消費は同0.3%となり、全体としては同0.5%の増加となった。一方で、1月の小売売上高は同▲0.8%と2か月ぶりに減少した。12、1月の消費データは季節調整の影響から上下に変動しやすいとされるが、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。

2月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、高い伸びを示した1月からほぼ変わらずとなった。インフレ率の鈍化と労働市場の堅調さが継続することへの信頼感が背景にある。また、1年先期待インフレ率は0.1ポイント上昇の3.0%、長期期待インフレ率は変わらずの2.9%となった。もともと、コロナ禍以前の長期期待インフレ率は2.2~2.6%で推移していたため、足元の数値は依然としてやや高いといえる。

(20年2月=100)

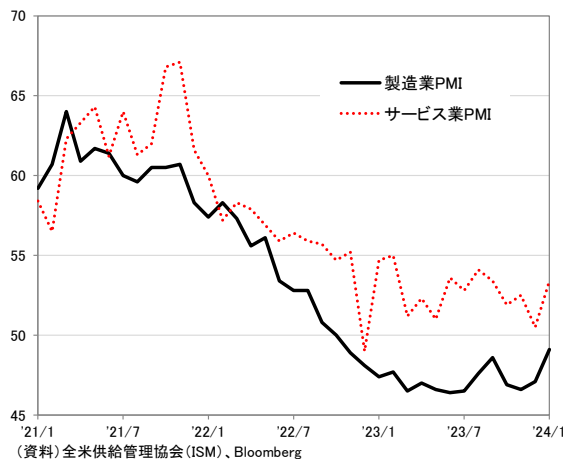
図表4 個人消費支出の推移



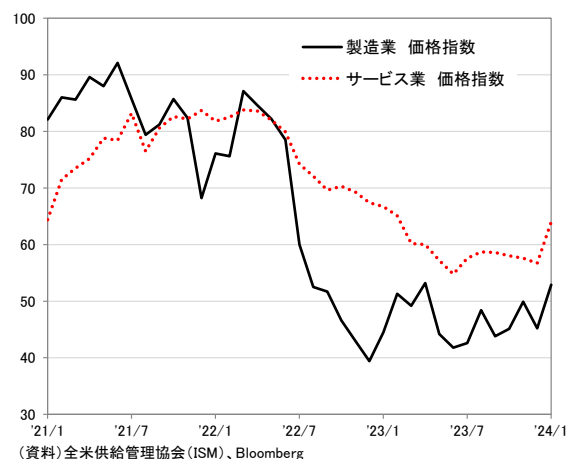
価格指数の上昇がみられた ISM 指数

ISM 指数を確認すると、1 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 2.0 ポイント上昇の 49.1%と 15 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 2.9 ポイント上昇の 53.4%と 13 か月連続で拡大傾向を保っている。なお、サービス業 PMI 雇用指数は 50.5%と 2 か月ぶりに拡大傾向を示した。また、製造業、サービス業の価格指数はそれぞれ 52.9%、64.0%と 1 月はいずれも上昇傾向となった。

図表5 ISM景況感指数の推移



図表6 ISM価格指数



下げ渋りが続くインフレ率

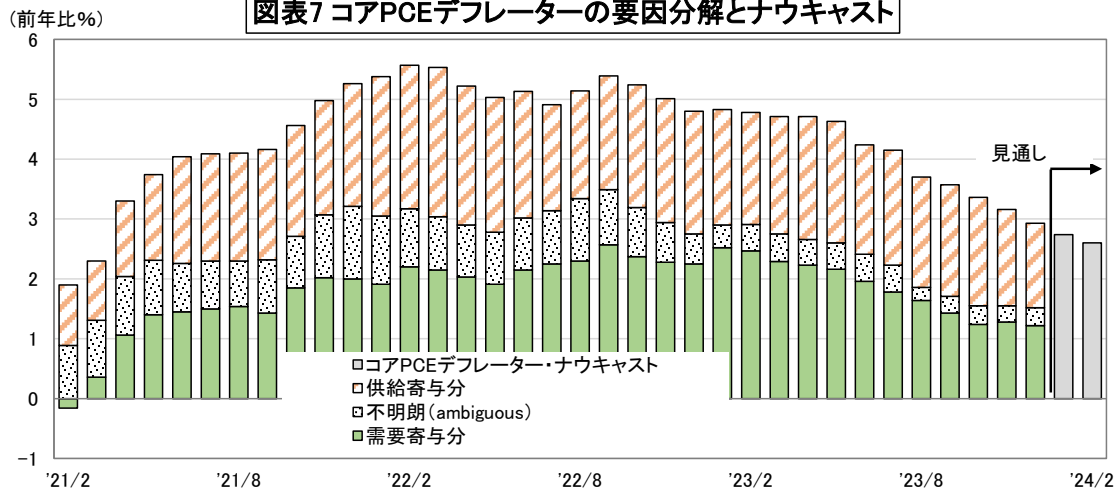
インフレ率をみると、12 月のコア PCE デフレーターは前年比 2.9%（前月比は 0.2%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 3.3%と鈍化した。また、サンフランシスコ連銀による前年比での要因分解をみると、需要要因の抑制も進展していることがうかがえる。

しかしながら 1 月 CPI は多くの項目で 12 月から加速し、総

合は前年比 3.1%（前月比は 0.3%）、食料とエネルギーを除くコアは同 3.9%（同 0.4%）となった。エネルギーを除いたコアサービスの上昇率が前月比 0.7%と高く、内訳をみると住宅費は同 0.6%、移送サービスは同 1.0%、医療サービスは同 0.7%といずれも加速した。

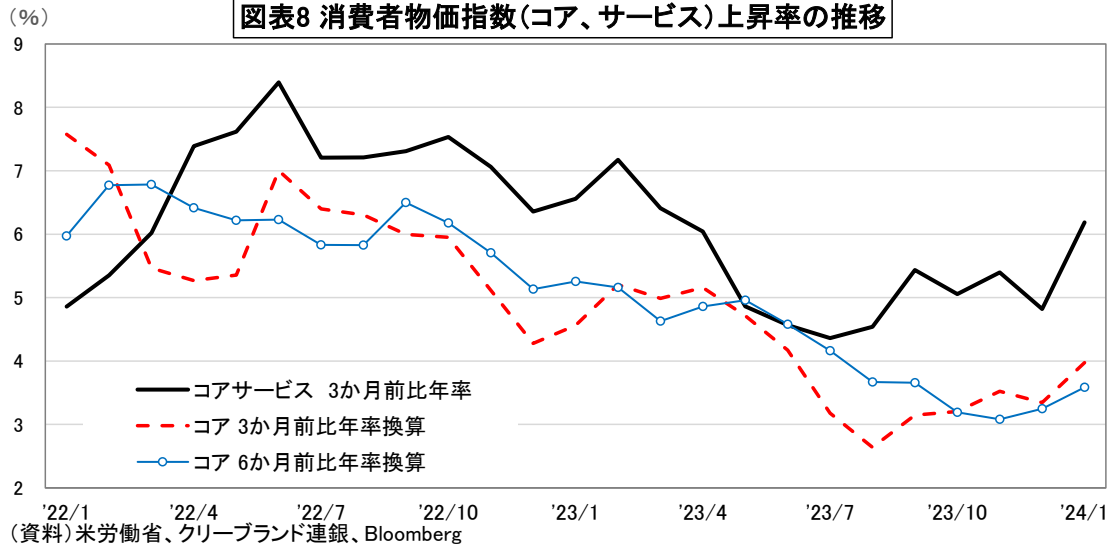
全体としては、1 月 CPI が再加速したことから、足元ではインフレ率が抑制されているとは言い切れない状況に逆戻りしている。

図表7 コアPCEデフレーター要因分解とナウキャスト



（資料）サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

図表8 消費者物価指数（コア、サービス）上昇率の推移



（資料）米労働省、クリーブランド連銀、Bloomberg

時期尚早な利下げの リスクを指摘した1月 FOMC 議事要旨

2 月 21 日に公表された 1 月 FOMC の議事要旨では、金融引き締めが必要な期間についての不確実性についての議論があり、大半の FOMC 参加者が時期尚早な利下げに関するリスクを指摘したことが明らかとなった。また、バランスシートの縮小ペー

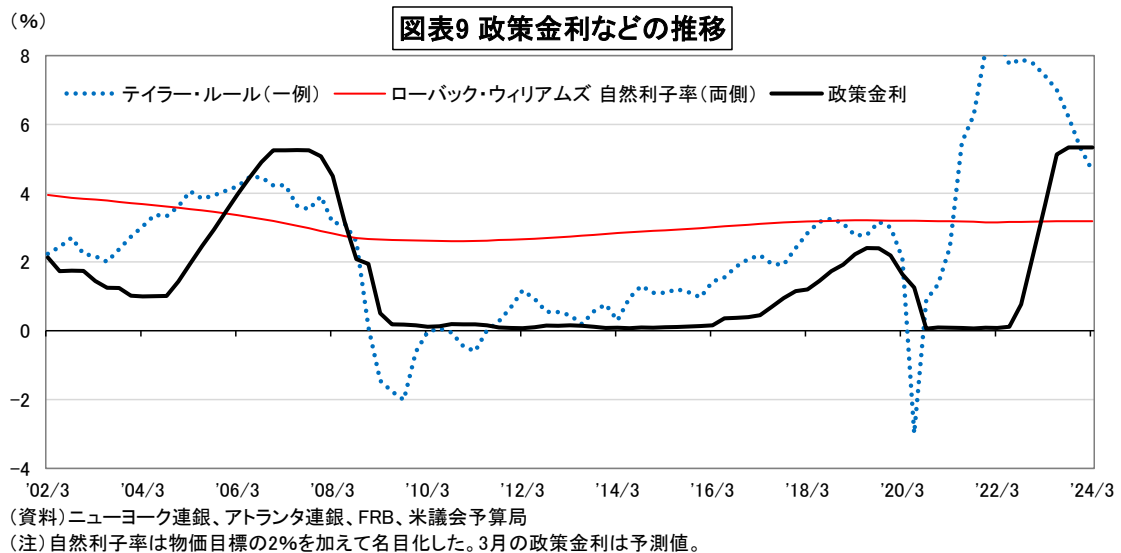
景気の先行き：ソフトランディング見通し

スを鈍化させる点については、3月FOMC（19、20日）に掘り下げた議論を開始することが適切との言及がみられた。

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ことなどから、金融引き締めをしばらく継続する必要があるとみられる。1月CPIが上振れたこともあり、利下げは景気見通しが公表される6月FOMC（11、12日）より開始されるのではないかと、引き続き予想する。

景気の先行きについては減速が予想されるが、必要に応じて利下げを開始することで、景気の軟着陸（＝ソフトランディング）を達成できる可能性は十分あるといえるだろう。

なお、足元では商業用不動産向け融資の不良債権化に対する警戒感が強まっている。この点について、バーFRB副議長（金融規制担当）は16日、多額の含み損を抱える銀行に対する追加的な検査を実施しており、早急に対応できるよう状況を注視していると述べた。また、3月1日に期限を迎える連邦政府のつなぎ予算について、新しいつなぎ予算が間に合わず、一部の政府機関が閉鎖に追い込まれる可能性も指摘されつつある。

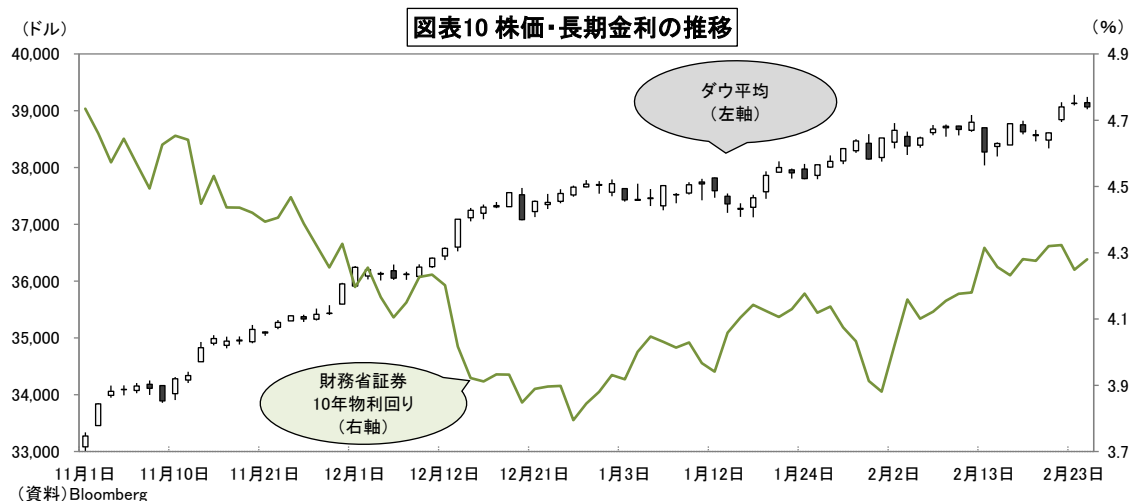


長期金利：低下基調再開は時間を要する

最後に市場の動きを確認すると債券市場では11月入り後、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、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長期金利（10年債利回り）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は継続し、12月初めから1月初めにかけて4%を下回って推移した。1月半ば以降は、堅調な経済指標や利下げ観測をけん制する FOMC 参加者の発言などを受け利回りは上昇した。1月31日は1月 FOMC を受けて 12bp の低下となり、2月1日は米地銀の商業用不動産向け融資問題への懸念から 3.88%まで金利は一旦低下したが、2日は雇用統計が予想外に堅調だったことから 14bp の急上昇となるなど変動幅の大きい展開となった。以降は、FOMC 参加者から利下げを急がない姿勢が繰り返し示されるなか、1月 CPI（13日）が上振れたこともあり利回りは緩やかに上昇して推移している。

先行きについては、長期金利の低下基調再開には FOMC 参加者の一段とハト派色の強い発言が不可欠と思われるが、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、引き続き、金利低下再開にはしばらく時間がかかると予想する。



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、1月前半にかけて 37,000 ドル半ばでの推移となった。その後も、ハイテク株や人工知能関連銘柄を中心に買いが続いた。2月21日取引終了後に GPU 業界大手のエヌビディアが好決算を発表し、人工知能関連向け半導体の需要が強いことが確認されると、22、23日のダウ平均と S&P500 はいずれも最高値を更新した。

先行きについては、利下げが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、24年にかけて S&P500 構成銘柄については前年比 10%前後の増益が予想され

していることなどから引き続き底堅い展開を予想する。

(24. 2. 26 現在)