

# 経済金融 ウォッチ

2024年4月号

国内	.....	1
米国	.....	11



## 日本銀行は異次元緩和を終了、「普通」の金融緩和へ ～24年春闘は堅調だった23年をさらに上回る勢い～

南 武志

### 要旨

2024年入り後の国内景気は、引き続きインバウンド需要は堅調に推移しているものの、自動車的大幅減産や輸出の悪化などもあり、総じて弱含んでいる。23年10～12月期の経済成長率は上方修正されて2期連続のマイナスを免れたものの、24年1～3月期は再びマイナスに陥る可能性が高い。

日銀は、かねてから重視してきた「24年春闘」が堅調なスタートを切ったことから、経済・物価の好循環が強まり、物価安定目標である「2%」の達成が見通せる状況に至ったと判断、11年間続けた異次元緩和を終了し、今後は短期金利の誘導を政策手段とする「普通の金融政策」に移行することを決定した。金融市場はこの動きを概ね歓迎、事前に織り込まれていたこともあり、ほぼ無風で通過した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2024年				2025年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.077	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.25	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1450	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.50	
国債利回り	20年債 (%)	1.500	1.40～1.85	1.40～1.85	1.40～1.85	1.50～2.00
	10年債 (%)	0.725	0.50～0.95	0.50～1.00	0.55～1.05	0.55～1.10
	5年債 (%)	0.380	0.15～0.55	0.20～0.60	0.25～0.65	0.25～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	151.3	135～155	130～150	130～150	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.7	150～170	145～165	145～165	145～165
日経平均株価 (円)	40,414	40,000±3,000	40,500±3,000	41,000±3,000	41,500±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2024年3月25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。

### 好調な春闘を材料 に日本銀行は異次元 緩和を終了

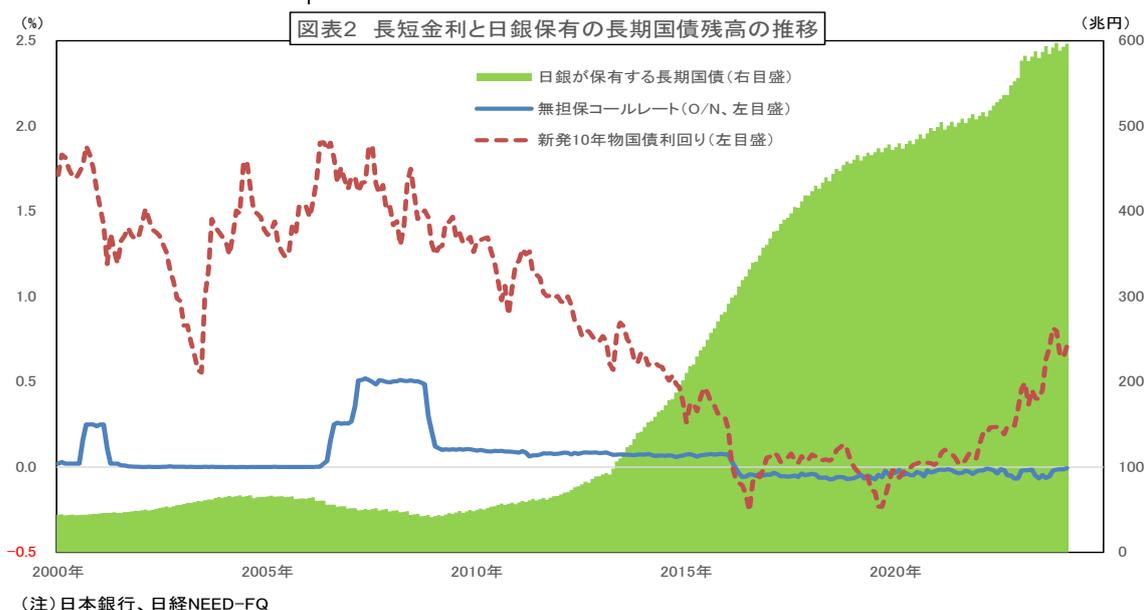
2023年4月に植田日銀が発足して以降、14年4月に開始された異次元の金融緩和をいつ、どのように幕引きをするのか、注目されてきた。植田総裁が就任する直前(23年1月)に全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)の前年比上昇率は4.2%まで高まるなど、既に日銀が設定した物価安定の目標である2%を上回って推移していた。しかし、賃金の上昇を伴う形での、持続的・安定的な2%の物価上昇の実現はまだ見通せないとの判断から、これまでは大規模緩和を粘り強く続ける姿勢を続けてきた。

こうしたなか、金融政策の先行きを占う上で24年春闘の動向に注目が集まっていた。23年春闘では30年ぶりの高い賃上

げが実現したが、24年春闘も政労使が揃って賃上げ実現を目指す異例の展開となっていた。その甲斐あって、3月15日の大手企業の集中回答日には満額回答が相次ぎ、日本労働組合総連合会（連合）が公表した第1回集計では5.28%（平均賃金方式）と、23年最終集計（3.58%）を大幅に上回る33年ぶりの高い伸びとなった（第2回集計でも5.25%と高い伸びを維持）。

このように賃上げの機運が高まっていることを確認した日銀は3月18～19日に開催した金融政策決定会合において、「賃金と物価の好循環を確認し、先行き、「展望レポート」の見通し期間終盤にかけて、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」とし、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策の解除を決定、無担保コールレート（0/N）を「0～0.1%程度」に誘導することとした。なお、大量の超過準備預金が存在していることもあり、日銀当座預金（除く所要準備額相当部分）に対して0.1%の付利を適用することとなった。

資産買い入れ方針に関しては、長期国債の買い入れ額はこれまでと概ね同程度（月6兆円程度）とした一方で、急激な金利上昇時には機動的に買い入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施することとした。半面、ETFおよびJ-REITについては新規の買い入れを終了し、CP等および社債等については段階的に買い入れ額を減額、1年後をめどに買い入れを終了することとした。

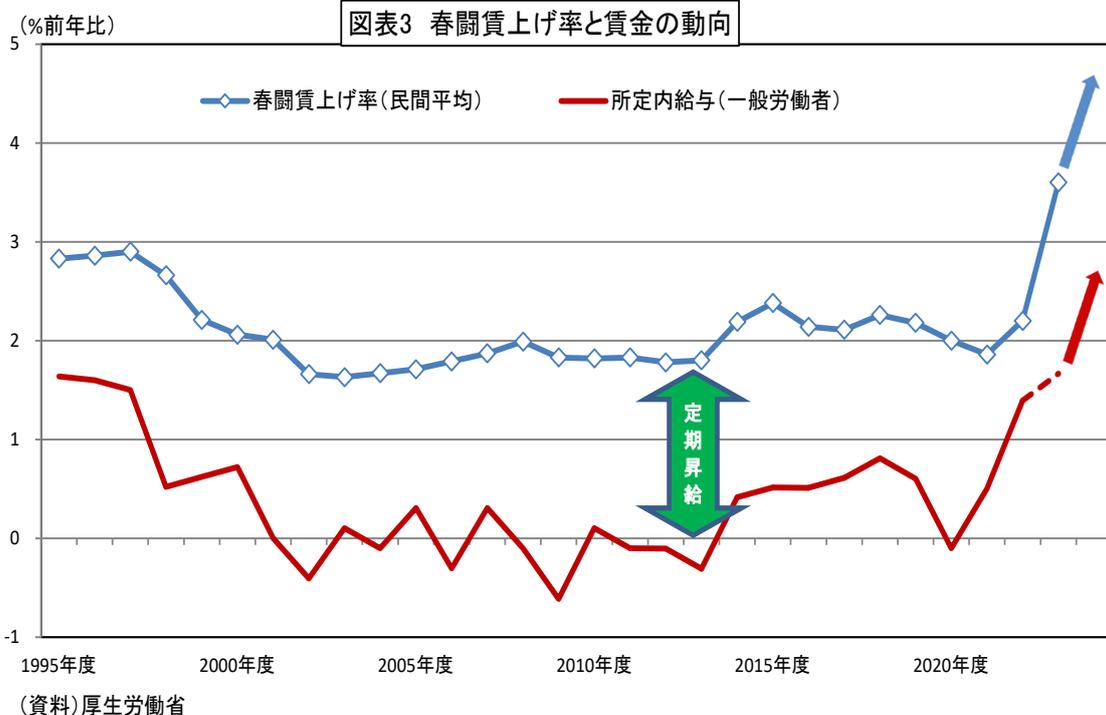


**金融政策：今しばらくはゼロ金利が続くと予想**

植田総裁は、今後は短期金利の誘導を通じて、物価の安定や持続的な経済成長を促す「普通の金融政策」を行う考えを表明している。そして「次の一手」である利上げがいつ行われるのか、その条件は何か、に焦点が移っている。声明文では「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続する」との考えを示していることから、経済・物価データが見通しに対してどう推移しているかを見定めながら、ということになる。後述の通り、1～3月期はマイナス成長となる可能性が高いこと、欧米経済の減速基調が続く可能性があること等を踏まえると、経済・物価が予想を上振れて推移する可能性は当面薄いだろう。しばらくゼロ金利が続くと思われる。

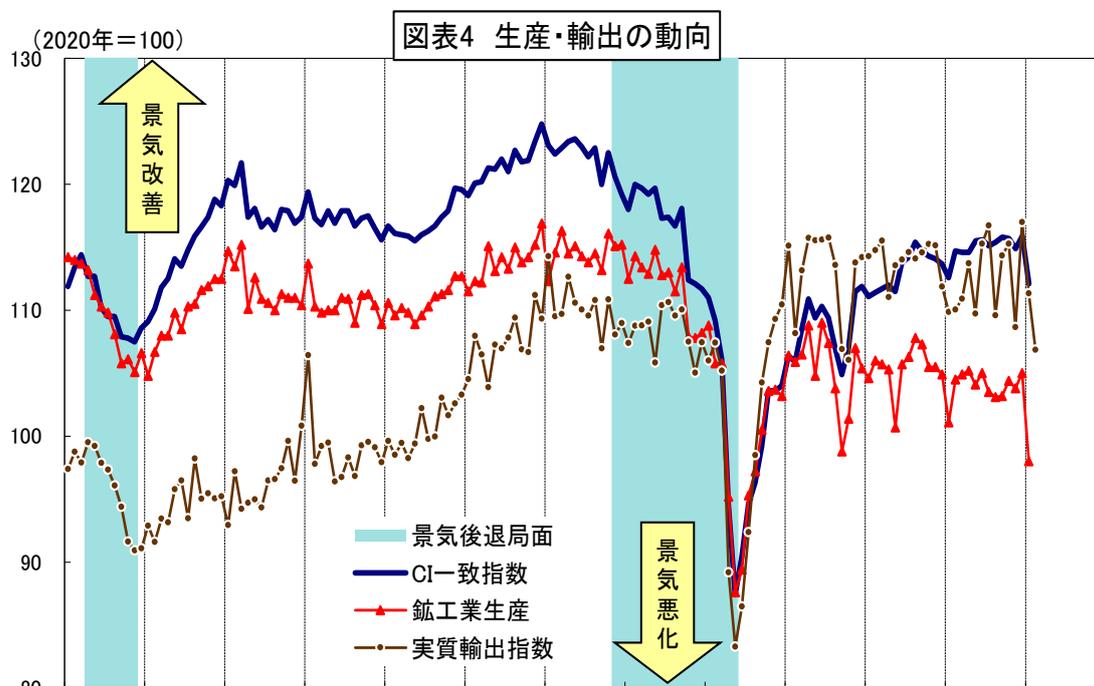
途中経過とはいえ、24年春闘が予想を大きく上回っていることを踏まえると、実質賃金の目減り状態はじきに解消され、消費の持ち直しが強まる可能性もある。そのあたりの状況が確認できれば、次の利上げが現実味を帯びてくるだろう。

とはいえ、「賃上げの機運」が日本で本当に定着したのかについてはまだ不透明性が高い。企業単位で交渉をする日本の賃金交渉スタイルでは、結果が企業業績に左右される部分が少なくない。業績が悪化した際も物価 2%を維持できるだけのベースアップを企業が容認するのか、甚だ疑問である。



**10～12 月期はプラス成長へ上方修正されたが…**

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GDP第2次速報(2次QE)によると、経済成長率は前期比年率0.4%と3期ぶりのプラスに上方修正された(1次QEでは同▲0.4%)。法人企業統計季報にて設備投資額(含むソフトウェア)が前期比10.4%と激増したことが背景にあるが、資本財出荷(国内向け)などの月次指標の動きとは乖離があり、若干の違和感があることは否めない。とはいえ、落ち込んだ7～9月期(前期比年率▲3.2%)からのリバウンドは見られず、かつ民間消費は3期連続の減少であるなど、国内景気の回復力は鈍いことを改めて意識させる数字でもあった。



**自動車減産、輸出減の影響で 24 年入り後の国内景気は弱含み**

月次経済指標に目を転じると、1月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲3.8ポイントと2か月ぶりかつ大幅に悪化、これに基づく基調判断は「足踏み」へ下方修正された。1月の鉱工業生産は前月比▲6.7%と大幅な低下となり、基調判断も「一進一退ながらも弱含み」へ下方修正されたが、認証不正問題による自動車減産の影響が出たとみられる。さらに、2月の実質輸出指数(日本銀行試算)も前月比▲4.0%と2か月連続で低下した。また、1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は同▲1.7%と2か月ぶりに減少、内閣府の基調判断は「足踏みがみられる」から「足元は弱含んでいる」へ下方修正された。

## 物価高の影響で消費回復ペースは鈍い

消費関連指標も相変わらず弱い動きが続いている。1月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比▲0.2%と3か月連続の低下であった。一方、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同0.3%と2か月ぶりに上昇したが、大幅に落ち込んだ12月（同▲1.5%）からの戻りは鈍い。23年を通じて下支えした自動車などの耐久財の悪化が目立っている。ちなみに、2月の乗用車販売台数（含む軽）は2か月連続で前年比割れとなっており、23年平均を15%ほど下回っている。

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。1月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.0%へ上昇率を高めたものの、物価変動を考慮した実質賃金は前年比▲0.6%と22か月連続での減少であり、消費の本格回復を阻害している。

## 経済見通し：24年半ば以降、国内景気は回復傾向を強めると予想

以下、先行きの国内景気を展望したい。世界経済は、欧米地域では金融引き締めによる成長鈍化は不可避であるほか、中国経済も不動産問題を抱えている影響もあり、当面は低調さが残ると見込まれる。それゆえ、輸出が日本経済の牽引役となるのは難しいだろう。

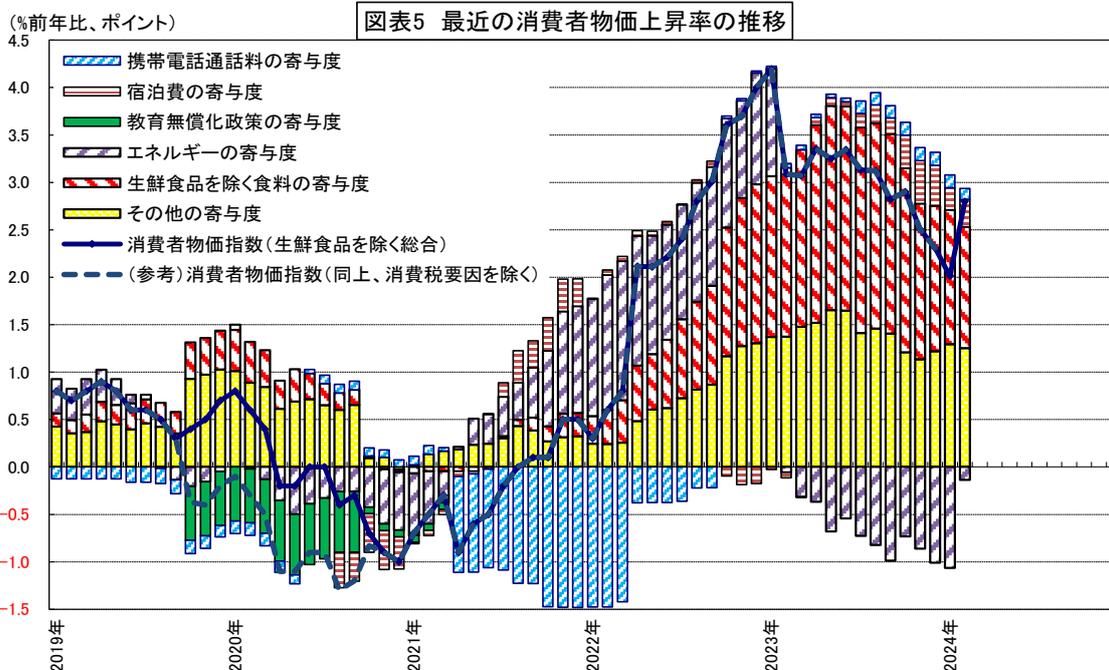
一方、冒頭でも触れた24年春闘の動向は、低迷が続く消費動向にも少なからぬ影響を与えるとみられる。前述の通り、足元では賃金上昇が物価高に追いついていない状況であるが、24年春闘は想定を大きく上回ったほか、6月には所得税・住民税減税（1人当たり4万円）の還付が始まることもあり、24年度入り後の消費は持ち直しに転じる可能性が高まっている。24年前半にかけて国内景気に鈍さは残るが、その後は回復傾向が徐々に強まっていくと予想する。

## 物価動向：24年度前半にかけて2%台半ばで下げ渋ると予想

2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2.8%と、同2.0%まで鈍化した1月分から大きく上昇率が拡大した。23年2月に導入された電気・都市ガス代の負担軽減策が一巡し、エネルギーの下落率が大幅に縮小した（1月：前年比▲12.1%→2月：同▲1.7%）ことが、物価上昇率全体を0.93ポイント押し上げた格好となっている。一方で、23年にかけての物価高騰の主役であった食料は値上げ圧力が緩和しつつあることも見て取れる。

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%前後で推移するなど、上昇が続いている。ただし、インバウンド需要の急増に伴う宿泊料の大幅値上げがサービス価格交渉の主因であり、それ以外の一般サービスにおいて上昇が加速している様子は確認されていない。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

先行きについては、足元で円安が進行したとはいえ、輸入インフレ自体は沈静化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趨勢的に弱まっていくとみられる。政府の物価高対策によってエネルギー価格は抑制されているが、期限を迎える4月で停止された場合、物価上昇率全体を0.8ポイントほど押し上げる可能性もある。折角の賃上げの効果を相殺しかねないことから、5月以降も延長される可能性が高いだろう。

一方で、国際送料が再び上昇傾向となっているほか、「2024年問題」によって物流コストが上昇する可能性がある。また、サービス分野で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%台半ばで下げ渋る展開が予想される。

引き続き、日米の金融政策を巡る思惑が金融市場を動かした。日本ではマイナス金利政策解除後も当面は緩和的な金融環境が続く一方、米国ではインフレ再加速の兆しが散見され、日米金利差はなかなか縮小に転じないとの見方が強まった。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

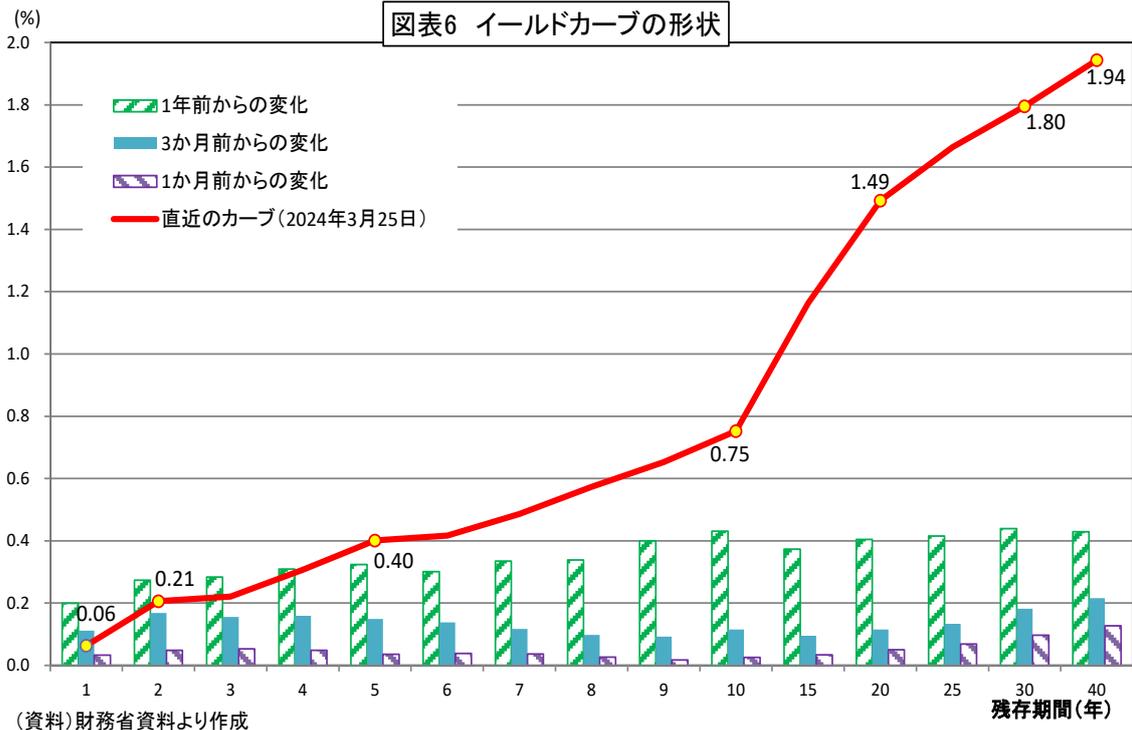
**マイナス金利政策  
解除をほぼ無風で  
通過**

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**

日銀から物価 2%を持続的・安定的に達成する確度は少しずつ高まっているとの発言が相次いだほか、マイナス金利政策解除後の政策運営についての発言も出るなど、1月以降、早ければ3月にも金融政策が正常化されるとの観測が強まった。ただし、長期国債の買い入れペースは当面維持されるとの見方も根強く、長期金利（新発10年物国債利回り）は3月初めにかけて概ね0.7%台前半で安定推移した。

その後、3月会合が迫ると、短期ゾーン主導で金利上昇圧力が高まり、長期金利も0.8%に迫る場面もあった。しかし、異次元緩和終了後も緩和的な運営が続くとの見方が改めて強まり、直近の長期金利は再び0.7%台前半に低下した。



**しばらく現状水準  
でのみ合い継続**

繰り返しになるが、日銀は緩和的な金融環境を維持すると述べているほか、異次元緩和前とほぼ同程度（月6兆円）の国債買い入れを継続すること、さらに海外からの金利上昇圧力は概ね解消していることから、国内で金利上昇圧力が大きく高まる事態は当面想定されない。賃金と物価の好循環が一段と強まり、次の利上げが意識されるまでは0.7~0.8%を中心レンジとし

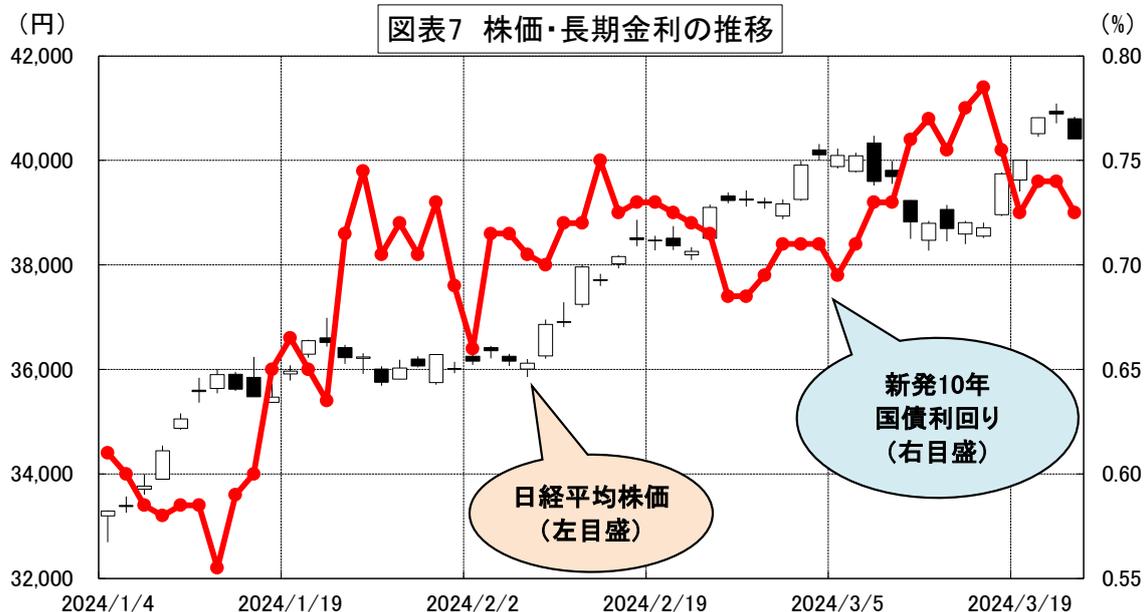
## 消費回復期待から 株価は底堅く推移 すると予想

たもみ合いが続くだろう。

### ② 株式市場

24年入り後の株式市場は、大発会こそ能登半島地震への警戒などから下落したが、その後は海外投資家主導で国内株価は急騰した。企業活動は総じて冴えないものの、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いる。また、円安圧力が根強く、価格転嫁も進展しており、国内企業の業績は好調である。加えて、本来は金利コストの負担増につながるマイナス金利政策の解除なども、日本経済が正常化に向かっている証拠だと歓迎する向きもある。さらに、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の見方が根強い。

24年春闘の堅調な内容は、先行きの消費活性化を牽引するとみられ、出遅れ感のある内需関連株や中小型株への物色が強まっていくことも予想される。米国の利下げ転換が円高シフトを促すリスクもあるものの、国内株価はしばらく底堅く推移すると思われる。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

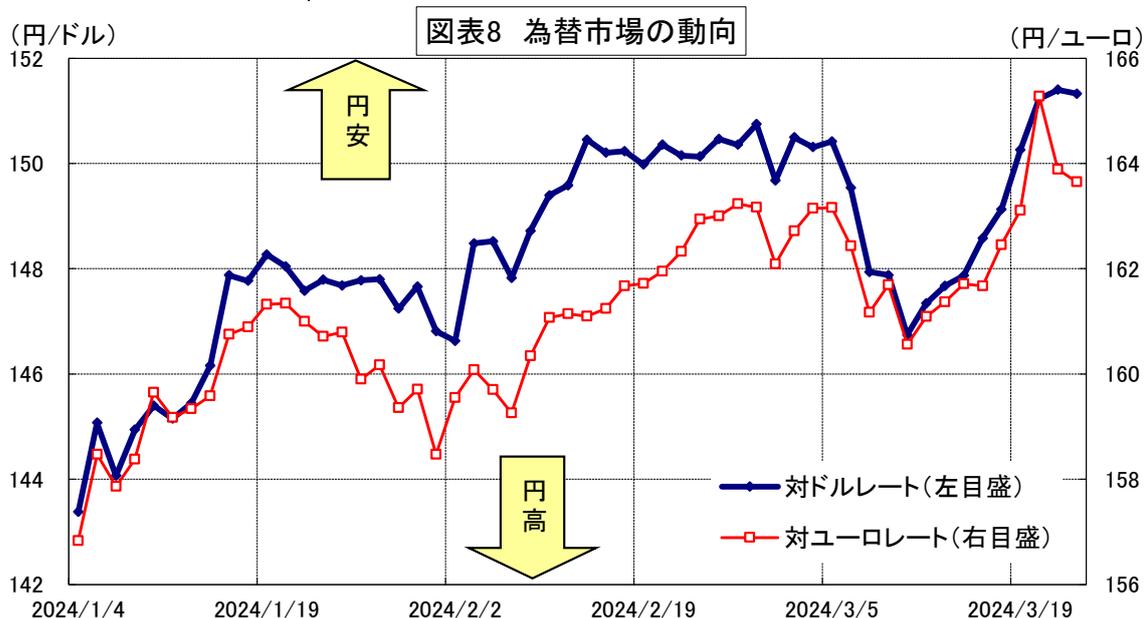
## 改めて日米金利差 が意識され、円安 進む

### ③ 外国為替市場

24年入り後、米国経済の底堅さを示す経済指標が多く公表されたことに加え、政策正常化が意識され始めた日銀もしばらく緩和的な金融環境を続けるとの見方が強まったことから、再び

円安圧力が高まった。23 年末には 1 ドル=140 円近くだったドル円レートは、2 月中旬以降は 150 円台での推移が続いた。3 月に入ると、日銀の金融政策正常化が現実味を帯びてきたことから、一旦 146 円台まで円高方向に戻したものの、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方が改めて意識され、足元は 151 円台まで円安が進んでいる。

当面は日米金利差が意識され、円安状態が続くと予想される。しかし、年央には米国が利下げに転じるとみられることから、円安が一段と進行する余地は小さいだろう。



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

### 対ユーロでも円安 継続

足元のインフレ圧力が緩和してきたとはいえ、日本とは状況が異なり、欧州中央銀行 (ECB) は賃金・物価スパイラルへの警戒が根強く、早期利下げには慎重である。そのため、日欧金利差もまたなかなか縮小しないとの観測から、24 年入り後は再びユーロ高が進み、2 月下旬から 3 月上旬にかけて 1 ユーロ=163 円前後で推移した。日銀のマイナス金利政策の解除観測が高まった 3 月中旬にかけては一旦 160 円近くまで円高方向に戻したが、終了後は改めて金利差の存在が意識され、164 円台までユーロ高が進んだ。

とはいえ、ユーロ圏の景気は低調であり、ECB に対する利下げ期待は強い。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と思われる。  
(24. 3. 26 現在)

## インフレ指標の上振れが続く

### ～24年内3回利下げ見通しを維持した3月FOMC～

佐古 佳史

#### 要旨

1、2月の経済指標からは、労働市場の需給緩和が進展したことが確認できる。一方で、インフレ率は再加速しており、高インフレ環境に逆戻りしつつあるように見える。

3月19、20日にかけて行われた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。また、24年内3回利下げ見通しが維持された。もっとも、今後わずかにインフレ率が上振れるだけでも24年内の利下げが2回以下になる可能性が示唆されたと考えるべきだろう。

#### 24年会計年度予算 がようやく成立

バイデン米大統領は7日、米連邦議会で一般教書演説を行った。内容としては、民主主義や人権擁護の重要性や各地域での停戦の必要性を訴えつつ、11月の米大統領選を見据えてトランプ候補への非難や自身の年齢に対する発言などが含まれた。

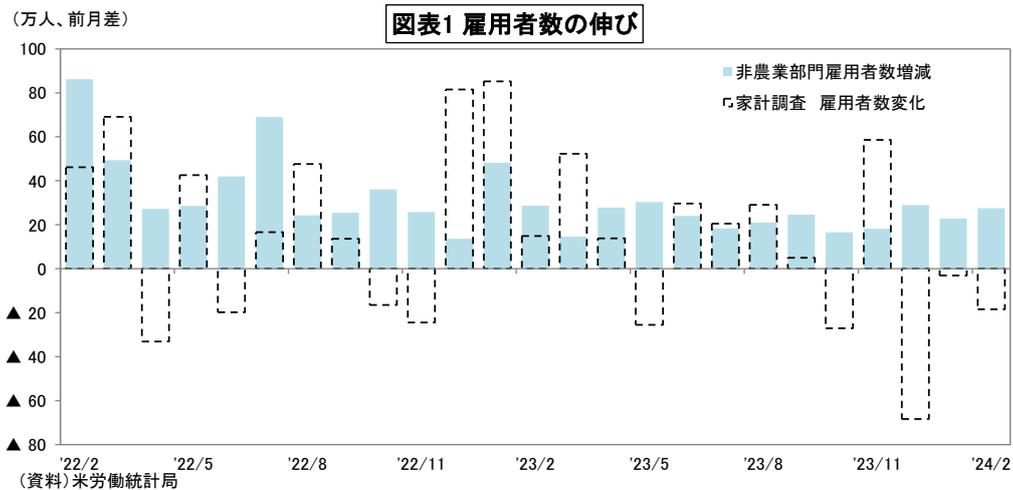
その後23日には、大統領が1.2兆ドルの24年会計年度（23年10月～24年9月）予算案に署名し、ようやく本予算が成立した。これにより、懸念されていた政府機関の一部閉鎖は回避された。なお、本予算には下院での採決が停止されているウクライナ支援は含まれていない。

#### 労働市場の需給緩和 が進展

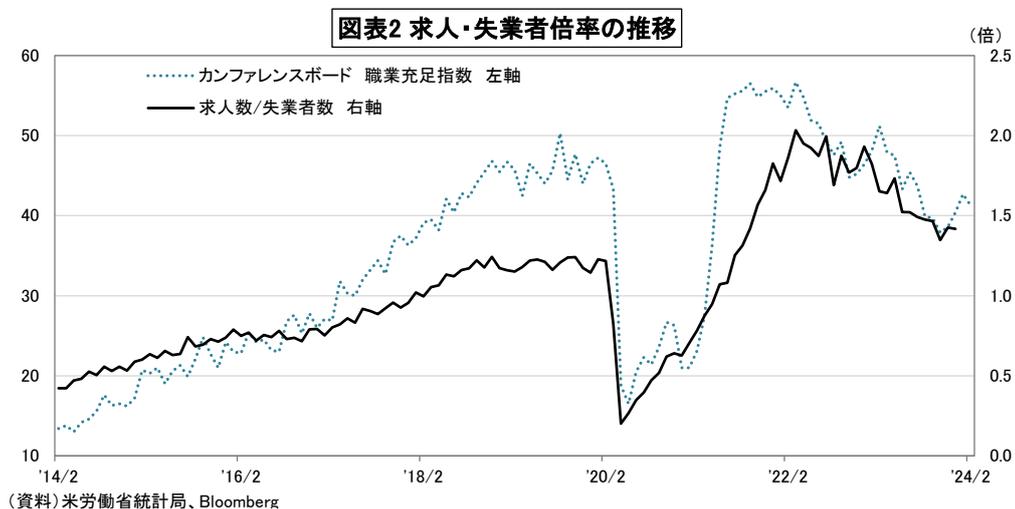
さて、経済指標を確認してみると、2月は労働市場の需給緩和が進展した一方で、インフレ率は下げ渋っている。

2月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から27.5万人増（事業所調査）と速いペースでの雇用増加が維持された。失業率は0.2ポイント上昇し、約2年ぶりの水準となる3.9%となった。失業率の上昇は労働市場の需給緩和が進んでいる証拠と考えてよいだろう。1月の非農業部門雇用者数が12.4万人と大幅に下方修正された。もっとも、足元3か月平均は26.5万人増と雇用拡大ペースは依然として速い。

2月の平均時給は前年比4.3%（前月比0.1%）、生産・非管理職の時給は同4.5%（同0.2%）の上昇といずれも1月から鈍化した。前月比で見れば、2月の賃金上昇率は抑制されている。



1月の求人労働異動調査によると、求人数は886万件と12月からわずかに減少した。また、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))は変わらずの5.3%、自発的な離職率は0.1ポイント低下となる2.1%となった。求人数と失業者数の比率をみると、1月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.42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を示す内容となった。



### 方向感を欠く景況感

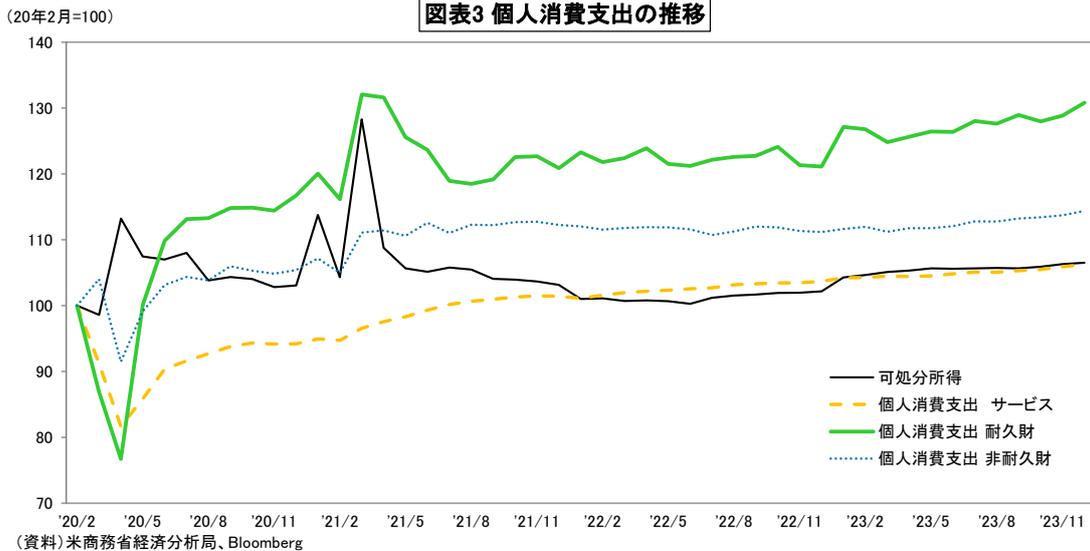
個人消費をみると、1月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲1.1%、サービス消費は同0.4%となり、全体としては同▲0.1%となった。2月の小売売上高は同0.6%と2か月ぶりに増加した。全体としては利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていると思われる。

3月のミシガン大学消費者マインド指数(確報値)は、2月か

らほぼ変わらずとなった。経済が改善または悪化しているとの兆候をあまり消費者が感じていない点が報告された。

また、1年先期待インフレ率と長期期待インフレ率はいずれも変わらずの3.0%、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。

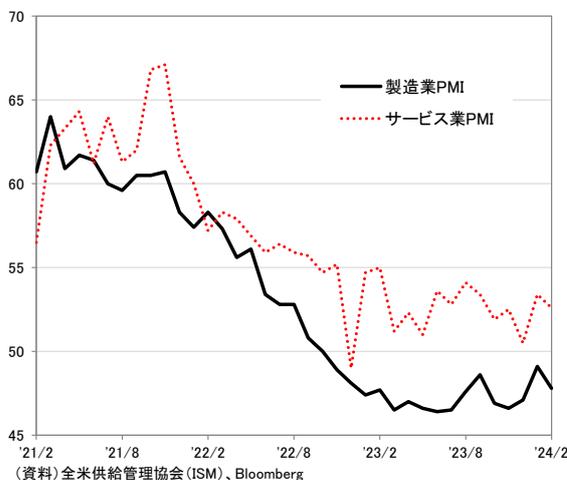
図表3 個人消費支出の推移



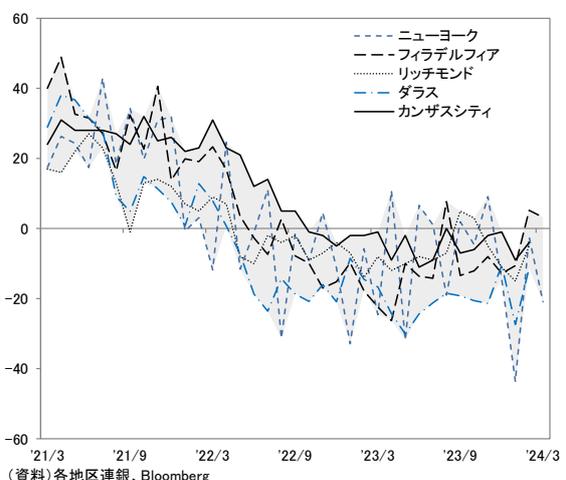
雇用縮小と価格上昇  
がみられた ISM 指数

ISM 指数を確認すると、2月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から1.3ポイント低下の47.8%と16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0.8ポイント低下の52.6%と14か月連続で拡大傾向を保っている。なお2月は、製造業、サービス業とも雇用指数が50%割れとなり縮小傾向、価格指数は50%を上回り上昇傾向を示した。

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

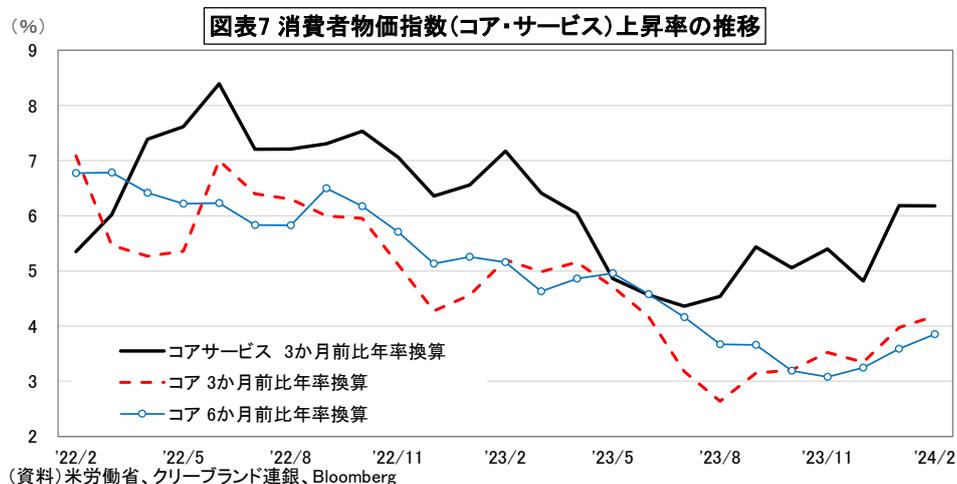
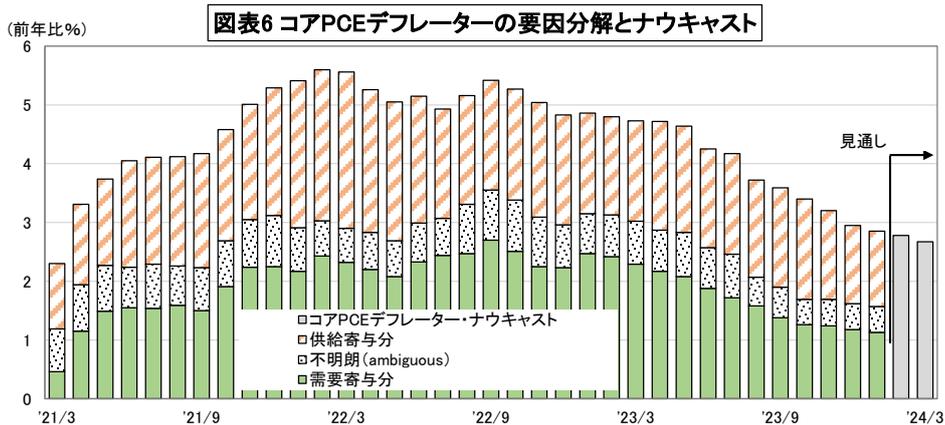


## 高インフレ環境に逆戻りしつつある

インフレ率をみると、1月のコアPCEデフレーターは前年比2.8%（前月比は0.4%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは変わらずの同3.2%となった。なお、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、前年比では需要要因の抑制があまり進展していないようだ。

2月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比3.2%（前月比は0.4%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.8%（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は前月比0.5%と1月（同0.7%）から鈍化した。

コアCPIについて、より足元の動きを確認しやすい1、3、6か月前比（年率換算）を計算すると、それぞれ4.4%、4.2%、3.9%となり、23年末と比べると足元では加速傾向といえる。このため、インフレ率が（PCEデフレーターで計った）2%物価目標に向かっては言い難い。1、2月CPIが再加速したことから、足元では高インフレ環境に逆戻りしつつある。



## 24 年内 3 回利下げ見 通しが維持された 3 月 FOMC

3 月 19、20 日にかけて行われた FOMC（公開連邦市場委員会）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について、4.6%、3.9%、3.1%（いずれも中央値）との予想が示された。前回の見通しが公表された 23 年 12 月 FOMC 時点と比較すると、24 年末時点の政策金利は据え置かれ、24 年内 3 回利下げ見通しが維持されたが、25、26 年末時点については小幅に上方修正された。また、24 年末時点の経済成長率とコアインフレ率の予測値は 0.7 ポイント、0.2 ポイントといずれも上方修正された。全体としては GDP 成長率の大幅な減速や失業率の大幅な上昇を伴わず、26 年以内に 2% 物価目標を達成できる見通しが維持されている。いわゆるソフトランディングシナリオといえるだろう。

図表8 FRB大勢見通し(3月時点)

		2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.0～2.4	1.9～2.3	1.8～2.1	1.7～2.0
	12月時点 (%前年比)	1.2～1.7	1.5～2.0	1.8～2.0	1.7～2.0
失業率	(%)	3.9～4.1	3.9～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
	12月時点 (%)	4.0～4.2	4.0～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.3～2.7	2.1～2.2	2.0～2.1	2.0
	12月時点 (%前年比)	2.2～2.5	2.0～2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.5～2.8	2.1～2.3	2.0～2.1	
	12月時点 (%前年比)	2.4～2.7	2.0～2.2	2.0～2.1	
政策金利	(%)	4.6～5.1	3.4～4.1	2.6～3.4	2.5～3.1
	12月時点 (%)	4.4～4.9	3.1～3.9	2.5～3.1	2.5～3.0

(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。

## 24 年の利下げ回数 は 2 回以下になる 可能性も

3 月 FOMC は、24 年初のインフレ率が上振れたことで、インフレ率が 2% に向けて抑制されていく道筋から外れたのではないかと懸念があるなかで迎えることとなった。このため、24 年内の利下げ回数が 23 年 12 月 FOMC 時点の 3 回から据え置かれたことは、足元のインフレ率が FRB（連邦準備制度理事会）の想定から逸脱していないことを示した形となり、ハト派的な印

## 景気の先行き：ソフトランディング見通し

## 長期金利：低下基調再開は時間を要する

象を与えた。

一方で、FOMC 参加者の各年末時点での政策金利を記したドットプロットを確認すると、24 年末時点の政策金利を 4.75～5.00%以上と予測する参加者が中央値の人数と同数の 9 人いることが確認された。このため、3 月 FOMC 後に公表されたドットプロットについては、今後わずかにインフレ率が上振れるだけでも 24 年内の利下げが 2 回以下になる可能性が示唆されたと考えるべきだろう。

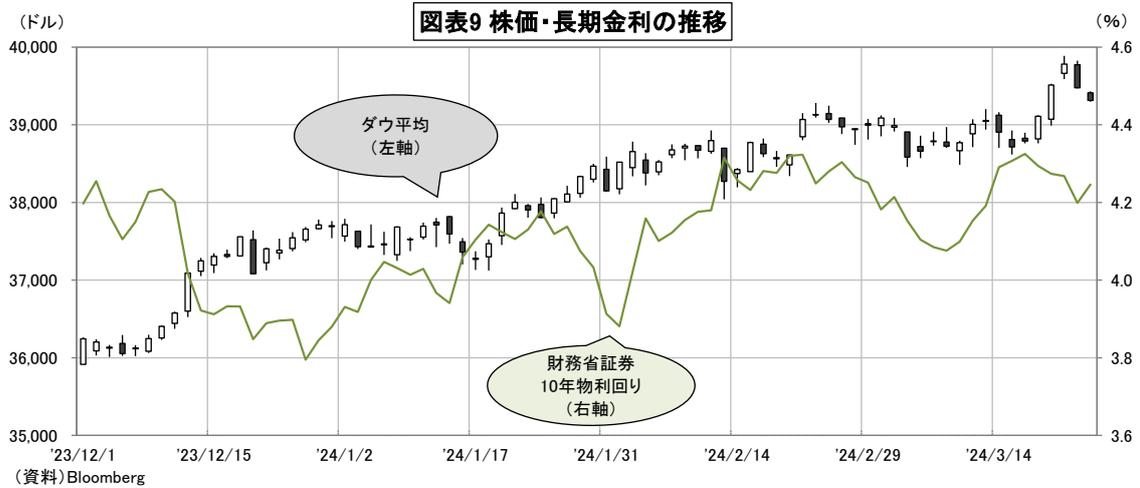
足元ではインフレ率が下げ渋っているため、金融引き締めをしばらく継続する必要があると見られ、利下げ開始は早くとも 6 月 FOMC (11、12 日) からと引き続き予想する。景気の先行きについては減速が予想されるが、必要に応じて利下げを開始することで、景気の軟着陸 (=ソフトランディング) を達成できる可能性は十分あるといえる。

なお、3 月 FOMC 後に公表されたドットプロットにて確認された高めの政策金利が実現する場合でも、米景気が大きく落ち込むことはなさそうだ (詳しくは、経済金融フォーカス 23-08 を参照)。

最後に市場の動きを確認すると債券市場では 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から、米長期金利 (10 年債利回り) は 12 月初めから 1 月初めにかけて 4%を下回って推移した。以降、経済指標や FOMC 参加者の発言、米地銀の商業用不動産向け融資問題などが材料となるなか、変動幅の大きい展開となった。

3 月入り後は、8 日の雇用統計を受けて長期金利は 1 か月ぶりの水準となる 4.04%まで低下する場面もみられた。その後はタカ派的な 3 月 FOMC (19、20 日) が予想されるなかで長期金利は一旦上昇するも、24 年内 3 回の利下げ見通しが維持されたことから再度低下に転じた。

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とインフレ鈍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、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たことや、3月20日は半導体メモリー製造で米最大手のマイクロンテクノロジーが堅調な売上見通しを公表したことなどを背景に、ハイテク株や人工知能関連銘柄を中心に買いが続き、上昇相場をけん引している。

3月FOMCで24年内の3回利下げ見通しが維持されたことも好材料視され、3月21日のダウ平均は39,781.37ドルで最高値を更新した。

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が基本シナリオとして共有されていること、24年にかけてS&P500構成銘柄については前年比10%の増益が予想されていることなどから、引き続き底堅い展開を予想する。

(24.3.25 現在)