

経済金融 ウォッチ

2024年6月号

国内	1
米国	11



1～3 月期は 2 期ぶりのマイナス成長

～ 追加利上げ観測で長期金利は 1% 台まで上昇～

南 武志

要旨

2024 年 1～3 月期の経済成長率は 2 期ぶりのマイナス成長となり、コロナ禍からの回復が順調でないことが改めて確認された。マイナス成長の主因であった「不正認証要因」の剥落で 4～6 月期はプラス成長に戻るとみるが、世界経済の低成長状態が続くほか、物価高が消費回復を阻んでいる状況は変わらず、年度上期中は緩慢な回復にとどまるだろう。

一方、24 年春闘で 33 年ぶりに高い賃上げが実現したほか、6 月の所得税・住民税減税を受けて、所得の伸びは大きく高まるとみられる。ただし、エネルギー価格の高騰が想定される今夏は物価上昇率も再加速するため、実質賃金の目減りは解消されないだろう。秋以降の物価の沈静化でようやく消費抑制要因が解消し、24 年度下期には民間需要が主導する格好で国内景気の回復が本格化すると予想される。

日銀は異次元緩和の解除後もしばらくは緩和的な政策運営を続ける方針を示している。足元では早期の追加利上げ観測が浮上、長期金利には上昇圧力がかかっているが、今回の賃上げが実際に消費回復につながったことを確認するまで利上げは見送られるだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年				2025年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.078	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.30	0.10～0.30
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.1190	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.40	0.10～0.50
国債利回り	20年債 (%)	1.865	1.55～1.95	1.55～1.95	1.60～2.00	1.65～2.05
	10年債 (%)	1.025	0.65～1.10	0.65～1.10	0.70～1.15	0.75～1.20
	5年債 (%)	0.595	0.40～0.65	0.40～0.65	0.50～0.70	0.55～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	156.9	145～165	140～160	135～155	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	170.3	155～175	145～165	145～165	145～165
日経平均株価 (円)		38,900	39,000±3,000	40,000±3,000	41,000±3,000	42,000±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)

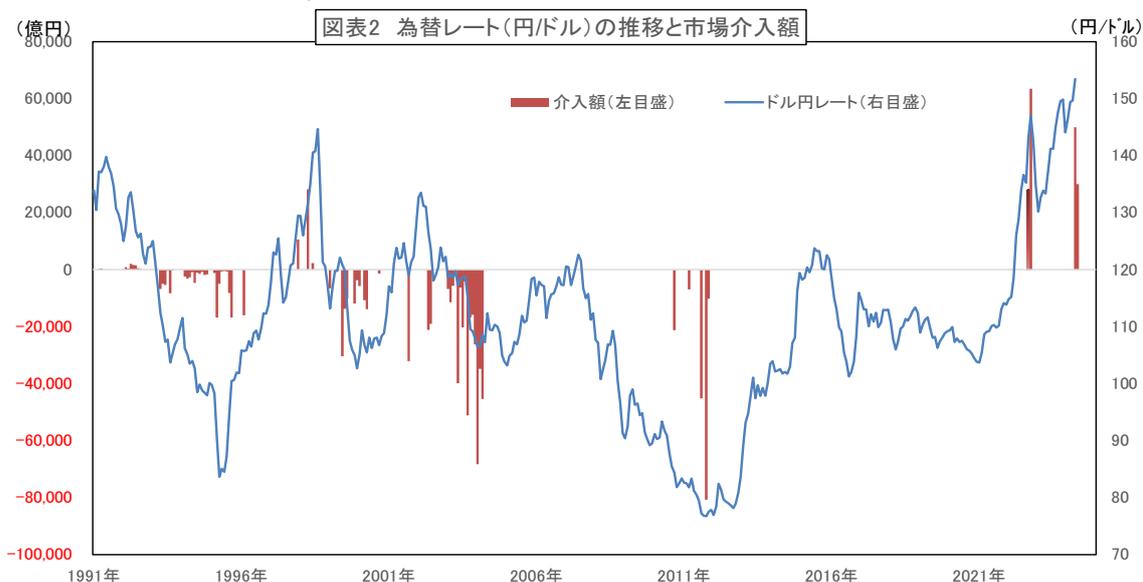
(注)実績は2024年5月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

根強い円安圧力、 22 年秋以来の円買 い介入を実施した 模様

米国内のインフレ再燃への警戒から利下げ時期が想定よりも後ずれするとの観測が強まったこともあり、2024 年入り後に再び円安ドル高が進行した。鈴木財務相、神田財務官らによる度重なる牽制にも関わらず、4 月末には 34 年ぶりに 1 ドル＝160 円台まで円が急落した。そうした背景として、4 月 25～26 日に開催された金融政策決定会合後の記者会見において、植田日銀総裁が今回の円安進行が基調的な物価上昇率に与える影響は無視できる範囲と発言し、マーケットに円安容認と受け取

られたことも指摘されている。こうした円安進行を受け、政府は4月29日と5月2日の2回にわたって総額8~9兆円規模での円買い介入に踏み切ったとみられる（実績値は5月末に公表予定）。加えて、事前予想を下回った米雇用統計（4月）の影響もあり、一時151円台まで円高に戻る動きが見られた。

このように介入直後こそ円安は修正されたが、時間経過とともにじりじりと円安が進行するなど、単独介入の効果は限定的であるのが実情である。



(資料)財務省、Nikkei FQ (注)市場介入額は円買いは黒字方向、円売りは赤字方向。直近の24年4、5月は推計値。

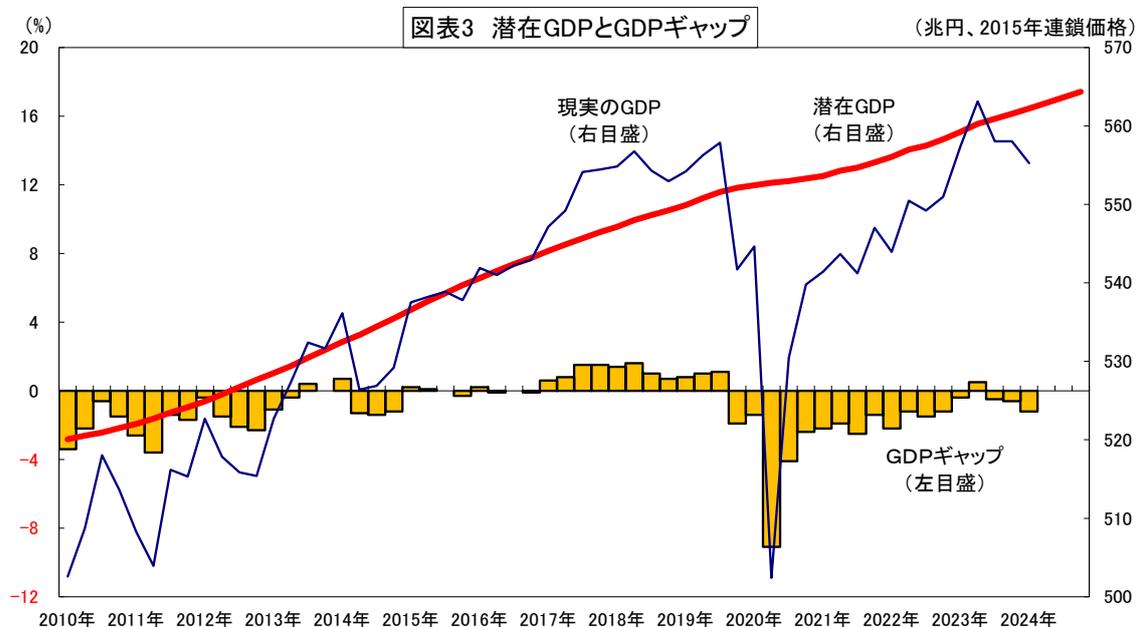
1~3 月期はマイナス成長 (2 期ぶり)

24 年 1~3 月期の実質 GDP は前期比年率▲2.0%と 2 期ぶりのマイナスであった。23 年 5 月のコロナ 5 類移行により、コロナ禍からの持ち直しが期待された民間消費が 4 期連続の減少となったほか、民間最終需要も 2 期ぶりの減少（10~12 月期は前期比 0.03%の微増にとどまる）、さらには前年比成長率も 3 年ぶりにマイナスに転じた。国内景気は「緩やかに回復している」との認識を示す政府や日本銀行の見解とは異なり、この 1 年は頭打ち感の強い展開が続いている。

なお、23 年度の実質成長率は 1.2%と 3 年連続のプラス、かつ潜在成長率（内閣府・日銀では 0.7%程度と推計）を上回った。しかしながら、23 年度の成長率の源泉は「ゲタ (+1.0 ポイント)」と 4~6 月期の高成長（前期比 1.0%）に由来するものであり、7~9 月期以降は概ねマイナス成長となっている点に留意すべきであろう。

一方、名目成長率は微増ながらも前期比年率 0.4%と 2 期連

続のプラスであり、国内の価格転嫁が定着しつつあることの恩恵を受けた格好となった。実際、GDP デフレーターは前期比 0.6%と 6 期連続のプラスだった（前年比も 3.6%と同じく 6 期連続プラス）。



(資料)内閣府、総務省のデータから農林中金総合研究所作成
 (注)潜在GDPの水準は内閣府の試算したGDPギャップ率、潜在成長率などから計算。24年1～3月期は当総研の推計値。

国内景気は足踏み

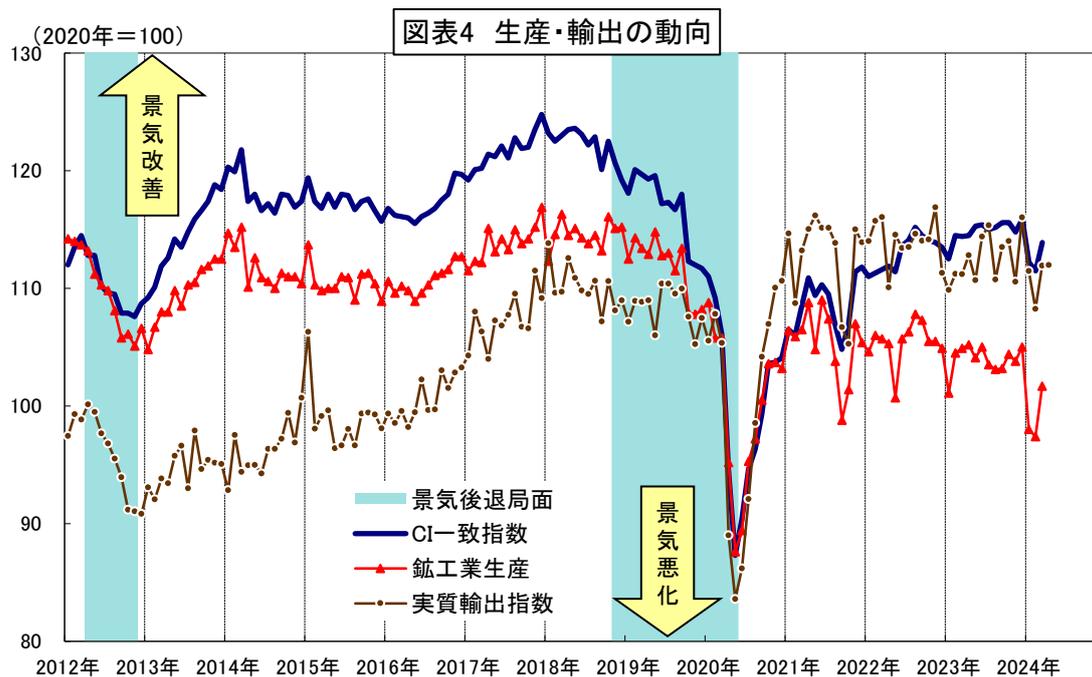
月次経済指標に目を転じると、3月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+2.1ポイントと3か月ぶりに改善したが、1～2月の悪化幅（▲4.4ポイント）からの戻りは限定的で、これに基づく基調判断は景気がピークアウトした可能性を示す「下方への局面変化」で据え置かれた。一方、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数（一致指数）」によれば、3月分は前月から▲0.4ポイントと悪化（2か月ぶり）するなど、動きは鈍い。

また、4月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比0.1%の微増ながらも、2か月連続で上昇、1～3月平均を1.3%上回った。財別にみると「自動車関連」は持ち直したものの、「資本財・部品」は横ばい、それ以外は減少した。地域別には「米国向け」、「EU向け」が持ち直したが、「中国向け」は弱まった。

ソフトデータを確認すると、景気ウォッチャー調査（4月）によれば、景気現状判断DIは2か月連続の悪化、かつ2か月連続で判断基準である50を下回った。内訳をみると、家計動向関連DIは22年8月以来の低水準となったほか、企業動向関

連 DI も製造業の悪化継続で、5 か月ぶりの 50 割れとなった。景気の先行き判断 DI も 2 か月連続で悪化、6 か月ぶりに 50 を割り込んだ。基調判断についても「景気は、緩やかな回復基調が続いているものの、このところ弱さがみられる」へ下方修正された。

一方、改善を示す指標も散見される。au じぶん銀行日本 PMI (5 月) の製造業は 50.5 と 1 年ぶり、サービス業は 53.6 と 21 か月連続で、いずれも判断基準の 50 を上回った。



物価高の影響で消費回復ペースは鈍い

消費関連指標に目を転じると、3月の総消費動向指数 (CTI マクロ、総務省統計局) は前月比▲0.01%の微減ながらも3か月ぶりの低下となった。さらに、実質消費活動指数 (旅行収支調整済、日本銀行) も同▲0.3%と2か月ぶりに低下 (うち実質サービス指数も4か月ぶりの低下) するなど、持ち直しに向けた動きは確認できない。1~3月期には認証不正問題で大幅に悪化した自動車販売台数も、4月分は23年平均を13%ほど下回ったままである。

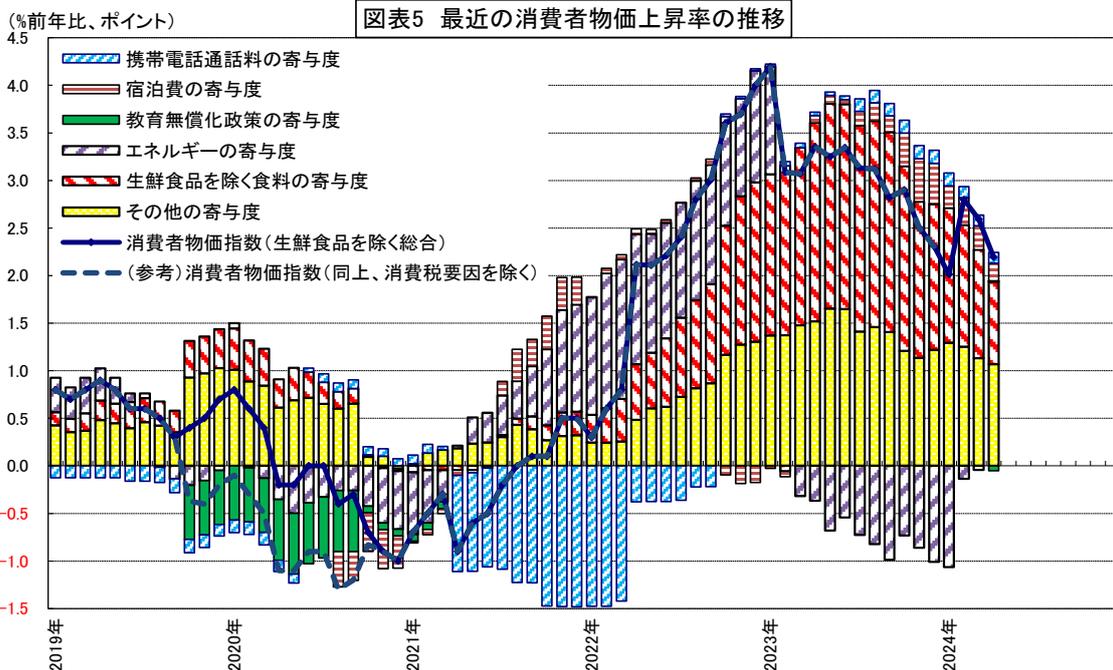
国内の消費の低調さの背景には物価高による実質所得の目減りが消費者の節約志向を強めていることが挙げられている。3月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.0%と増加基調を維持しているものの、物価変動分を差し引いた実質賃金は前年比▲2.1%と24か月連続で減少しており、消費活動

**経済見通し：国内
景気は回復傾向を
強めるのは24年秋
以降と想定**

を抑制している。

以下、今後の国内景気を展望したい。足元4～6月期に関しては、世界経済の低成長状態は続いていることから、輸出は伸び悩むとみられる。一方、33年ぶりに5%台の賃上げが実現した24年春闘を受けて、消費回復への期待が高まっているものの、円安進行や原油高などの影響で物価が下げ渋ることから、実質所得の目減り状態は解消されず、消費回復の勢いは鈍いままだろう。半面、認証不正に関する「自動車」要因の反動増が見込まれるほか、インバウンド需要も堅調に推移するとみられ、経済成長率は2期ぶりのプラスが見込まれる。

なお、6月には所得税・住民税減税が実施されるが、後述の通り、今夏にかけては物価上昇率が再加速することもあり、消費回復ペースが高まるのは物価が沈静化する秋以降にずれ込むだろう。また、24年度下期には欧米地域で利下げ転換が進むほか、中国政府のテコ入れ策などもあって、緩やかながらも世界経済の回復傾向が強まり、輸出、企業設備投資にも波及するとみられる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価動向：物価は
沈静化**

4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2.2%と、2か月連続で鈍化した。エネルギーが15か月ぶりに前年比プラスに転じたものの、食料(生鮮食品を除く)の値上げ圧力が着実に弱まってきたことが背景にある。東京都

エネルギー高の影響 で物価上昇率は再び 3%台へ

区部 CPI (4月) では、東京都による高校授業料無償化政策の影響で物価全体を 0.5 ポイントほど押し下げたが、全国での授業料等の寄与度 (対物価全体の上昇率) は▲0.05 ポイントにとどまった。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合 (コアコア CPI)」も同 2.4% へ鈍化、22 年 9 月以来の低い伸びとなるなど、緩やかながらもインフレ圧力が沈静化していることが確認できた。

先行きについては、円安進行や原油高などによって輸入物価の上昇率が緩やかに上昇し始めているが、22~23 年にかけてみられたような食料、日用品といった財分野の大幅値上げにはつながらないと思われる。一方、電気・都市ガス料金の負担軽減措置が 5 月使用分で半減されて終了すること、5 月から再生可能エネルギー発電促進賦課金単価が大幅に引き上げられること (1kWh 当たり 1 円 40 銭から 3 円 49 銭へ)、さらに最近の円安や原油高などによって、今夏にかけてエネルギーが物価上昇率を大きく押し上げる可能性が高まっている。また、中東情勢の緊迫化などによって国際運輸が再び上昇傾向が強まっているほか、「2024 年問題」で国内の物流コストも上昇しつつある。また、先行きサービス価格に人件費の増加分が価格転嫁されていくことも考えられる。以上を踏まえ、24 年夏場にかけて物価上昇率は再び前年比 3% 台へ高まり、年度下期にかけて 2% 台後半で下げ渋る展開が予想される。

金融政策：年末にも追加利上げの可能性も

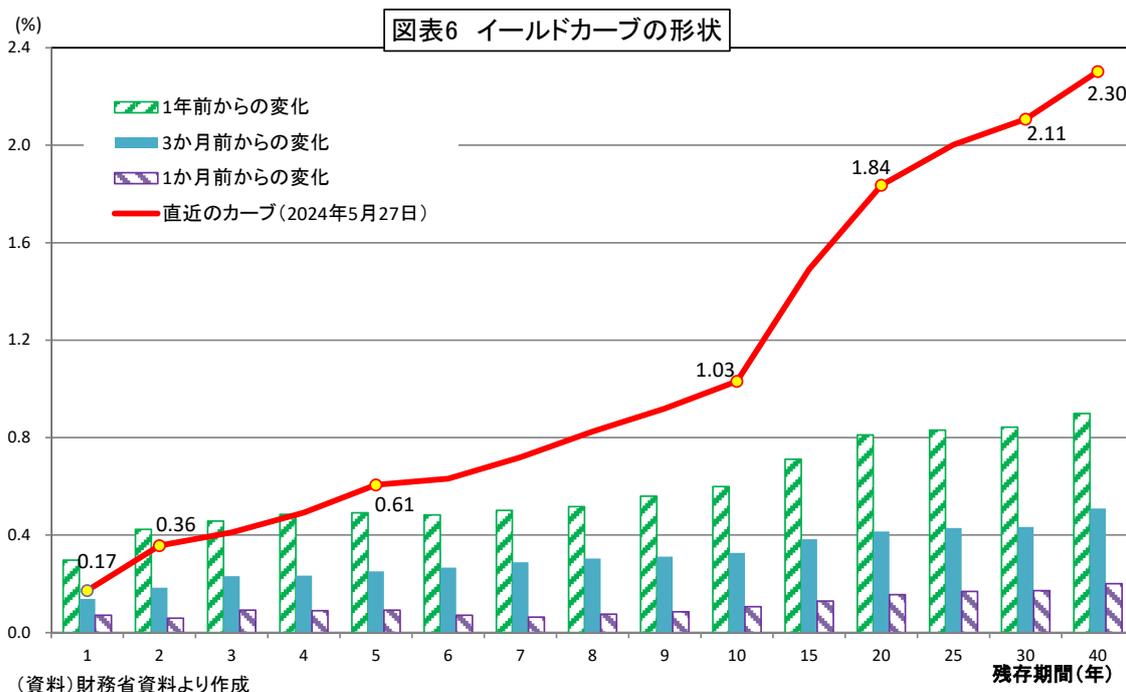
日銀は 4 月の金融政策決定会合において、無担保コールレート (0/N) を「0~0.1% 程度」に誘導 (前回から据え置き) するほか、月 6 兆円程度の長期国債買い入れを継続する方針も決定した。同時に公表した展望レポート (経済・物価情勢の展望) では、景気の先行きについて「海外経済が緩やかに成長していくも、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける」と前回 1 月の見通しを踏襲、24 年度の成長率見通しを 0.8% (前回から下方修正)、25 年度を 1.0% (前回と変わらず)、とした。

また、物価に関しては、「既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する」ものの、「消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇

していくことから、徐々に高まっていく」とし、25、26年度は2%の物価安定目標と概ね整合的な水準で推移するとの見通しを示した。

会合後の記者会見で植田総裁は「基調的な物価上昇率が見通しに沿って2%に向けて上昇していけば、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していく」との方針を示している。また、国債買入れも、どこかの時点で減額ということ視野に入れているとの発言を繰り返しており、金融政策の方向性は引き締めであることは間違いない。

そのタイミングについては、24年春闘の結果や物価情勢の変化を受けて、実質賃金の目減り状態が解消し、消費の持ち直しが明確になるのを確認してからではないかと思われる。早ければ年末あたりには追加利上げが現実味を帯びてくるだろう。



**金融市場：現状・見
通し・注目点**

引き続き、日米の金融政策に関する思惑がマーケットを動かした。4月下旬にかけて米国の利下げ時期が後ズレしたとの観測が高まり、米国金利が上昇、ドル高円安圧力が高まった。その後は、予想を下振れた米雇用統計や財務省による円買い介入もあり、米国金利は低下し、円安もやや修正された。一方で、日銀が早期の追加利上げや国債買入れ減額に動くとの思惑が浮上、国内の長期金利は12年ぶりに1%台まで上昇した。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて

長期金利は12年ぶりとなる1%超まで上昇

長期金利はじり高へ

考えてみたい。

① 債券市場

日銀は3月に長短金利操作（YCC）を撤廃したが、当面はこれまでと同様、月6兆円程度のペースで国債買い入れを続けることの方針を示した。そのため、4月上旬にかけて長期金利は0.7%台で落ち着いた動きを続けたが、その後は米国の金利上昇が波及したほか、円安進行を背景に日銀の利上げ観測が浮上し、金利上昇圧力がかかった。直近は12年ぶりに1.025%まで上昇する場面も見られた。

米国経済は底堅く、インフレ再燃が懸念されるなど、米 Fed は年内利下げを見送る可能性がある。仮にそうなれば米長期金利は高止まりし、国内の長期金利にも上昇圧力が波及するとみられる。また、24年春闘を受けた賃上げが消費持ち直しにつながれば、次の利上げが意識されることになるだろう。長期金利は先行き徐々に水準を切り上げていくと予想する。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

株価はしばらくもみ合う展開

② 株式市場

3月22日に日経平均株価は4万1,087円（ザラ場）の史上最高値を更新した後、米国の利下げ時期が後ズレするとの見方から長期金利が上昇したほか、中東情勢が緊迫化したことから、調整色の強い展開となり、4月19日には2か月ぶりの3万6,000円台まで下落した。その後は持ち直しが見られ、5月中旬には一時3万9,000円台を回復したものの、24年度について増収減

益を見込む企業が多いこともあり、基本的には上値の重い展開となっている。

国内景気は 24 年度上期にかけては力強さを欠くものの、下期以降は大幅な賃上げを背景に回復力を高めるとみられ、出遅れ感のある内需関連株や中小型株への物色も強まっていくと予想される。ただし、米国の金融政策への警戒が根強いことから、しばらく国内株価はもみ合いが継続するだろう。



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

円買い介入後も円安圧力は根強い

③ 外国為替市場

冒頭で触れた通り、4月下旬にかけてドル円レートが1ドル＝160円台を突破したことから、財務省は4月29日と5月2日の2回にわたり、総額8～9兆円規模での円買い介入に踏み切ったとみられる。とはいえ、円安の流れを断ち切ったとは言い難く、時間経過とともに再び円安方向に戻っているのが実情である。

こうした円安の背景には、米国の利下げ時期が後ずれしたとの見方が高いことが指摘できる。労働需給ひっ迫度、インフレ圧力などは解消する方向にあるとはいえ、そのスピードはあまりに遅く、Fedは利下げに対する慎重姿勢を崩していない。こうした中、日銀の追加利上げ観測が浮上しているものの、消費が4期連続で減少するなど、いわゆる「第2の力」が強まっているわけではなく、利上げはまだ先との見方も根強いのが実情であろう。

対ユーロでも円安 継続

そのため、今後とも大きく乖離したままの日米金利差によって円安そのものは続く予想される。しかし、160 円付近では市場介入のリスクもあり、それ以上、円安が進む余地は小さいだろう。

賃金・物価スパイラルへの警戒を続ける欧州中央銀行（ECB）は、23 年 9 月以降、政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を 4.5%で据え置いている。そのため、日欧金利差もなかなか縮小しないとの見方が根強く、24 年入り後から再びユーロ高傾向となっており、直近は約 1 年ぶりに 1 ユーロ=170 円まで円安が進んだ。

足元ではユーロ圏のインフレも沈静化が進んでおり、6 月の政策理事会では利下げが決定されるとの見方が強いものの、ECB ではその後の利下げペースについては慎重姿勢を示している。ただし、実際に ECB が利下げに転じれば、ユーロ安気味に推移し始めると予想する。

(24. 5. 27 現在)

インフレ率の抑制は一進一退

～FOMC 議事要旨は金融引き締め長期化を意識～

佐古佳史

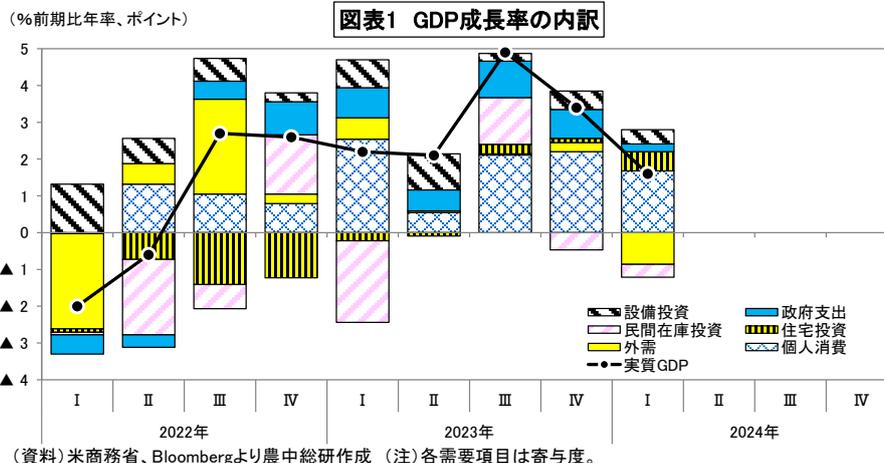
要旨

4月の雇用統計と消費者物価指数からは、労働市場とインフレ率の抑制が進んだことが示唆された。一方で、期待インフレ率がやや高い水準で推移していることや、需要の抑制が不十分なことから、先行きについてもインフレ率の下げ渋りが続くと思われる。

4月30日、5月1日に開かれたFOMCでは、金利の据え置きとバランスシートの縮小ペースの減速が決められ、議事要旨からは、金融引き締め期間の長期化と、必要な場合には追加利上げの可能性などが議論されたことが明らかとなった。1～3月期はインフレ率が再加速したことから、このような利下げに対する慎重な姿勢は妥当と思われる。

底堅さが維持された1～3月期GDP

はじめに、4月25日に公表された1～3月期GDP（速報値）をみると、経済成長率は前期比年率1.6%と10～12月期の同3.4%から大きく減速した。もっとも、内訳をみると個人消費は同2.5%（10～12月期は同3.3%）と堅調に推移している。また、住宅投資は同13.9%と急伸し、3四半期連続での拡大を示した。1～3月期GDPでは、輸入の伸びが同7.2%と大きく、0.96ポイントのマイナス寄与となったことから、全体の経済成長率が下押しされた形となったが、全体としては底堅い内容といえるだろう。GDPと同時に公表されるGDPデフレーターとコアPCEデフレーターはそれぞれ同3.1%、3.7%と高い伸びを示し、改めて1～3月期にインフレ率が加速したことがうかがえる内容となった。

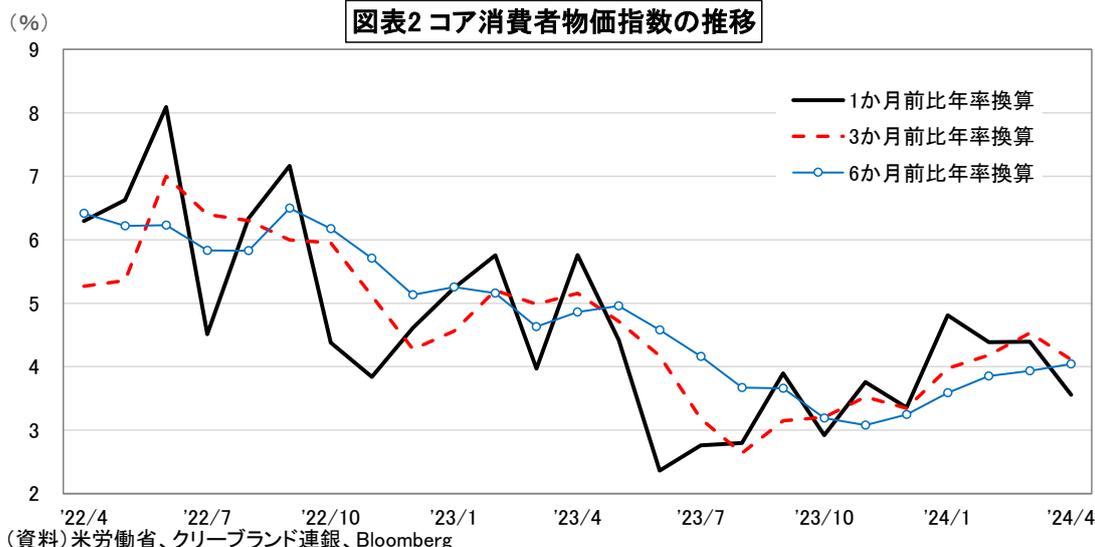


ふたたび鈍化した 4月CPI

続いて、インフレ関連統計を確認したい。4月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比3.4%(前月比は0.3%)、食料とエネルギーを除くコアは同3.6%(同0.3%)となり、24年入り後に加速していたインフレ率の鈍化がようやく確認された。エネルギーを除いたコアサービスの上昇率は0.1ポイント鈍化の前月比0.4%となった。内訳をみると住宅費は同0.4%、輸送サービスは同0.9%、医療サービスは同0.4%となった。サービス区分のインフレ率は下げ渋っているといえるだろう。

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3.6%、4.1%、4.0%となった。4月CPIは鈍化傾向となったものの、依然としてインフレ率が抑制されているとはいいがたく、金融引き締めを長期化する必要があることにはかわりない。なお、4月の生産者物価指数(PPI)はどちらかと言えば加速気味で推移している。

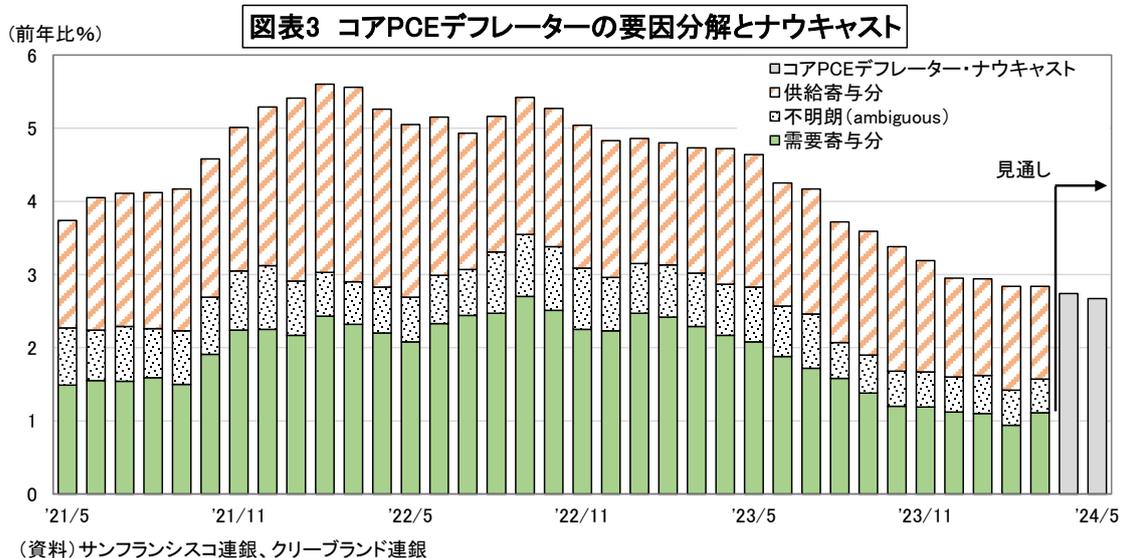
図表2 コア消費者物価指数の推移



3月のコアPCEデフレーターは前月から変わらずの前年比2.8%(前月比は0.3%)、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは0.1ポイント鈍化の同3.0%となった。24年入り後は前月比での高い値が確認されたことから、利下げには一段と慎重な態度で臨む必要があるだろう。サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、3月については需要サイドが抑制されていない。

5月のミシガン大学調査(確報値)によれば、1年先期待インフレ率は0.1ポイント上昇の3.3%、長期期待インフレ率は変

わらずの 3.0%となり、いずれもコロナ前と比較してやや高い水準といえる。期待インフレ率がやや高い水準にあることも、インフレ率が下げ渋っている一因といえそうだ。



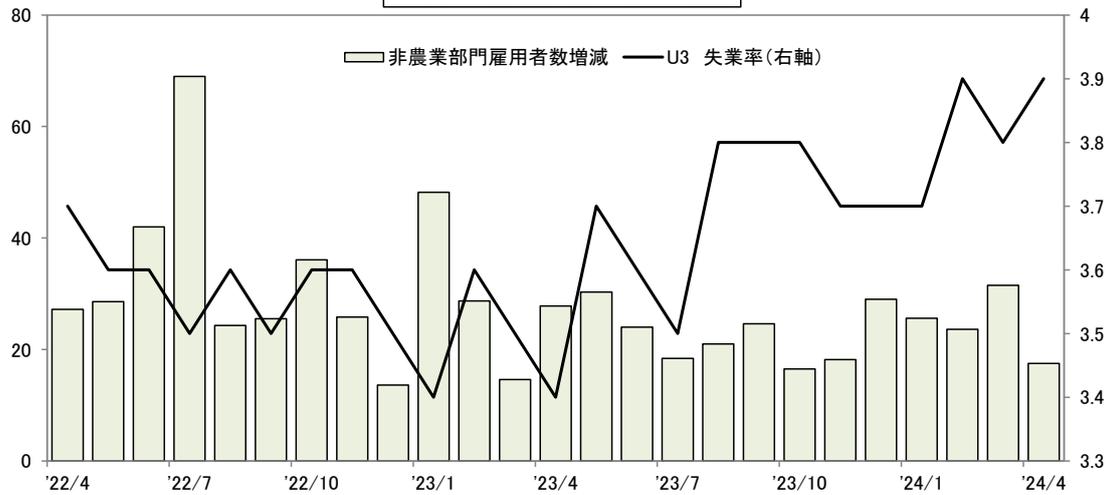
雇用増加ペースは鈍化

続いて、4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17.5万人増（事業所調査）へと鈍化した。もっとも、足元3か月平均は24.2万人増となり、鈍化したとはいえ雇用拡大ペースは依然として速い。失業率は0.1ポイント上昇の3.9%となった。また、25～54歳の労働参加率は83.5%と23年ぶりの高水準での推移が続いており、全体的に労働市場は底堅いと判断できる。

4月の平均時給は前年比3.9%（前月比0.2%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.2%）の上昇といずれも鈍化した。2%物価目標と整合的な上昇率を考えれば、上昇率は前年比3%半ば程度へとさらに鈍化する必要があるだろう。なお、4月30日に公表された1～3月期の雇用コスト指数は前期比1.2%、前年比4.2%の上昇となった。

(前月差、万人)

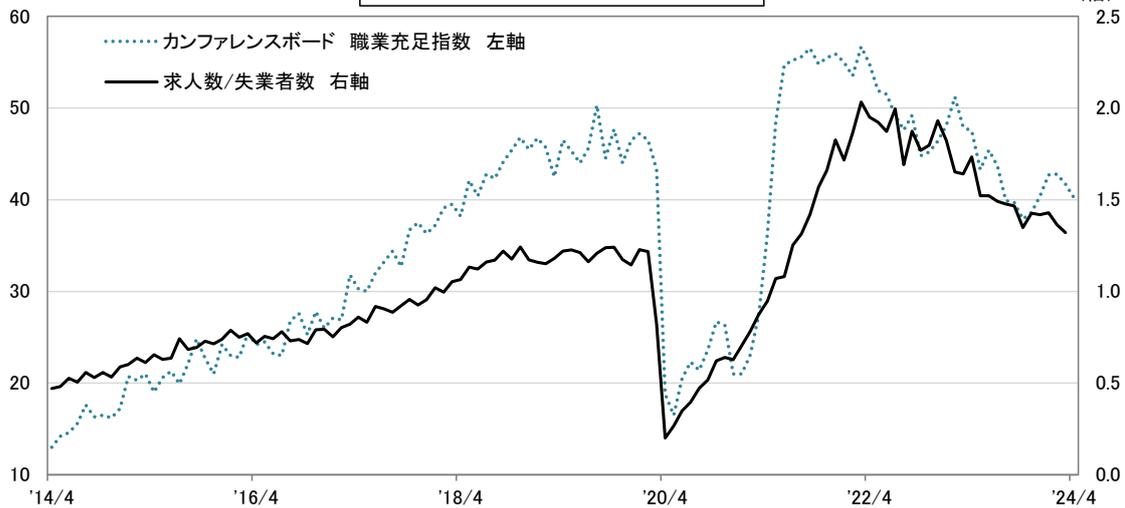
図表4 雇用関連指標の推移



(資料)米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

3月の求人労働異動調査(5月1日公表)によると、求人数は前月から減少し848.8万件となり、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))と自発的な離職率は5.1%、2.1%と、いずれも低下した。求人数と失業者数の比率をみると、3月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.32倍の求人が確認された。同比率は21年9月の1.31倍に迫る低水準となり、3月は労働市場の需給ひっ迫が改善したと判断してよいだろう。

図表5 求人・失業者倍率の推移



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

堅調さが維持されている個人消費

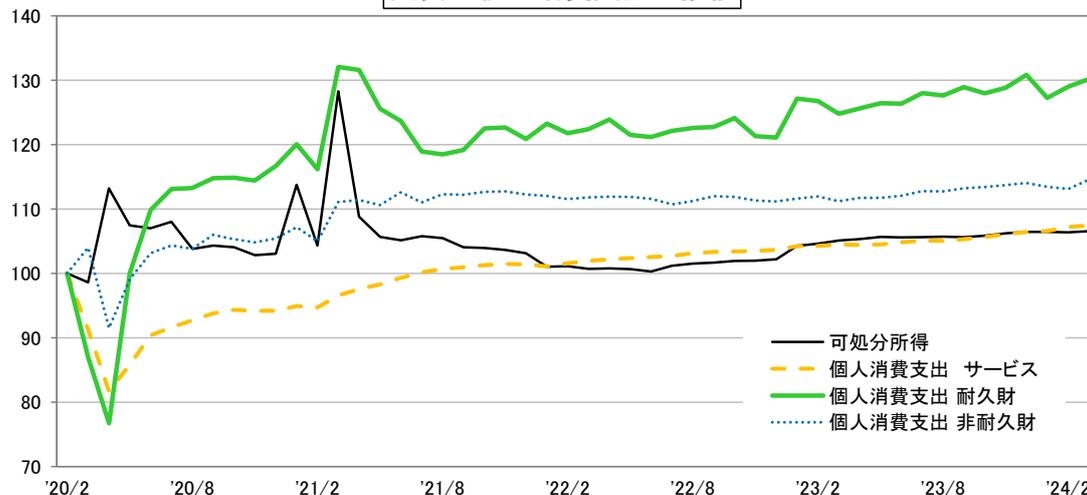
個人消費をみると、3月の実質個人消費支出は、財消費は前月比1.1%、サービス消費は同0.2%となり、全体としては同0.5%となり、堅調さが維持されている。一方で、4月の小売売上高が前月から変わらなかったことから、実質値でみれば足元

の財消費は減少したと思われる。

5月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、景気の先行きや失業、所得増加ペースなどへの懸念が強まったことで、4月から10.5%（8.1ポイント）低下し、5か月ぶりの低水準となった。一方で、消費者マインドは前年比20%、コロナ禍の最悪期からは40%程度上昇しており、ミシガン大学からはインフレ率の鈍化に伴い景況感が改善してきたと報告された。

(20年2月=100)

図表6 個人消費支出の推移



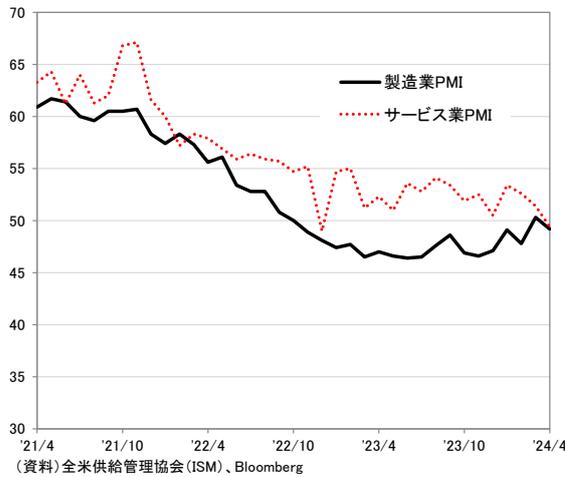
(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

企業部門の縮小傾向を示唆する内容となったISM指数

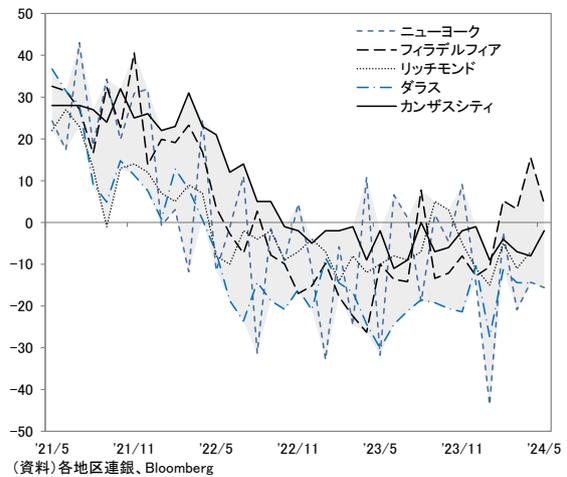
ISM指数を確認すると、4月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から1.1ポイント低下の49.2%と、判断基準となる50%を2か月ぶりに下回った。また、サービス業指数（サービス業PMI）は同2.0ポイント低下の49.4%となり、こちらも判断基準となる50%を下回った。このため、4月のISM指数は企業部門の縮小傾向を示唆する内容となった。

価格指数をみると、製造業は同5.1ポイント上昇の60.9%、サービス業は同5.8ポイント上昇の59.2%と価格上昇を示唆する内容となった。4月PPIの加速と整合的な内容といえる。

図表7 ISM景況感指数の推移



図表8 地区連銀製造業景況指数



タカ派的な印象を与えた4、5月FOMC議事要旨

4月30日、5月1日にかけて開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、インフレ率が下げ渋っていることなどを背景に政策金利の誘導目標を 5.25～5.50% で据え置いた。また、6月からFRBが保有する米国債など減少ペースを緩めることで、バランスシートの縮小ペースを減速させることを決定した。具体的には、米国債については、月間償還上限を600億ドルから250億ドルに引き下げる。また、政府機関債とGSE保証付き住宅ローン担保証券 (MBS) については、同350億ドルを維持し、上限を超過した元本償還分を米国債に再投資することとなる。

その後、5月22日に4、5月FOMCの議事要旨が公表された。内容としては、現在の金融政策が良い位置にあるとするも、インフレ率が2%へ持続的に向かう兆候が無い場合は金融引き締めを長期化することがFOMC参加者の間で議論されていた。

また、多くの (a number of) FOMC参加者が、現在の金融状況の制限度合いについての不確実性を指摘し、金融引き締めの度合いが、総需要とインフレ率を抑制するのに不十分であるリスクを指摘した。加えて、様々な (various) FOMC参加者が、インフレリスクが顕在化し、金融引き締めが適切となった場合には、さらに政策を引き締める意向を示したことも明らかとなった。こうした点はタカ派的と受け止められたものの、インフレ率の下げ渋りが続く中では妥当と思われる。

景気の先行き：底堅さが続く見込み

さて、景気の先行きを考えると、足元ではクレジットカードの遅延率が上昇していることなど、低・中所得家計の資金繰りの悪化が報告されてはいるものの、住宅価格の上昇や株高など

長期金利：高止まりが続く

が富裕層の消費に対する追い風となっていると思われる。また、労働市場が堅調なこともあり、全体としては個人消費支出の堅調さが維持され、底堅い景気が続く可能性が高そうだ。

インフレ率については、賃金上昇率の鈍化に加えて、FOMC 議事要旨でも指摘されたように人工知能の利用拡大を通じて生産性が上昇した可能性が、下押し圧力になると考えられる。とはいえ、足元では家賃上昇率があまり鈍化していないことや、家賃を除くサービスインフレ率も高いこと、期待インフレ率も低下していないことなどから、インフレ率の鈍化ペースは緩慢なものにとどまりそうだ。

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では3月 FOMC (19、20日) にて24年内3回の利下げ見通しが維持されたことがハト派的と評価され、米長期金利(10年債利回り)は低下する場面もみられた。しかし、4月に入ると、堅調な雇用統計やCPIの下げ渋り、複数の FOMC 参加者が利下げを急がない姿勢を強調したことなどから長期金利は上昇に転じた。4月30日、5月1日に開かれた FOMC 後の記者会見においてパウエル FRB 議長が追加利上げの可能性が低いと述べたことや、4月分の雇用とインフレ率のデータが鈍化したことを受け、長期金利は再度低下した。足元では、堅調な経済データを背景に利下げが後ずれするとの観測が強まり、金利はやや上昇して推移している。

先行きについては、利下げ時期が後ずれするとの想定の下、24年半ば～後半までは長期金利の高止まりが続くと見込まれる。引き続き、インフレ率と FOMC 参加者の発言が材料視される展開となるだろう。



株式市場：足元の ような調整が続く 可能性も

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、相場をけん引した。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28日のダウ平均は最高値を更新した。一方で、4月入り後は長期金利の上昇に伴い軟調な展開となった。

5月に入ると長期金利の低下が好材料となり、10日のダウ平均は8営業日続伸となった。17日は終値で初めて4万ドルに乗せた。しかし足元では、エヌビディアの好決算はあったものの、長期金利が再上昇したことから、直近の高値から約1,000ドルの下落となった。

利下げ開始時期の不確実性と、長期金利の動向が依然として材料視されていることもあり、先行きについても、足元のような調整を迎える可能性は考えられる。

中国製品への関税 引き上げ

最後に、米政府の動きを確認すると、バイデン大統領は14日、電気自動車(EV)、EVバッテリー、ソーラーパネル用太陽電池、半導体、鉄鋼・アルミ製品などの中国製品180億ドル相当に対する関税を引き上げると発表した。これを受けて米通商代表部は22日、関税引き上げについての詳細を公表し、EVやEVバッテリー、太陽電池などは8月1日から発効することが明らかにされた。23年の中国製品輸入額は4,300億ドルだったことから、追加関税の規模は小さく、大統領選挙対策としての意味合いが強いと考えられている。

また24日には、18年にトランプ大統領(当時)によって導入された対中関税を延長し、関税免除になっていた400品目のうち約半数について新たに関税を適用することが発表された。

トランプ政権下で米国の関税率は約1.5ポイント上昇したもののインフレ率の加速は生じなかったことから、バイデン政権による新たな関税についてもインフレ率を押し上げる効果はあまりないと思われる。

図表10 平均関税率



(資料)米商務省センサス局、米財務省、LSEG (注)関税収入/財輸入

(24. 5. 27 現在)