

# 経済金融 ウォッチ

2024年9月号

国内	.....	1
米国	.....	11



## 家計所得環境の改善で消費回復の素地整う

～マーケットが落ち着けば日銀は年内にも再利上げの可能性～

南 武志

### 要旨

4～6月期の実質成長率は前期比年率 3.1%と2期ぶりのプラスとなり、23年度を通じて減少し続けた民間消費も5期ぶりの増加に転じた。とはいえ、大きく落ち込んだ1～3月期からのリバウンドといった側面は否めない。一方、堅調だった24年春闘や夏季賞与を反映して雇用者報酬は増加傾向を強めており、消費回復の素地はようやく整いつつある。政府の電気・都市ガス代の負担軽減策の復活などによって今秋以降物価が沈静化に向かえば、低調だった消費も回復傾向が強まるだろう。今後は民間需要が主導する格好で国内景気の回復が強まるものと予想する。

7月に追加利上げを決定した日本銀行であるが、8月上旬にマーケットが大荒れの展開となったことで早期の再利上げ観測は後退した感がある。しかし、「賃金と物価の好循環」が強まっていることが確認できれば、年内にも次の利上げについて検討を開始するだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2024年			2025年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.227	0.20～0.30	0.20～0.55	0.20～0.55	0.45～0.80
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.2550	0.10～0.30	0.10～0.45		
国債利回り	20年債 (%)	1.680	1.60～1.90	1.65～1.95	1.70～2.10	1.80～2.20
	10年債 (%)	0.875	0.75～1.10	0.80～1.20	0.90～1.30	0.95～1.40
	5年債 (%)	0.495	0.40～0.65	0.45～0.70	0.50～0.80	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	145.0	140～160	135～155	133～153	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.9	150～170	145～165	143～163	140～160
日経平均株価 (円)		38,288	38,500±3,000	39,000±3,000	40,000±3,000	40,500±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)

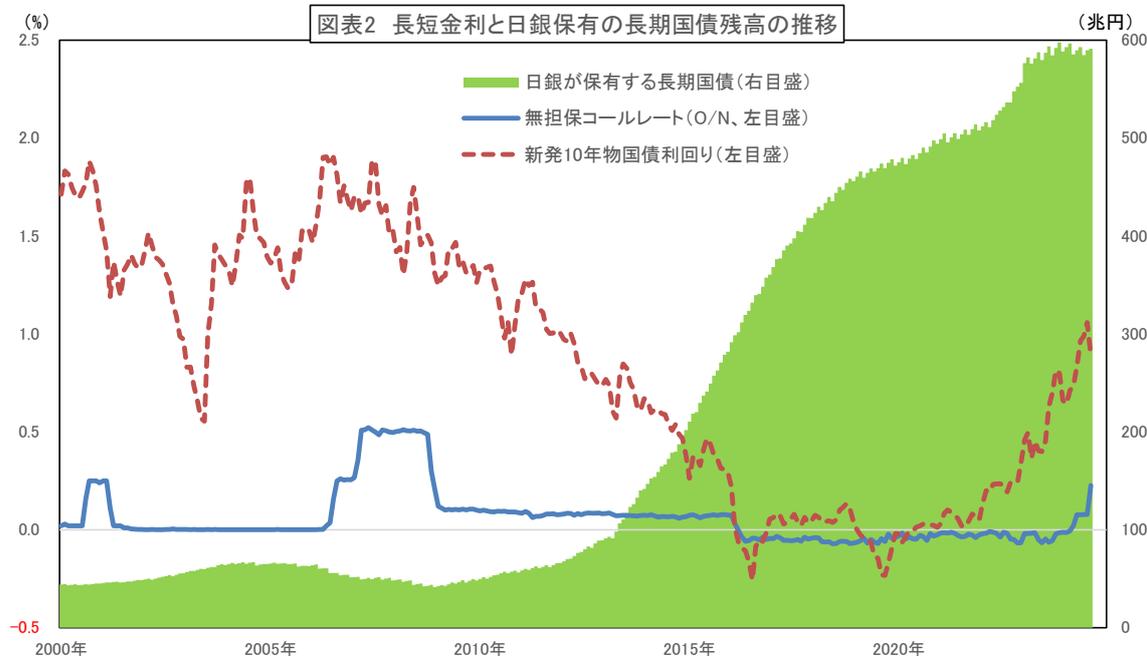
(注)実績は2024年8月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 日銀は7月の追加利上げを決定、今後も利上げ路線を継続する方針を表明

日本銀行は7月30～31日に開催した金融政策決定会合において、政策金利である無担保コールレート(0/N)を0.25%へ引き上げるとともに、長期国債の買入れ額を四半期ごとに4,000億円程度減額(26年1～3月は月2.9兆円程度の買入れへ)することを決定した。追加利上げそのものについてマーケットでは意識されていたものの、直前に実施されたエコノミスト調査では7割近くが利上げ見送りとの予想であったことを考慮すると、日銀の利上げに対する考えがマーケットに対して十分に説明されていたとは言い難い。加えて、弱い消費データの公表が続いていたにもかかわらず、「消費は底堅く推移してい

る」と評価したほか、経済・物価の情勢が展望レポートで示した見通しに沿って動いていけば引き続き金利を上げていくと植田日銀総裁が表明したことで、日銀が利上げに対して市場参加者の想定以上に積極的であるとの印象を与えた。

図表2 長短金利と日銀保有の長期国債残高の推移



(注)日本銀行、日経NEED-FQ

## 8月上旬にかけて マーケットは大荒れ の展開に

同じ日程で開催された米国の連邦公開市場委員会 (FOMC) では、インフレ圧力はこの1年で緩和したが、依然やや高止まりしているとの評価から、政策金利 (FF レート (O/N)) の据え置きが決定された。ただし、終了後の記者会見でパウエルFRB議長が9月FOMCでの利下げを示唆したこともあり、マーケットは利下げフェーズ入り迫っていることを本格的に織り込み始めた。さらに、8月2日公表の米雇用統計が市場予想を大きく下回ったことで、多くの市場参加者が想定する「米国経済の軟着陸シナリオ」が危ういとの見方が広がった。

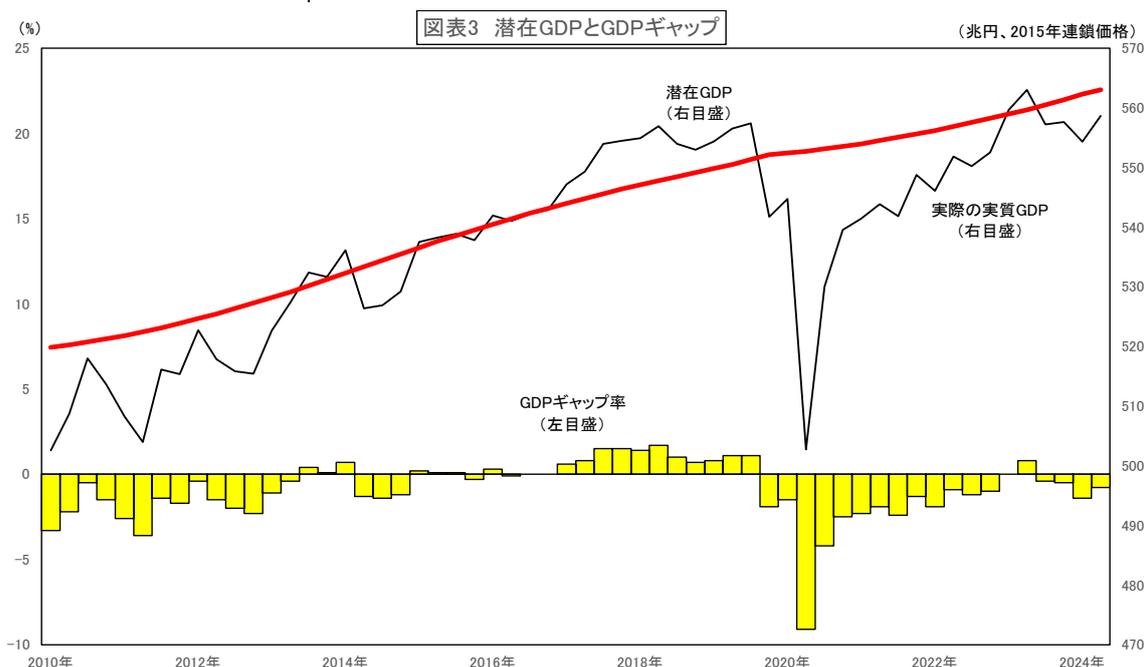
これらを受けて5日の東京市場では円高が一気に進み、株価は過去最大の下げ幅を記録した。長期金利 (新発10年国債利回り) も0.7%台まで大幅に低下するなど、全般的にリスクオフが強まった。その後、米国経済の底堅さを示す統計の公表が散見されたほか、マーケットが不安定な状況では利上げは行わないとの内田日銀副総裁の発言 (7日) が好感されたことで、市場の動揺は徐々に落ち着く方向に向かっている。

## 4~6月期は2期ぶり

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、4~6

## のプラス成長

月期の実質 GDP は前期比年率 3.1%と 2 期ぶりのプラスとなったほか、23 年度を通じて減少が続いた民間消費も 5 期ぶりの増加に転じた。ただし、今回のプラス成長の過半は、1~3 月期に認証不正問題によって悪化した自動車生産・販売などが戻ったことで説明可能であるなど、リバウンドの範疇は出ていない。一方、大幅賃上げや夏季賞与の好調さによって実質雇用者報酬が 11 四半期ぶりに前年比プラスに転じるなど、先行きの消費回復を期待させる内容でもあった。



(資料)内閣府の資料より農林中金総合研究所作成

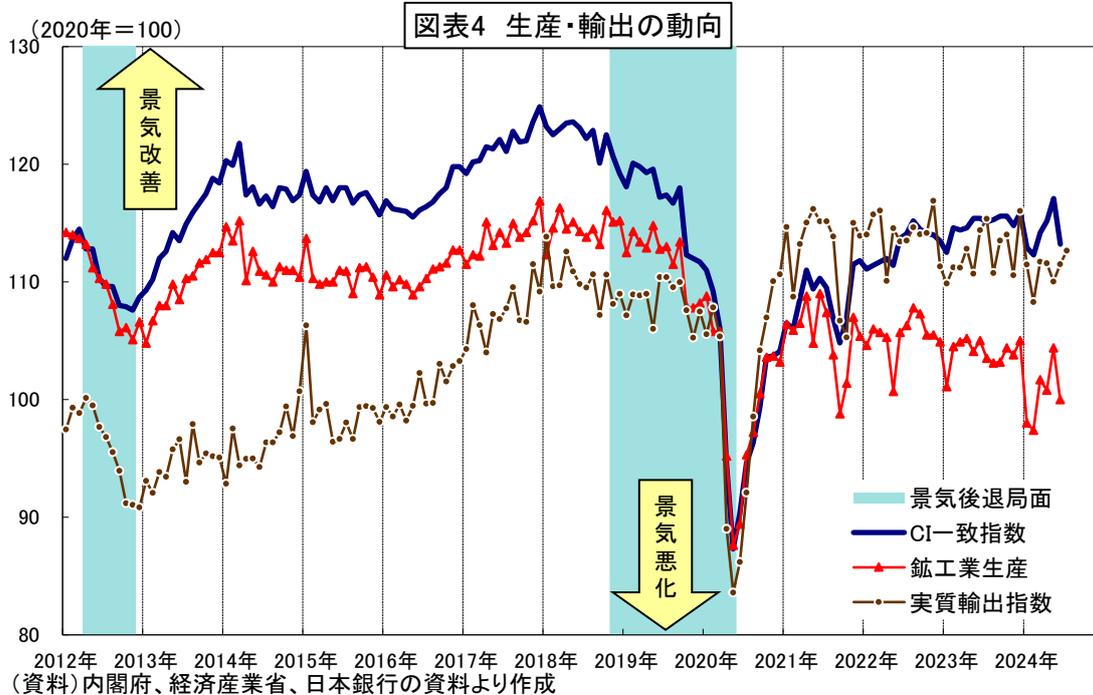
## 国内景気の回復ペースは依然として緩やか

月次経済指標に目を転じると、6月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲3.9ポイントと4か月ぶりに悪化、消費税率10%への引き上げ後の最高値を更新した5月分から一気に水準を下げた。ただし、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた。また、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)」の6月分も前月から▲0.5ポイントと3か月ぶりに悪化した。

また、7月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI・先行き判断DIとも2か月連続で改善したが、いずれも判断基準である50を下回ったままだった。基調判断は「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」で据え置かれた。

一方、7月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比1.0%と

2か月連続で上昇した。また、6月は同▲4.2%と大幅に低下した鉱工業生産指数も7月の製造工業生産予測指数は同4.0%（予測誤差補正後）とリバウンドすることが見込まれている。



### 消費は依然低調ながらも賃金の上昇傾向が強まる

消費動向については、6月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比0.1%と3か月連続、同じく6月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同0.8%と2か月ぶりに、ともに上昇した。しかしながら、いずれも前年同時期の水準を下回るなど、消費には低調さが残っている。

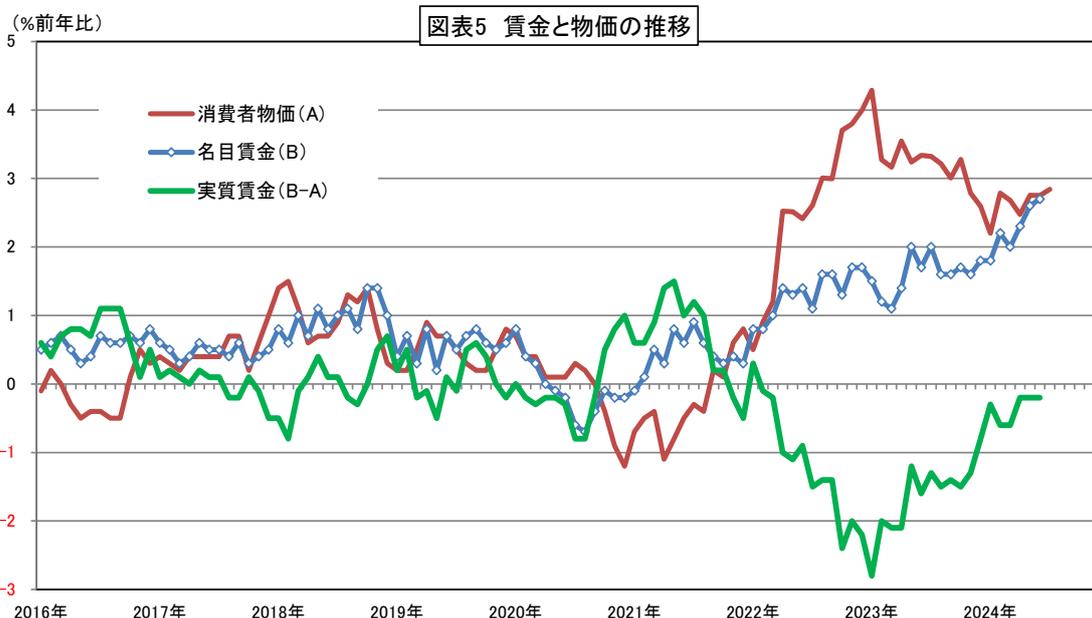
一方で、賃金には明るさが増しつつある。6月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比4.5%（うち一般労働者は同5.0%）と約27年ぶりの高い伸びとなったほか、実質賃金（デフレーターは全国消費者物価指数（持ち家の帰属家賃を除く総合））も前年比1.1%と27か月ぶりに増加へ転じた。大企業中心に支給された夏季賞与の影響が強いため、実質賃金のプラスが定着したわけではないとみられるものの、5%超の賃上げが実現した24年春闘の効果が浸み出していることが見て取れる。ちなみに、内閣府が公表を始めた「実質賃金（デフレーターは全国消費者物価指数（総合））」によれば、一般労働者の実質所定内給与は前年比▲0.2%と、マイナス幅は大分縮小したものの、まだマイナス状態である。

### 経済見通し：国内

以下、今後の国内景気を展望したい。世界経済の低成長状態

## 景気は回復傾向を強めるのは24年秋以降と想定

が続く中、輸出の伸び悩みも継続するとみられ、外需が成長を牽引するのは当面難しい。一方、大幅賃上げの実現、6月に実施された所得税・住民税減税、さらに堅調な夏季賞与は家計所得の押し上げに大いに貢献するとみられる。物価上昇率がまだ高めに推移していることもあり、消費回復はなかなか進まないと思われるが、今秋以降は物価が再び沈静化に向かうとみられることから、消費の回復ペースは徐々に高まるだろう。19年10月の消費税率10%への引き上げ以降、低調だった消費の回復が進めば、企業設備投資の増加にもつながると思われる。



## 岸田首相が退任を発表、自民党総裁選の行方に注目が集まる

さて、8月14日に岸田首相は、9月に行われる自由民主党の総裁選挙に立候補しない意向を表明、退任することとなった。岸田首相は「新しい資本主義」実現を掲げ、賃上げ促進、子育て支援、防衛費増額などを手掛けたものの、旧統一教会問題や「政治とカネ」などの問題で内閣支持率は危機ラインとされる30%を割り込んで推移するなか、浮上する兆しが全く見えず、党内外から刷新を求める意見に抗えなかったといえる。

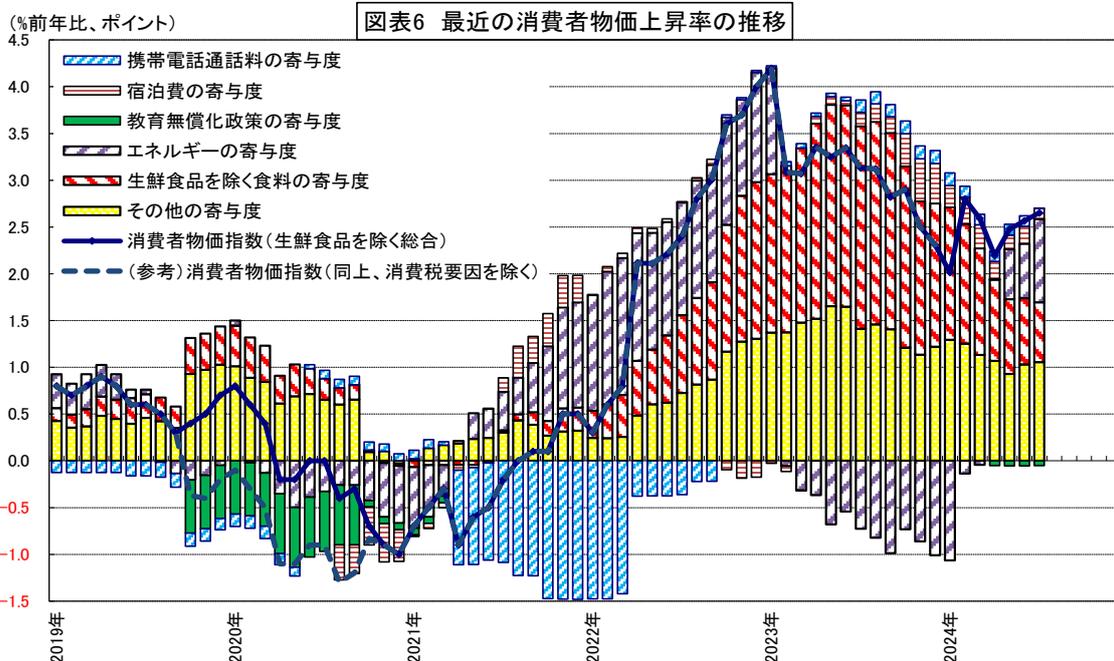
今回の総裁選は派閥解散などの影響もあって立候補者が乱立するなど混戦の様相を呈している。10月には新内閣が発足するが、来年には衆参両院で選挙が待ち受けている(衆院は任期満了の場合)。人口減少、社会保障制度改革、環境・エネルギー、格差問題など課題が山積する中、どのような経済政策の理念を抱く首相が誕生するのか、注目される。

**物価動向：政府の物価高対策終了でエネルギーが物価を押し上げた**

**今秋以降、物価は緩やかに鈍化**

7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2.7%と、小幅ながらも3か月連続で上昇率が拡大した。内容的には、政府による物価高対策の終了に伴ってエネルギーの上昇率が高まった半面、食料、宿泊料、携帯電話通信料などの値上げ圧力が緩和し、上昇率の一部を相殺した。また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同1.9%へ鈍化、22年9月以来の2%割れとなった。なお、一般サービス（除く宿泊費）は同1.6%へ鈍化するなど、人件費増がサービス価格を押し上げている様子は確認できない。

政府は電気・都市ガス代の8～10月使用分に関して負担軽減策を復活させており、それが反映され始まる9月のコアCPI上昇率は2%台前半に戻ると思われる。もちろん、7月上旬まで円安進行や原油高が見られたことの余韻で、物価には一定の押し上げ圧力が加わると思われる。とはいえ、足元の円高や原油安は、ある意味、世界経済の需要の弱さを反映したものと見え、いずれ国内もその影響が及んでくるだろう。24年度末にかけて物価上昇率は緩やかに鈍化が進み、25年度に入れば2%割れで推移することになるだろう。



**金融政策：マーケットが落ち着けば、年内再利上げ**

冒頭でも触れた通り、日銀は7月の金融政策決定会合にて追加利上げを決定した。8月上旬にマーケットが大荒れの展開となったことを受けて、日銀は当面再利上げができないのでは、

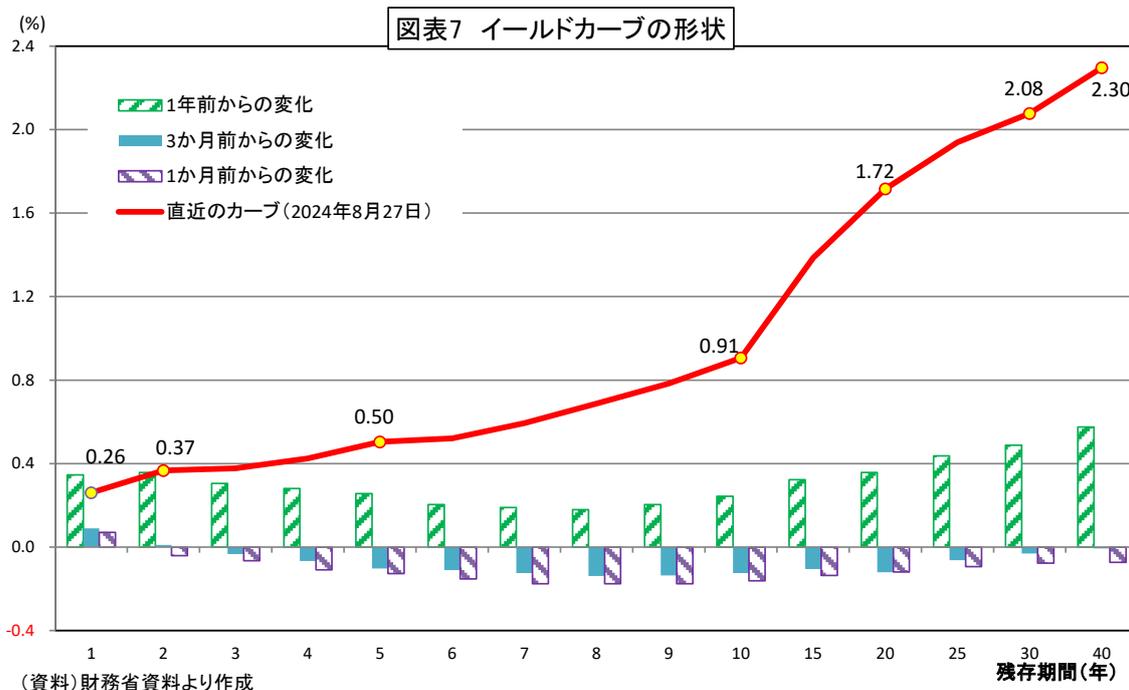
## の可能性も

といった観測も一部にあるが、日銀の利上げに対するスタンスに何ら変わりはないものと思われる。

植田総裁は8月23日に開催された衆院財政金融委において、世界的な株価下落は米雇用統計の下振れが直接的な引き金となって起きたことであり、日銀の利上げが原因ではないと示唆した。ただし、マーケットは不安定な状況にあり、極めて高い緊張感を持って注視していくとの姿勢を示した。

その一方、2%の物価目標が2~3年後に達成されるとした展望レポート（7月）で示した物価見通し（コアCPI上昇率：24年度2.5%、25年度2.1%、26年度1.9%）通りに物価が推移していくのであれば、それに沿って金融緩和度合いを調整していく、と従来の方針を繰り返した。こうした政策スタンスの根底には、実質金利水準が非常に低いとの認識に加え、次の金融緩和の際の利下げ余地を確保したい（いわゆる「糊しろ論」）との思いがあるとみられる。

こうした植田総裁の発言内容からは、マーケットが落ち着きを取り戻せば、利上げを継続していくとの基本方針に変更はないことが読み取れる。前述の通り、国内景気は家計所得環境の好転を背景に、消費主導で回復傾向を強めていることが確認できれば、日銀は年内にも再利上げを検討する可能性があると思われる。



## 金融市場：現状・見 通し・注目点

### 長期金利は一時大 幅に低下

前述の通り、8月上旬にかけてマーケットは大荒れの展開となり、リスクオフが一時強まった。中旬以降は米国経済に対する過剰な悲観論が後退、落ち着きを取り戻しつつあるが、なおも不安定な状態とみられる。

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

7月下旬にかけて長期金利（新発10年物国債利回り）は利上げを織り込む格好で1.0%台で推移したが、7月会合の初日（30日）には一旦は利上げ見送りとの思惑が強まり、1%割れとなった。しかし、実際には日銀は利上げを決定、今後とも利上げを続けていく方針を示したことで、市場参加者は日銀の利上げに対する意欲が想定以上に強いと感じ取った。それを受けて長期金利は再び1.0%台に上昇したが、パウエルFRB議長が9月に利下げに転じることを示唆したことで、円高・株安傾向が強まり、金利に低下圧力がかかった。さらに米雇用統計が事前予想を下振れたことで、一気にリスクオフの流れが強まり、8月5日には一時0.75%まで低下した。その後、米国景気の底割れ懸念が解消する中で、長期金利は概ね0.8%台で推移した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

### 長期金利は緩やかに上昇へ

米国では9月の利下げがほぼ確実となっているほか、年内に更なる利下げも想定されていることもあり、長期金利は低下基調となっている。そのため、海外から一定の金利低下圧力がか

**日経平均株価は一時31,000円台まで下落、その後は7月下旬の水準まで戻す**

**日米金利差の縮小予想で円高へ**

かる半面、日銀は今後とも利上げを継続していく姿勢に変わりはない。そのため、長期金利は徐々に水準を切り上げていくと予想する。

## ② 株式市場

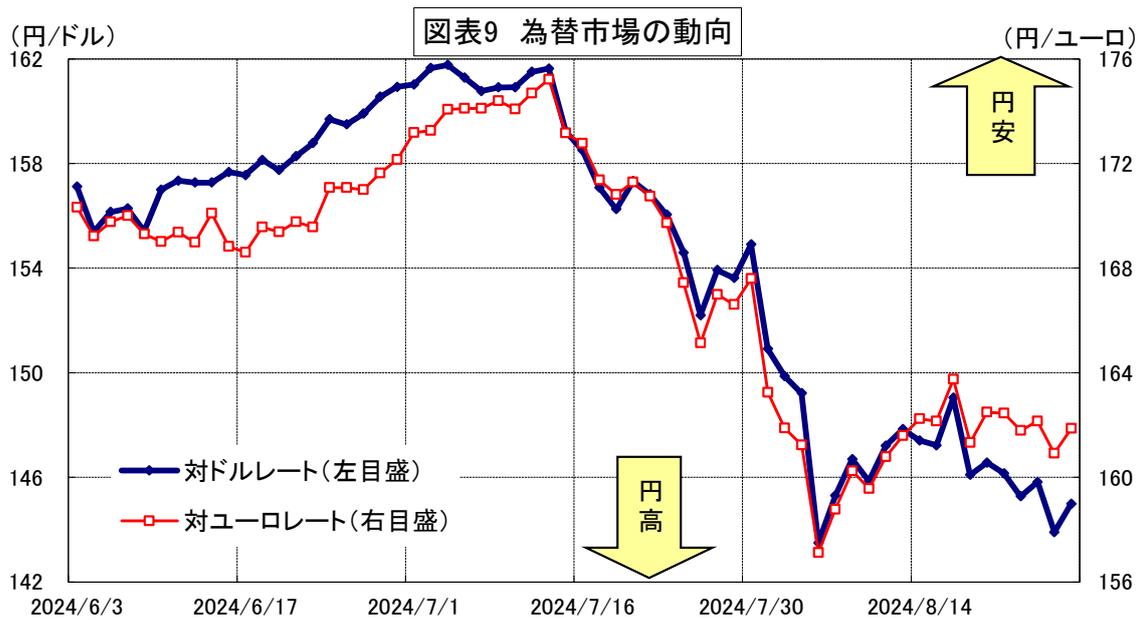
新年度入り後の株式市場はしばらく日経平均株価で38,000円前後での上値の重い展開が続いた。しかし、6月下旬以降に円安が再び進行したほか、米国経済のソフトランディング期待などに支えられた米株高に牽引されたこともあり、11日の日経平均は一時42,426.77円まで上昇した。その後はスピード調整的な動きに加え、円買い介入によって為替レートが円高方向に戻ったほか、米中摩擦激化への警戒などもあり、軟調な展開となった。8月入り後には米国経済の先行き悪化懸念が台頭したほか、急速に円高が進行したこともあり、株価は31,000円台まで下落する場面もあった。下旬にかけては米国経済の過度の悲観論が後退したことから、株価は7月下旬の水準まで戻したが、円高への警戒もあり、その後は上値が重い展開となっている。

当面、海外経済は低成長状態から抜け出せないほか、為替レートも円高気味に推移する可能性があるため、輸出株は冴えないとみられるが、国内景気は大幅な賃上げを背景に内需主導で徐々に回復力を高めていくと思われる。そのため、内需関連株や中小型株への物色が強まっていく中で、底堅く推移するものと予想する。

## ③ 外国為替市場

大型連休中の総額9兆7,885億円の円買い介入にも関わらず、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方が強く、その後も円安には歯止めがかからなかった。7月中旬には一時38年ぶりとなる162円に迫ったが、6月の米CPIがインフレ沈静化を示唆する内容となったことで、為替レートは円高方向に急反転した。さらに、7月11～12日にかけて総額5兆5,348億円の円買い介入が実施され、ドル円レートは156円台まで円高が進んだ。加えて、8月初めの日米金利差がいよいよ縮小し始めるとの思惑や米国景気の底割れ懸念などで、一時141円台となった。中旬にかけては一旦150円近くまで円安方向に戻したが、直近は140円台半ばで推移している。

今後とも日米金利差が徐々に縮小していくとみられることから、為替レートは円高気味に推移していきだろう。



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

### 対ユーロでも円高進む

ユーロ円レートはドル高につられて、7月11日には過去最安値となる1ユーロ=175円19銭まで円安が進んだ。その後、円買い介入を受けてユーロ安方向に転じたが、マーケットが大荒れとなる中、一時150円台まで円高が進む場面もあった。直近は160円台前半での展開となっている。

6月に4年9か月ぶりの利下げを決定した欧州中央銀行(ECB)は、賃金・物価スパイラルを警戒する半面、金融引き締め長期化が今後の景気・雇用に与える弊害についても考慮し始めている。9月利下げの可能性は現時点では半々だが、利下げを決定した際には円高ユーロ安が進むだろう。

(24.8.27 現在)

### 労働需給の調整とインフレ鈍化が概ね達成された

#### ～9月FOMCでの利下げ開始を織り込ませる動き～

佐古佳史

##### 要旨

4月以降はインフレ率の鈍化傾向が継続したこともあり、8月入り後はFOMC参加者から「インフレ率が持続的に2%に向かっているとの確信が強まった」との意見が多くみられた。9月FOMCでの利下げ開始を織り込ませる動きが強まったといえる。

足元では、軟調な雇用統計に加えて、統計の年次改定の影響もあり、労働市場に対する警戒感がやや強まったと考えられる。労働市場は需給が概ねバランスした状態と判断できるが、労働参加率が高いこともあり悪化しているとまでは言い難い。

また、これまで様々な消費下押し圧力が警戒されてきたものの、個人消費支出は堅調さを維持している。先行きについても利下げが開始されることから景気の底割れを回避できるだろう。ソフトランディングに向けた動きが継続すると思われる。

11月5日に予定されている米大統領選に向けて、共和党、民主党それぞれの陣営の動きが強まるなか、最近の世論調査ではハリス民主党候補がトランプ共和党候補を支持率でリードする傾向となっている。なお、両者初となるテレビ討論会が9月10日に予定されている。

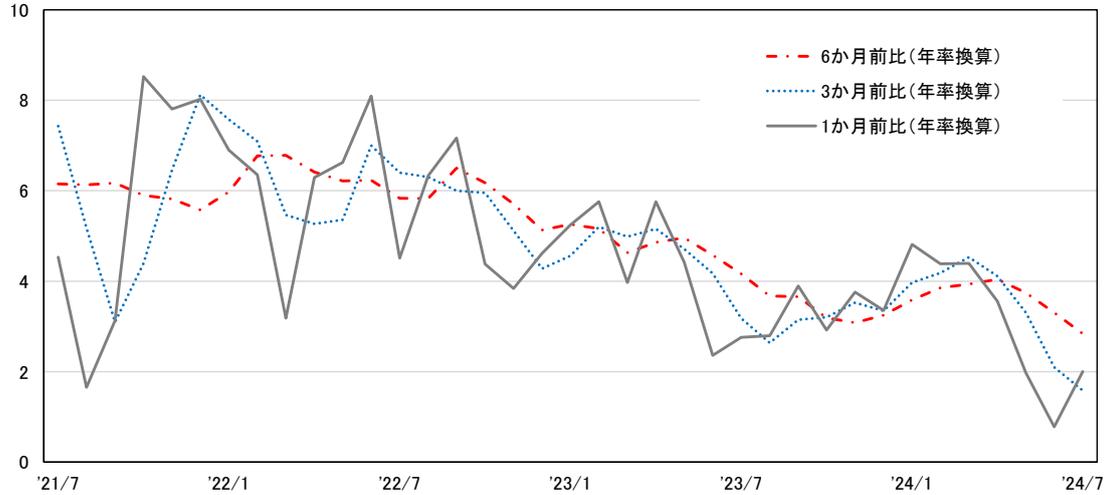
#### 4月以降はインフレ率の鈍化が進展

まず、インフレ関連統計を確認すると、7月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比2.9%(前月比0.2%)、食料とエネルギーを除くコアは同3.2%(同0.2%)となり、インフレ率の鈍化傾向が続いているといえる。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、7月はそれぞれ2.0%、1.6%、2.8%となり、インフレ率の鈍化が確認できる。

また、7月の生産者物価指数(PPI、最終需要区分)の動きを確認すると、総合は前年比2.2%(前月比0.1%)、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同3.3%(同0.3%)となった。7月はやや加速した区分もあるものの、全体としては鈍化傾向が確認できたといえる。

(%)

図表1 コア消費者物価指数の推移



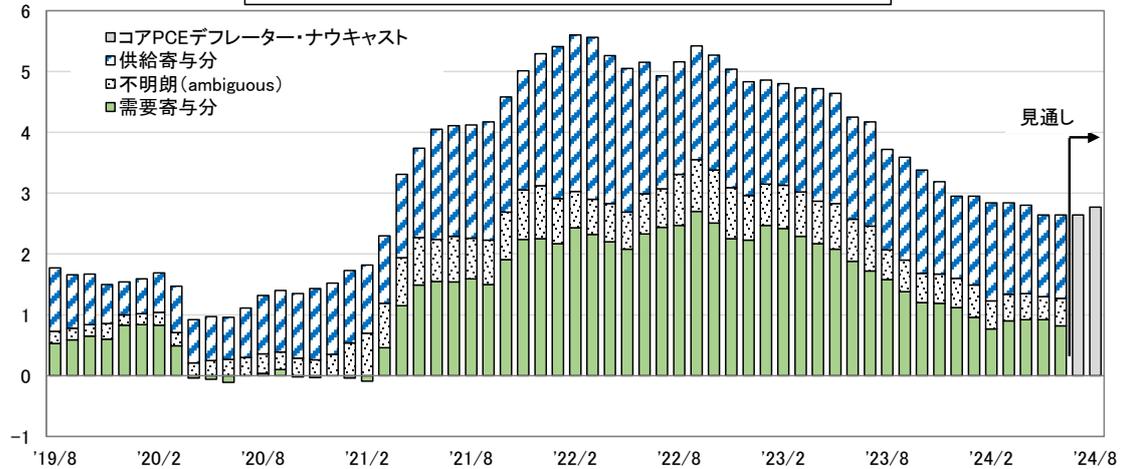
(資料)米労働省統計局、LSEG

6月のコアPCEデフレーターは前月と変わらずの前年比2.6%（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▲0.1ポイントの同2.8%となった。24年入り後は前月比での高い値が確認されていたが、4月以降のインフレ率は鈍化している。

8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と長期期待インフレ率は、いずれも7月から変わらずの2.9%、3.0%となった。もともと、長期期待インフレ率はコロナ前と比較してやや高い水準にある。

(前年比%)

図表2 コアPCEデフレーターの変動要因とナウキャスト



(資料)サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

### 鈍化が続く雇用増加ペース

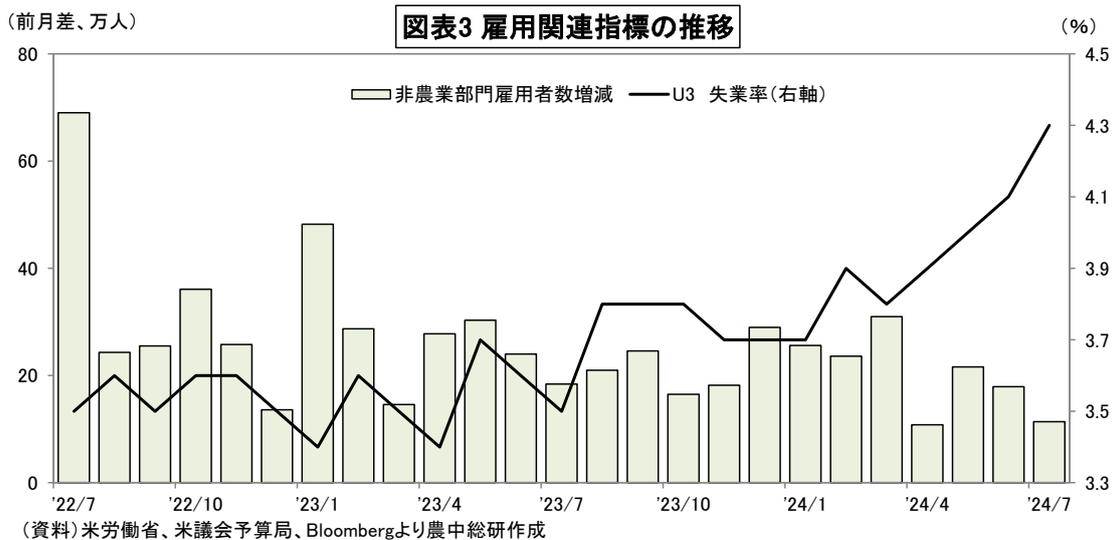
続いて、7月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から11.4万人増（事業所調査）と雇用増加ペースは鈍化

したものの、3か月平均は17.0万人増と依然として堅調な雇用増加ペースといえる。労働参加率は同0.1ポイント上昇の62.7%、25～54歳区分では同0.3ポイント上昇の84.0%となった。

一方で、7月の失業率が前月から0.2ポイント上昇の4.3%となったことや、米労働省による事業所調査の年次基準改定値速報(8月21日)では、24年3月時点の非農業部門雇用者数が81.8万人下方修正されたことなどから、8月入り後は労働市場の変調に対する警戒感が強まったといえる。

全体としては、労働参加率が上昇傾向を維持していることもあり、労働市場が失速しつつあると考えるのは尚早だろう。

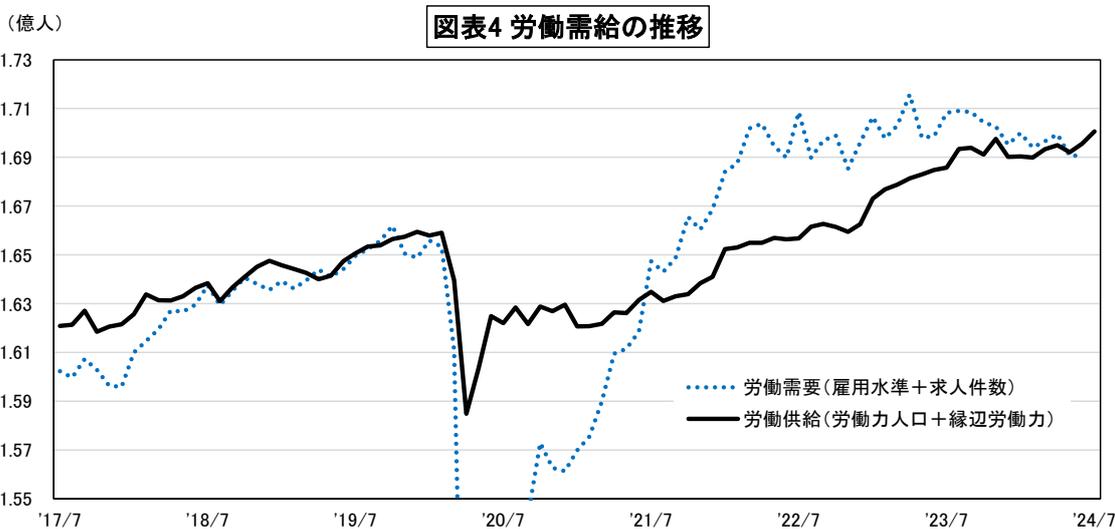
7月の非農業部門民間平均時給は前年比3.6%(前月比0.2%)、生産・非管理職の時給は同3.8%(同0.3%)の上昇といずれも前月から鈍化した。賃金上昇率は2%物価目標と概ね整合的な上昇率になったと考えられる。



6月の求人労働異動調査によると、求人数は前月からあまり変化がなく、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))も変わらずの4.9%、自発的な離職率は同0.1ポイント低下の2.1%となった。

求人数と失業者数の比率をみると、6月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.20倍の求人が確認された。4月以降、同比率はコロナ前の水準に戻っている。また、労働需要として雇用者数と求人件数の合計、労働供給として労働力人口と縁辺(Marginally Attached)労働者の合計を比較して労働市場の需

給を考えると、6月は約1.69億人で需給が概ね一致した。7月については、労働供給の増加がうかがえる。



#### 4～6月期も底堅さがみられた個人消費

個人消費をみると、6月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.2%、サービス消費は同0.2%となり、全体としても同0.2%と2か月連続で増加した。7月の小売売上高(総合)は同1.0%、サイバー攻撃などで振れ幅が大きかった自動車・部品を除く区分でみると同0.4%となり、堅調に推移したといえる。

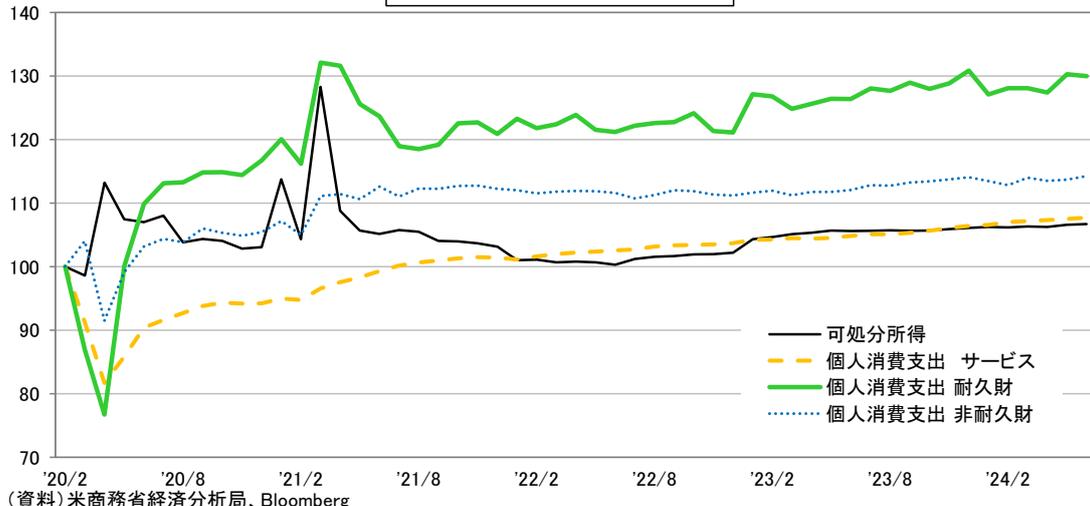
7月25日に公表された4～6月期GDP(速報値)をみると、個人消費支出は前期比年率2.3%と23年の伸び率(年率2.2%)を上回る伸びを示した。金融引き締めが続く中でも個人消費が底堅く推移していることがうかがえる。

こうしたなか、8月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、4か月連続であまり変化がなかった。8月は大統領選関連の報告が多く、なかでも経済面については消費者の41%がハリス候補(民主党)の方が良いと考えており、トランプ候補(共和党)を選んだ割合は38%となった。以前は、トランプ候補がバイデン候補を5ポイント上回っていたため、評価が変わったといえそうだ。

また、現時点ではインフレ率の安定を予想する消費者であっても、大統領選挙が焦点となるにつれ、インフレ期待が変化する可能性があるとも報告された。

(20年2月=100)

図表5 個人消費支出の推移



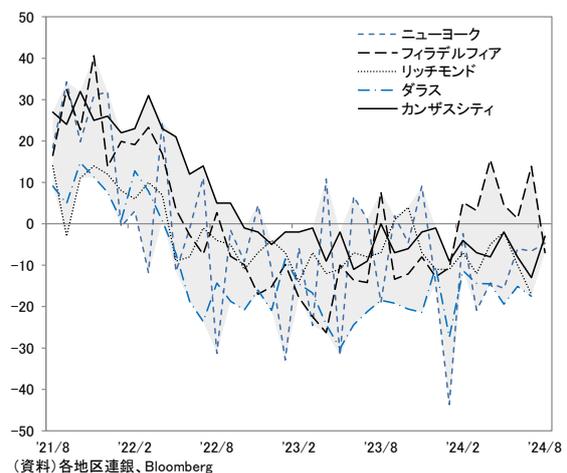
### まちまちな動きとなった7月のISM指数

ISM 指数を確認すると、7月のISM 製造業指数は、前月から▲1.7ポイントの46.8%と、判断基準となる50%を4か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス指数は、前月から+2.6ポイントの51.4%と、判断基準となる50%を3か月ぶりに上回った。7月のISM 指数は製造業とサービス業で異なる動きとなり、4月以降のデータで確認されつつある景気鈍化が一様ではない可能性が示唆された。

図表6 ISM景況感指数の推移



図表7 地区連銀製造業景況指数



### 利下げ開始を織り込ませる動き

8月21日に公表された7月FOMCの議事要旨では、大半のFOMC参加者は、もしデータが予想通りであれば、次回の会合で政策を緩和するのが適切であろうとの見解を示したことが明らかとなった。9月FOMC(17、18日)での利下げを織り込ませる内容といえる。

インフレ見通しについては、FOMC参加者は最近のデータか

**景気の先行き：ソフトランディングに向けた動きが継続**

**長期金利：横ばいでの推移を予想**

ら、「インフレが持続的に 2%に向かっているとの確信を強めた」と記された。また、ほぼすべての参加者は、最近のインフレ率の鈍化をもたらした要因が、今後数か月にわたりインフレ率に下押し圧力をかけ続ける可能性が高いとの見方を示した。加えて、多くの参加者は、労働市場の需給が改善するにつれて労働コストの伸びが緩やかになっていることが、特に非住宅サービス価格のデフインフレに引き続き寄与するだろうと指摘した。

こうしたなかパウエル FRB 議長は 23 日、カンザスシティ連銀が主催する経済シンポジウムであるジャクソンホール会議にて、「政策調整の時が来た。方向性は明確であり、利下げの時期とペースは今後発表されるデータ、変化する見通し、リスクのバランスによって決まる」と述べ、利下げが間もなく開始されることを示唆した。

さて、景気の先行きを考えると、雇用増加ペースの鈍化や過剰貯蓄の減少、カードローン遅延率の上昇、金融引き締めなど個人消費に対する下押し圧力は多く指摘されてはいるものの、個人消費は堅調に推移している。先行きについても、利下げに伴いそうした下押し圧力のいくつかは和らぐことから、現時点では個人消費が底割れすることはなさそうだ。

8 月入り後は、FOMC 参加者の労働市場に対する警戒感がやや高まり、実際に労働市場の弱含みが確認されれば利下げペースを速めて、一段の落ち込みを回避することになるだろう。なお足元では、4~6 月期 GDP 成長率（速報値）が前期比年率 2.8%と高いこともあり、直ちに金融緩和が必要な状況ではない。

全体としては、コロナ禍の様々な需給の不一致が解消されつつあるなか、米国経済は 2%物価目標と 2%程度の潜在成長率へ回帰する動き（=ソフトランディング）が続くと見込まれる。

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では 6 月入り後、FOMC（11、12 日）を控えて米長期金利（10 年債利回り）は一旦上昇したものの、5 月 CPI の鈍化傾向がみられたことなどから、利下げ期待が強まり利回りは低下基調となった。6 月後半は概ね 4.2%台で推移した。

7 月に入ると、連邦最高裁がトランプ前大統領の免責特権の一部を認めたことから、同氏が大統領選に勝利する可能性が高まった。インフレ率の加速と財政赤字の増加が意識されたこと

から、1日の長期金利は4.46%へ上昇した。その後は、6月の雇用統計を消化し、24年内2回利下げ観測が強まったことで5日の利回りは4.28%へ低下した。以降は6月後半とほぼ同じ水準の4.2%前後での取引となった。

8月に入ると、雇用統計（2日）が軟調だったことなどから、米景気に対する悲観的な見方が強まり、長期金利は前日から19bp低下の3.79%と23年末以来の水準となった。その後は、そうした見方が弱まるにつれて長期金利も上昇し、8日は4%を上回る場面もみられた。14日に発表された消費者物価指数が概ね事前予想通りだったことに加えて、7月FOMC議事要旨（21日）やパウエル議長の講演（23日）などから、9月FOMCでの利下げ開始がほぼ確定的となるにつれて、長期金利は低下基調で推移した。足元では再び3.8%前後での推移となっている。

先行きについては、利下げペースに関する見通しが材料となるだろう。足元では25年末時点で累計200~250bpの利下げが織り込まれているが、FOMC参加者が考える利下げ見通しより利下げの織り込み幅が大きい可能性が高く、結果として長期金利の低下は一旦止まり、横ばいで推移すると予想する。



### 株式市場：緩やかな上昇傾向を予想

株式市場では3月以降、長期金利をみながらのボックス相場が継続した。7月半ばにかけて利下げ観測が強まったことから、主要株価指数が最高値を更新した。その後は、対中半導体規制強化への警戒感がくすぶるなか、決算発表を受けてAI関連投資の収益性についての懸念が強まったことで、大型ハイテク株が売られる展開となった。

## ハリス民主党候補 がリード

8月入り後は、弱含んだ雇用統計を背景にダウ平均は一時38,000ドル台半ばまで下げたものの、長期金利の低下や、米景気の先行きに対する不安が弱まったことなどから、足元では決算発表を消化するなかで上昇傾向となっている。

先行きについては、24年後半から25年半ばにかけてS&P500構成銘柄についての収益見通しは前年比10%台前半～半ばとなっており、好調さが続く予想されている。また、低位で推移すると見込まれる長期金利も追い風になるだろう。もっとも、目先は28日に決算を発表する半導体大手エヌビディアに注目することになりそうだ。

最後に、11月5日に予定されている米大統領選に向けての動きを確認すると、8月入り後は民主党のハリス候補が共和党のトランプ候補を、多くの世論調査にて小幅にリードする展開となっている。

ハリス候補は、扶養控除の拡大や40万ドル未満の所得者への減税維持、便乗値上げ禁止などを通じて、低・中所得者の生活を改善する政策を強調している。そのための財源としては、法人税率を現行の21%から28%へ引き上げることや、1億ドル以上の資産を持つ富裕層に対して含み益へ25%課税すること、課税所得が100万ドルを超え、投資所得が40万ドルを超える個人の投資所得に対して44.6%のキャピタルゲイン税を適用することなどが報道されている。こうした一連の増税案は、大規模な減税を掲げるトランプ候補とは一線を画すといえる。

もっとも、両候補とも具体的な政策論争というよりは、人柄などのイメージ戦略を重視している面も強く、大統領に就任した場合でも、こうした政策の実行性は未知数だろう。なお、両者初となるテレビ討論会が9月10日に予定されている。

(24.8.27 現在)