

## 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。同判決をめぐることは、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。

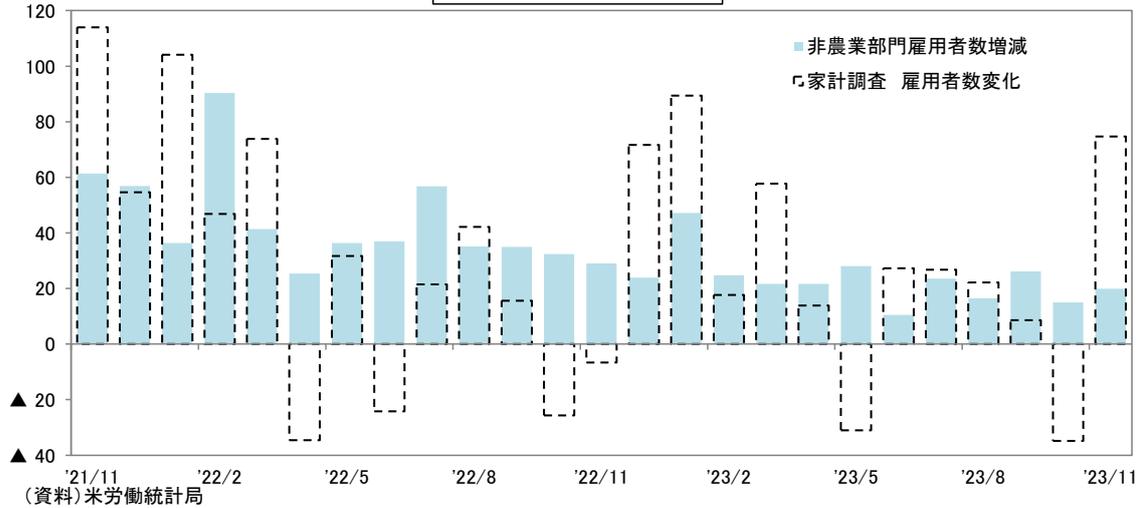
もともと、連邦最高裁判事は9人中6人が保守派であることや、内3人はトランプ前大統領が指名したこともあり、コロラド州最高裁の判断は覆される可能性が高そうだ。こうしたことから、共和党内で根強い人気がある上に、バイデン大統領との直接対決においても世論調査でややリードするトランプ前大統領の選挙戦には、あまり影響がなさそうだ。

#### 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



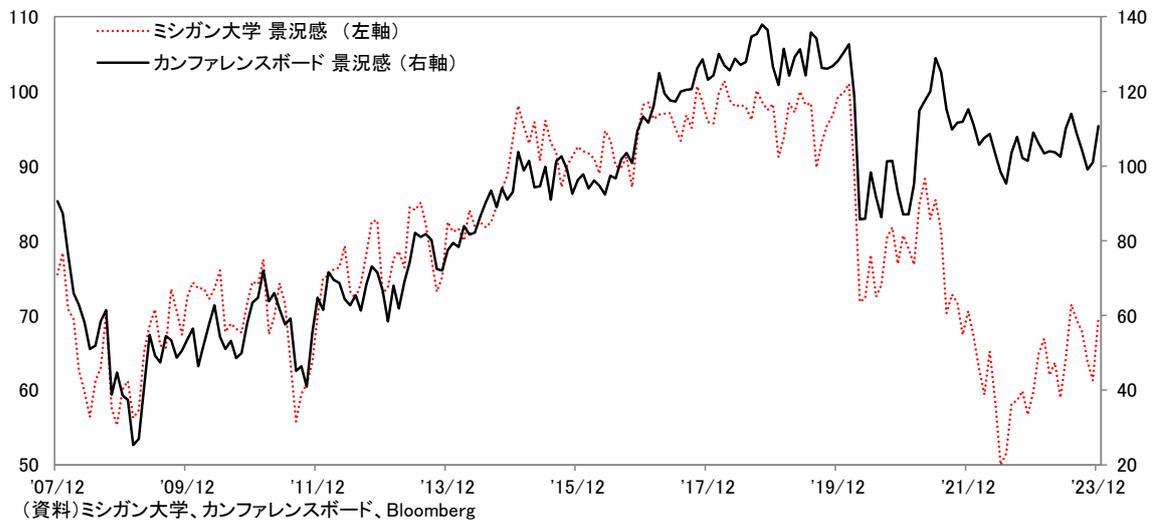
### 大幅に改善した消費者マインド

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。

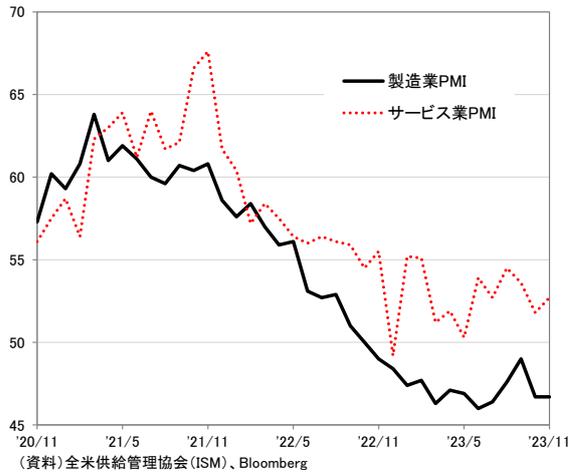
図表3 消費者景況感の推移



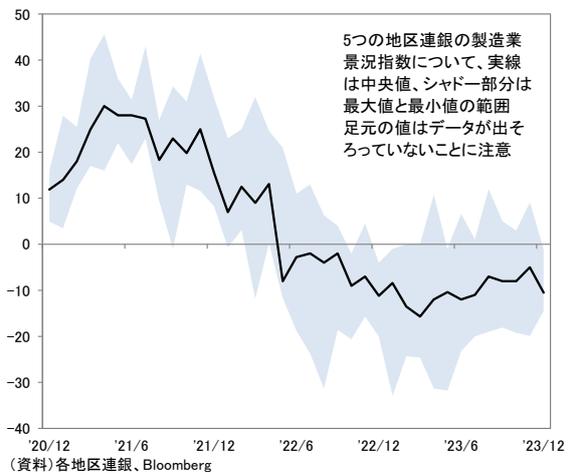
### ISM 指数：縮小傾向が 継続している製造業 雇用

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感指数

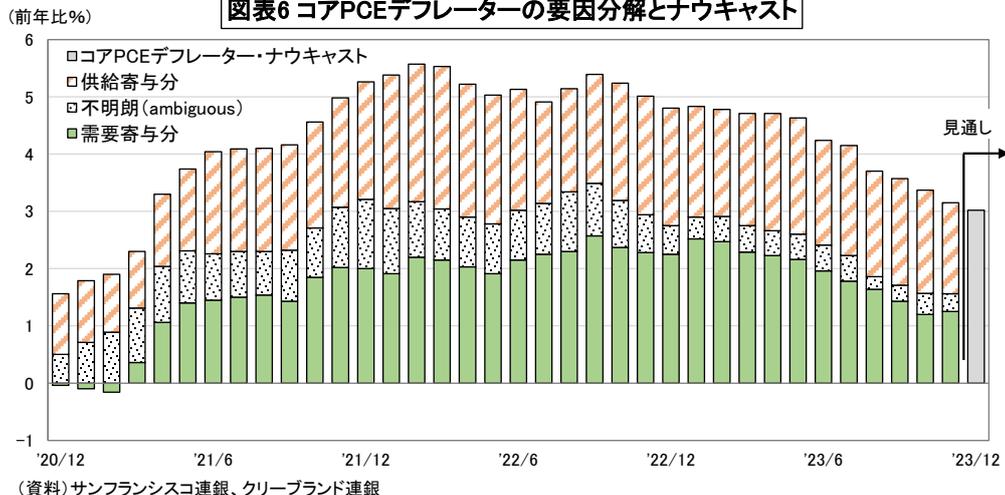


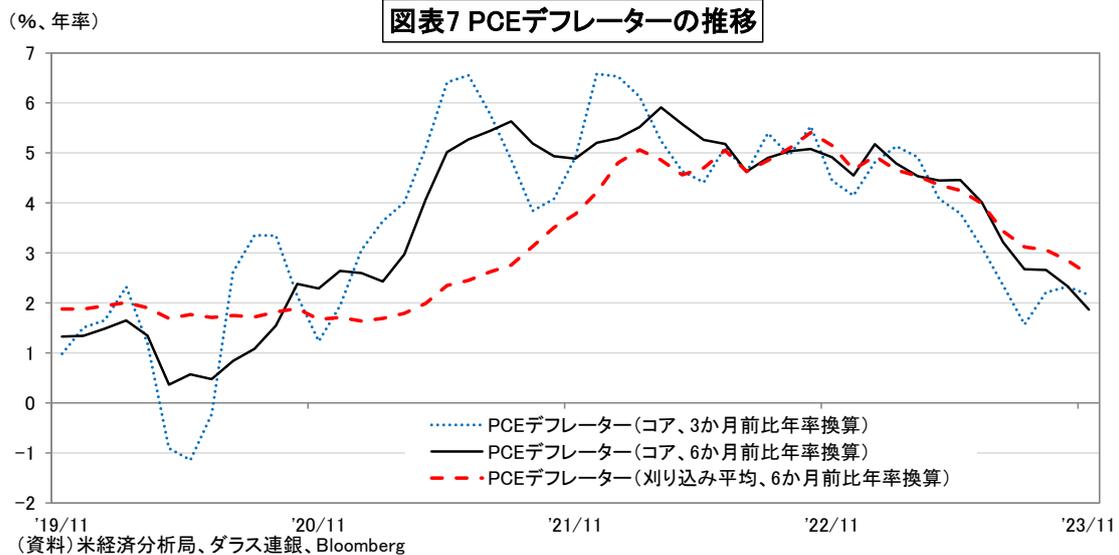
### 鈍化傾向が鮮明なインフレ率

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。

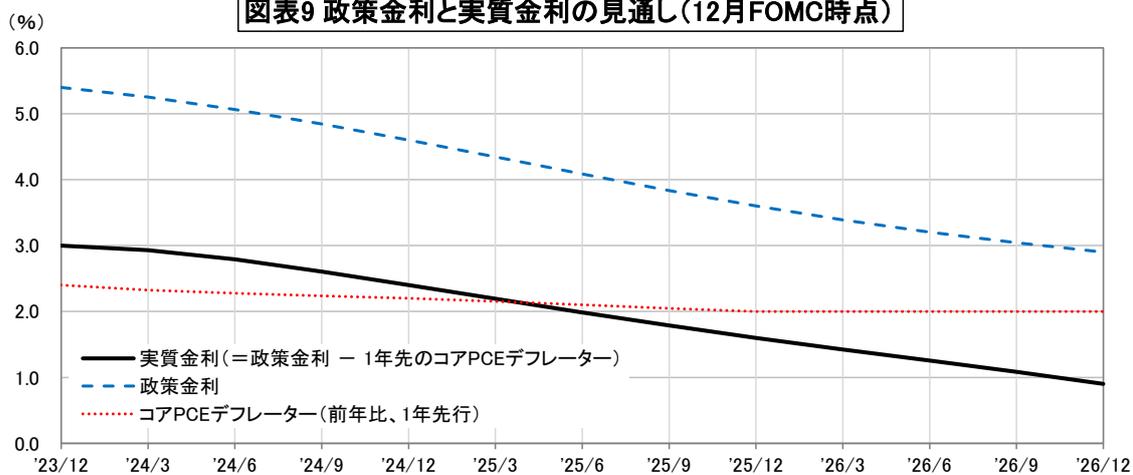
## 加速が予想される利下げペース

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。

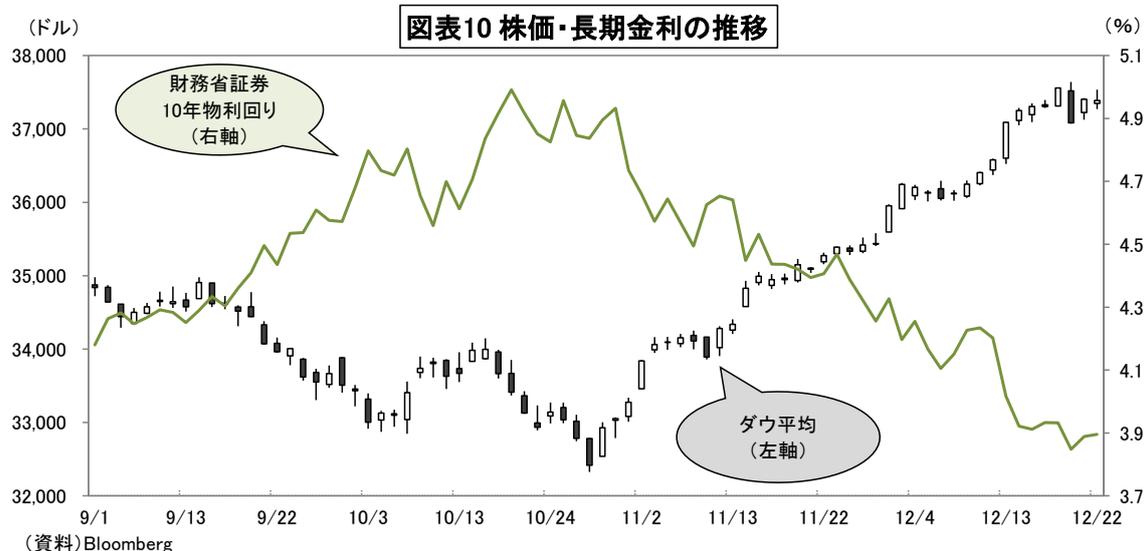
もっとも、金融政策での引き締めすぎを回避できれば、景気の軟着陸（＝ソフトランディング）を達成できる見通しが強まったといえるだろう。

## 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)