

景気鈍化の動きが継続

～FRB は大幅な利下げ織り込みをけん制～

佐古 佳史

要旨

トランプ前大統領はアイオワ州に続いてニューハンプシャー州でも勝利し、共和党候補者指名選挙を有利に進めている。一騎打ちとなっているヘイリー陣営が、今後どの程度巻き返せるのかにも注目が集まりそうだ。

雇用統計や ISM 雇用指数、求人労働異動調査などから、労働市場の需給緩和が継続していることがうかがえる。インフレ率についても抑制が進展しており、ミシガン大の調査ではインフレ鈍化を背景に消費者マインドの大幅な改善が継続している。もっとも FRB としては確実にインフレ率の抑制を目指す姿勢を強調しており、大幅な利下げ織り込みをけん制する動きもみられる。インフレ率だけではなく、FOMC 参加者の景気に対する評価にも注目する必要があるようだ。

予備選 2 連勝となったトランプ前大統領

デサンティス・フロリダ州知事が 24 年米大統領選挙の共和党候補指名争いからの撤退とトランプ前大統領の支持を表明したことで、同党の指名争いはヘイリー元国連大使とトランプ前大統領の一騎打ちとなった。こうしたなか、23 日に開かれたニューハンプシャー州での予備選にてトランプ前大統領がアイオワ州に続いて勝利したことで、ヘイリー候補は苦境に立たされたといえる。もっとも、ヘイリー陣営は予備選が集中する 3 月初旬のスーパーチューズデーまでは選挙戦を継続すると表明しており、どの程度巻き返せるのかにも注目が集まるだろう。

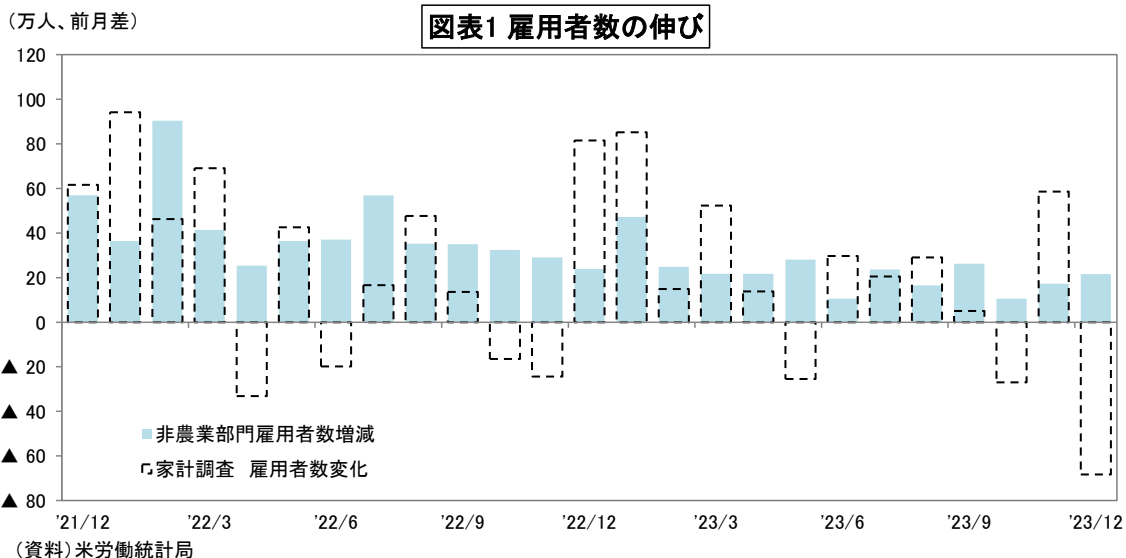
また、トランプ前大統領が共和党候補となれば、失望から 11 月の大統領選挙では同氏に投票しない予定の共和党支持者が増加傾向にあるとの調査もあり、トランプ陣営も余裕があるわけではないのかもしれない。共和党支持者の動向にも関心が高まりそうだ。

労働市場の需給緩和が進展

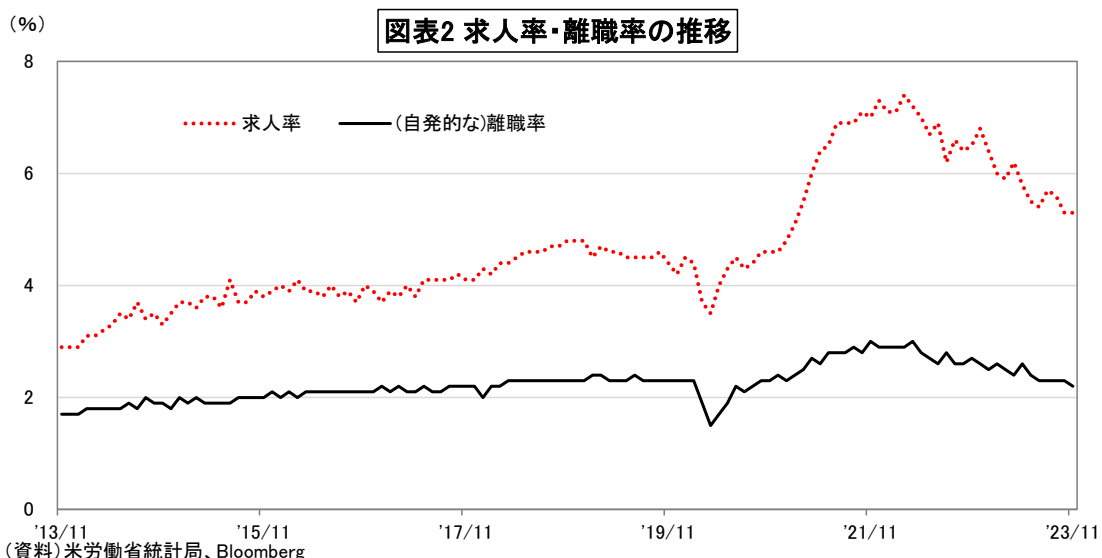
さて、経済指標を確認してみると、労働市場の需給緩和とインフレの鈍化が進展していることがうかがえる。

12 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 11 月から 21.6 万人増（事業所調査）となった。10、11 月分が合計 7.1 万人下方修正されたことで、足元 3 か月の平均値は 16.4 万人と、雇用増加ペースは徐々に鈍化していることがうかがえ

る。失業率は変わらずの 3.7%、平均時給も変わらずの前月比 0.4%となったものの、細かくみれば 0.35%から 0.44%へとほぼ 0.1 ポイント加速した。



11 月の求人労働異動調査によると、求人率は変わらずの 5.3%、自発的な離職率は 0.1 ポイント低下の 2.2%となった。求人数と失業者数の比率をみると、11 月は職を選ばなければ 1 人の失業者に対して 1.40 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。



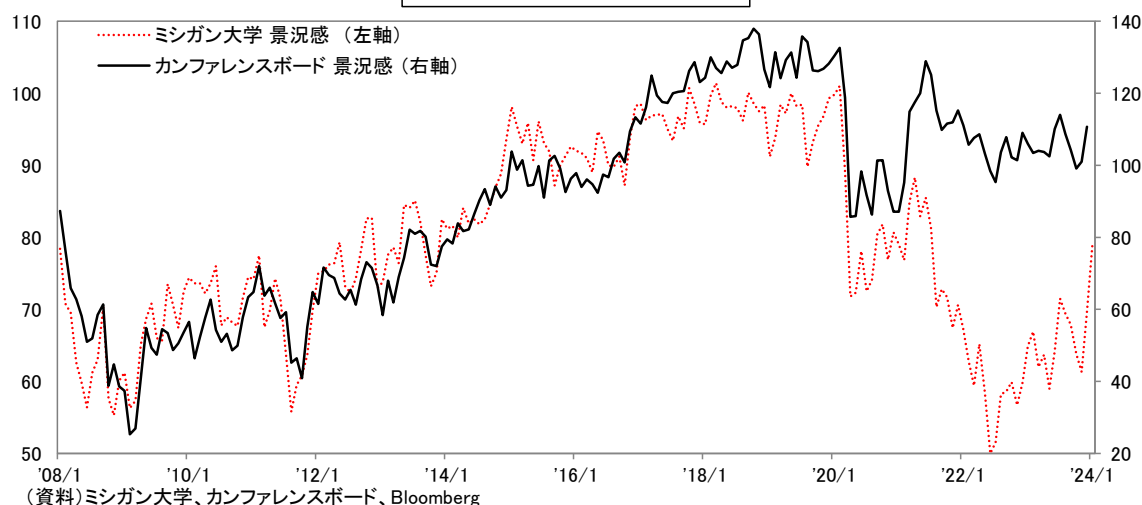
消費者マインドの改善が継続

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、12 月の小売売上高は同 0.6%と比

較的高い伸び率となった。11、12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。また、ニューヨーク連銀の調査では、コロナ禍において消費の伸びが顕著であった高齢層についても抑制されていることがうかがえる。

1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背景に前月比13%上昇し、2か月間の上昇率としては1991年以来の27%となった。12月と同様に、1月は調査対象である5項目全てが上昇した。また、1年先と長期の期待インフレ率は2.9%、2.8%へといずれも前月から低下した点も報告された。もっとも、コロナ禍以前の期待インフレ率は2.2~2.6%で推移しており、足元の数値は依然としてやや高いといえる。

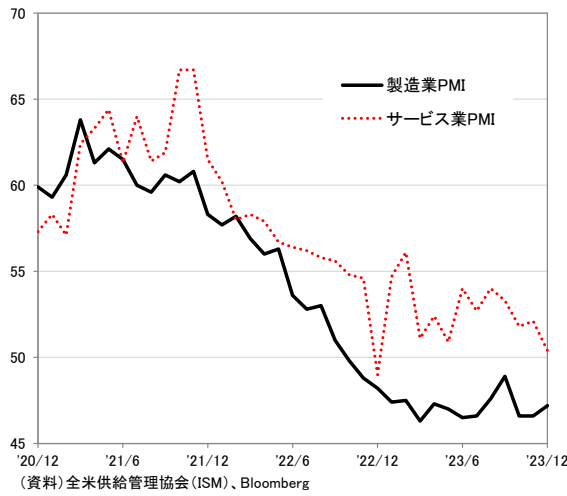
図表3 消費者景況感の推移



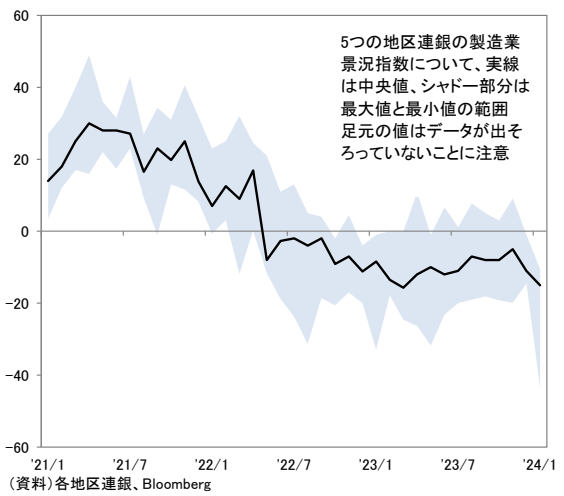
ISM 指数：雇用が縮小傾向

ISM 指数を確認すると、12月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から0.7ポイント上昇の47.4%と14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2.1ポイント低下の50.6%と、判断基準の50%を12か月連続で上回り拡大傾向を保っている。なお、雇用指数は45.8%、43.3%と判断基準となる50%をいずれも下回っており、雇用は縮小傾向にあることを示した。雇用者の伸びが鈍化していることと総合的にいえるだろう。

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



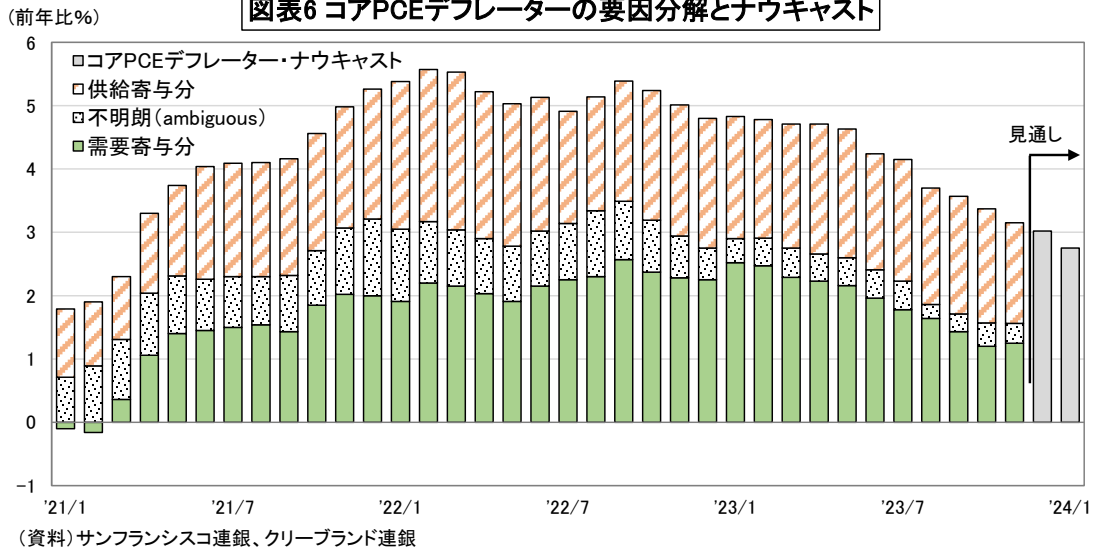
鈍化傾向が鮮明なインフレ率

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。より足元の動きを捉えやすい6か月前比年率や3か月前比年率では鈍化傾向が鮮明となっている（図表7）。

12月の消費者物価指数(CPI)は総合、コアともに前月比0.3%となり、FRBの（PCEデフレーターで測った）2%物価目標に対してはやや高めインフレ率となった。

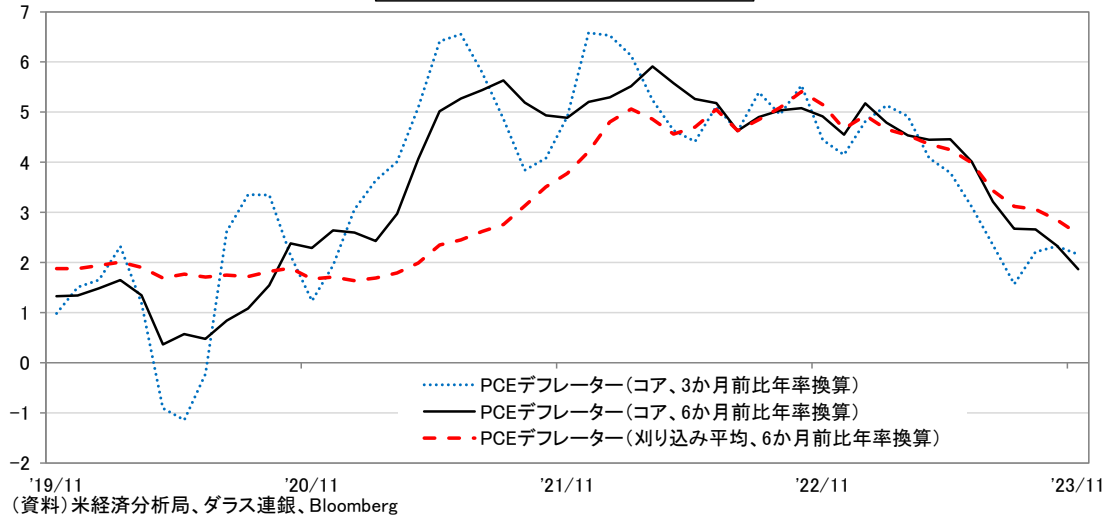
全体としては、前年比でみると依然として物価上昇率は高いものの、足元では抑制が進んでいると確認できる。

図表6 コアPCEデフレーター・ナウキャスト



(%、年率)

図表7 PCEデフレーター推移



**利下げ時期は見通せ
なかった12月FOMC議
事要旨**

1月3日に公表された12月FOMCの議事要旨からは、FOMC参加者が、インフレ率の上振れリスクが低下したとの認識を示したことが明らかとなった。一方で、24年内の利下げについては概ね同意があるものの、利下げ開始時期についての手掛かりはほとんど示されなかった。また、経済見通しの不確実性が高いとの認識も公表された。FOMC参加者としては、インフレ再加速の懸念が十分になくなるまでは政策金利を据え置く姿勢と思われる。

最近のFOMC参加者の発言から考えると、インフレ率が2%まで抑制されたとしても、労働市場のひっ迫が継続する状況や、GDP成長率が潜在成長率(1.8%程度)を上回る速いペースで推移し続ける状況などでは、引き締め方向の金融政策が維持されると思われる。インフレ率だけではなく、FOMC参加者の景気に対する評価にも注目する必要があるようだ。

**景気の先行き：ソ
フトランディング
見通し**

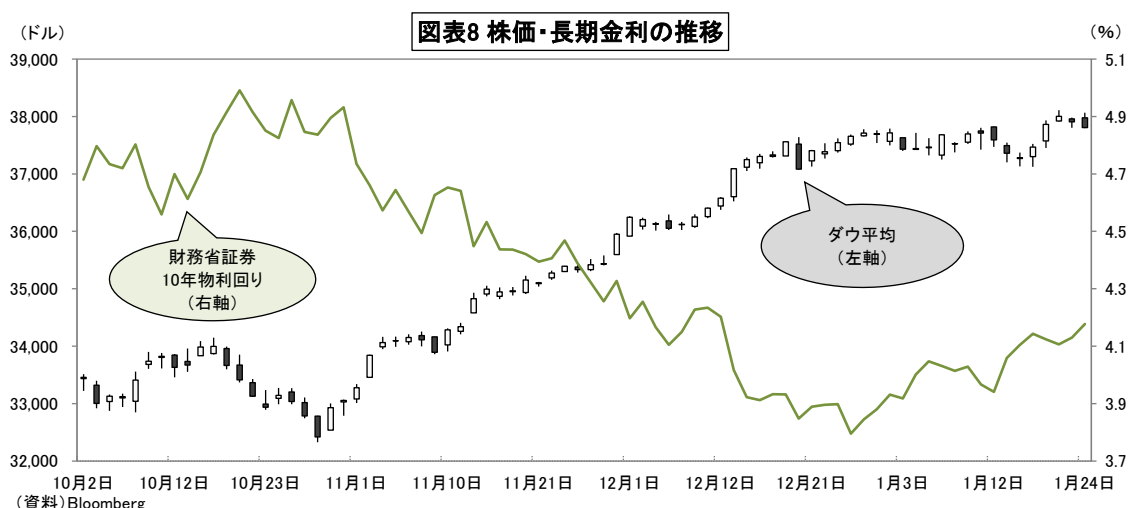
インフレ率は鈍化しているものの依然としてFRBの物価目標を上回っていることや、賃金上昇率も物価目標と整合的な水準を1%ポイント程度上回っていること、ミシガン大学調査の期待インフレ率もやや高いことなどから、金融引き締めをしばらく継続する必要があるようだ。利下げは、景気見通しが公表される6月FOMC(11、12日)から開始されるのではないかと予想する。

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。

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、足元では4%前半での推移となっている。

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、先月と同じく、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ている。足元ではハイテク株や人工知能関連銘柄に買いが入り、主要指数が最高値を更新する場面がみられた。ダウ平均も21、22日にかけて最高値を更新し、38,000ドル前後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引き続き底堅い展開を予想する。

(24. 1. 25 現在)