米国経済金融

金融引き締め下でも堅調な米国経済

～早期利下げの可能性は大幅に低下～

佐古　佳史

要旨

共和党のトランプ候補はヘイリー候補の地元でも勝利を収めたことで、今後はバイデン大統領を意識した選挙戦へ方針を変更すると発表した。同候補の「米国第一」主義に沿った主張が激化すると思われる。

1 月 25 日に公表された 23 年 10～12 月期 GDP（速報値）は前期比年率 3.3%と、7～9 月期の同 4.9%に続き速いペースでの景気拡大となった。23 年を通じては前年比 2.5%成長と堅調さが維持された。

1 月の経済指標からは、予想外に堅調な指標が多くみられたことから、労働市場の需給緩和やインフレ率の抑制が一時停止したことがうかがえる。FOMC 議事要旨や最近の FOMC 参加者の発言からも、時期尚早な利下げに関するリスクが指摘されており、現段階では、利下げは早くても 6 月 FOMC からと思われる。

「バイデン対トランプ」の様相が強まる選挙戦

共和党のトランプ候補は 24 日、サウスカロライナ州の予備選にて同州知事を務めたヘイリー候補に勝利した。ヘイリー候補の地元でも勝利を収めたことで、今後は民主党のバイデン大統領を意識した選挙戦へ方針を変更すると発表された。

こうしたなか米議会上院は 13 日、600 億ドルのウクライナ支援を含む予算案を可決した。もっとも、トランプ候補が同予算案に反対していることから、ウクライナ軍の消耗が伝わるなかでも共和党が多数派を占める下院では直ちに採決を行わない方針となっている。同候補はこれまでウクライナへの無償支援に反対の姿勢や、地理的に近い欧州各国がより手厚く支援すべきとの見解を示している。

「バイデン対トランプ」の様相が強まっていくと見込まれることから、今後はトランプ候補の「米国第一」主義に沿った主張が激化すると思われる。北大西洋条約機構（NATO）の在り方やウクライナ支援、東アジアの安全保障などについての議論もおのずと変化していくだろう。

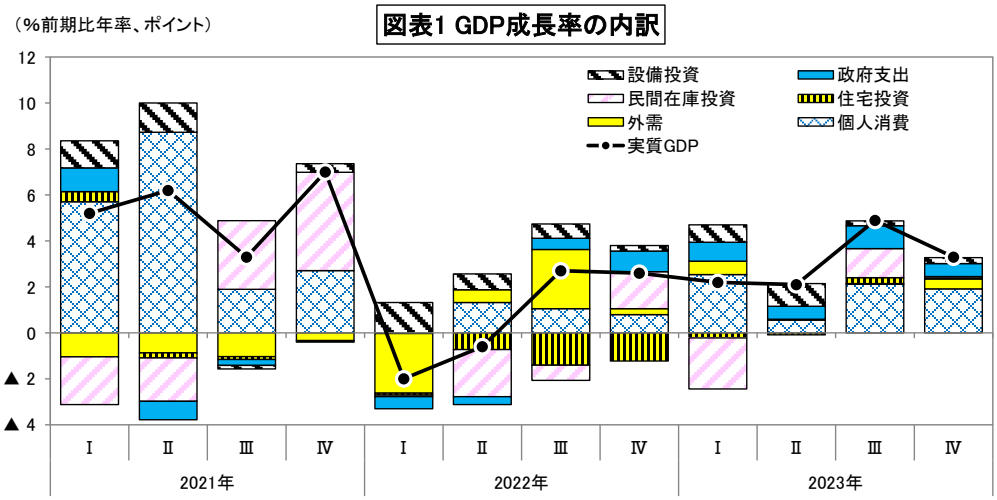
速いペースでの景気拡大となった 10～12 月期 GDP

初めに 1 月 25 日に公表された 23 年 10～12 月期 GDP（速報値）を確認すると、成長率は前期比年率 3.3%と、7～9 月期の同 4.9%に続き速いペースでの景気拡大となり、23 年を通じて

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

は前年比 2.5%成長と堅調さが維持された。需要項目ごとの寄与度をみると、個人消費支出が前期比年率 1.91 ポイント、設備投資が同 0.26 ポイント、純輸出が同 0.43 ポイント、政府支出が 0.56 ポイントとなった。また、在庫、住宅投資も小幅ながらプラス寄与となった。

図表1 GDP成長率の内訳



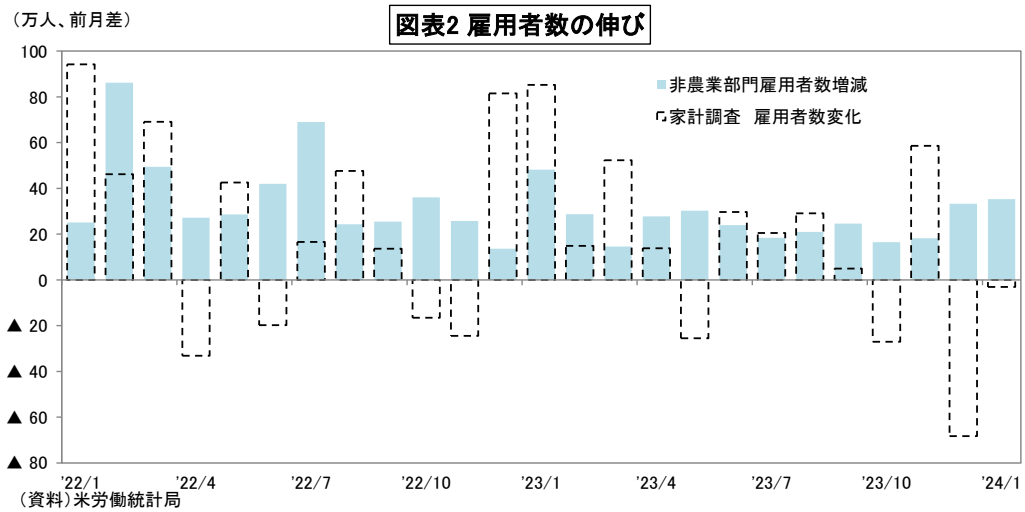
（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成 （注）各需要項目は寄与度。

労働市場の需給緩和が一旦停止

さて、経済指標を確認してみると、1 月は労働市場の需給緩和とインフレの鈍化が一旦停止したとみられる。

1 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 12 月から 35.3 万人増（事業所調査）と雇用増加ペースは加速した。12 月分が 11.7 万人上方修正されたことで、足元 3 か月の平均値は 28.9 万人と雇用拡大ペースは速い。なお、失業率は変わらずの 3.7%となった。平均時給は前年比 4.5%（前月比 0.6%）、生産・非管理職の時給は同 4.8%（同 0.4%）の上昇といずれも再加速した。

図表2 雇用者数の伸び

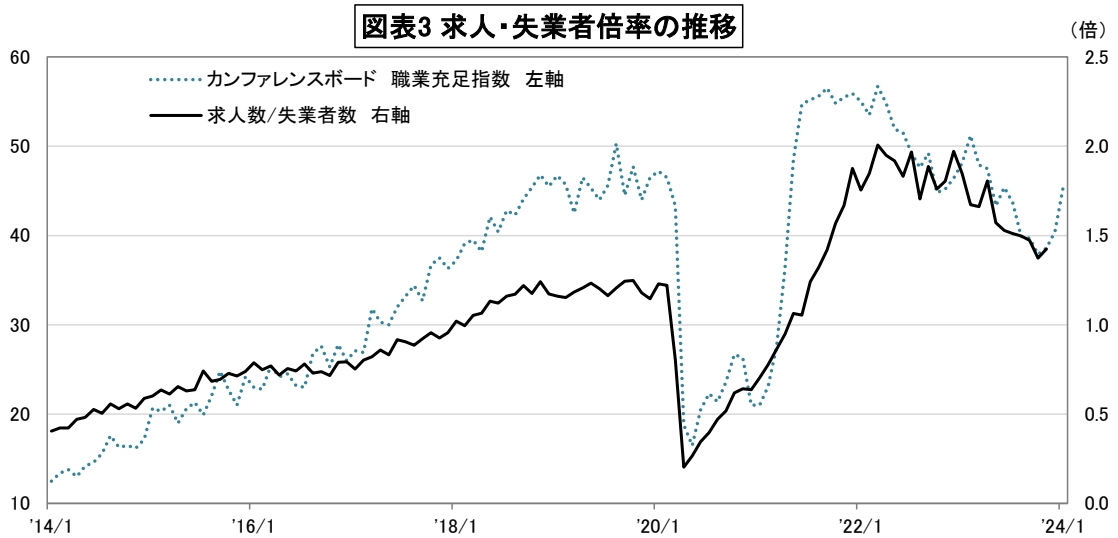


（資料）米労働統計局

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

12 月の求人労働異動調査によると、求人率と自発的な離職率はいずれも変わらずの 5.4%、2.2%となった。求人数と失業者数の比率をみると、12 月は職を選ばなければ 1 人の失業者に対して 1.43 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ものの、1 月は雇用統計が強かったことから、そうした動きが一旦停止したとみられる。

図表3 求人・失業者倍率の推移



（資料）米労働省統計局、Bloomberg

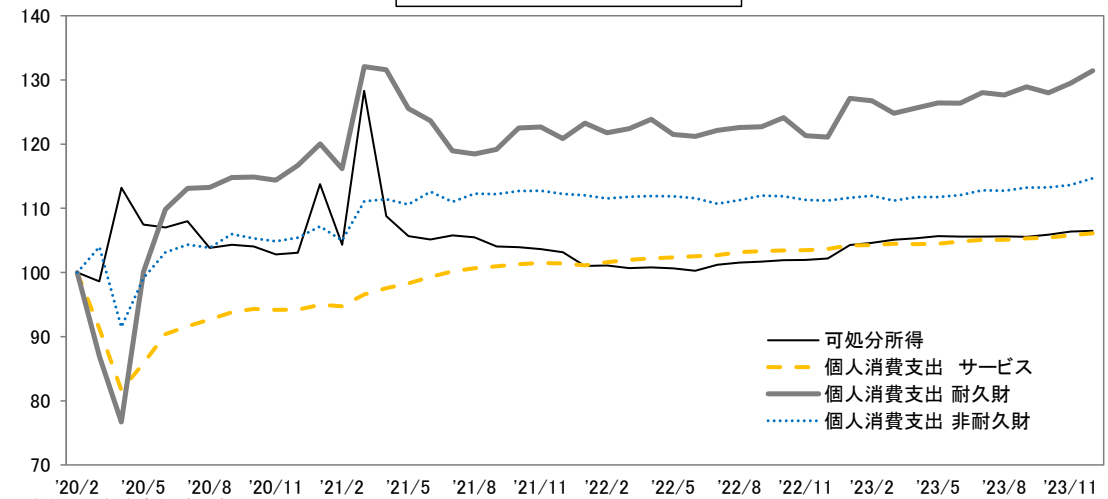
小売売上が大きく減少

個人消費をみると、12 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 0.3%となり、全体としては同 0.5%の増加となった。一方で、1 月の小売売上高は同▲0.8%と 2 か月ぶりに減少した。12、1 月の消費データは季節調整の影響から上下に変動しやすいとされるが、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。

2 月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、高い伸びを示した 1 月からほぼ変わらずとなった。インフレ率の鈍化と労働市場の堅調さが継続することへの信頼感が背景にある。また、1 年先期待インフレ率は 0.1 ポイント上昇の 3.0%、長期期待インフレ率は変わらずの 2.9%となった。もっとも、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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表4 個人消費支出の推移

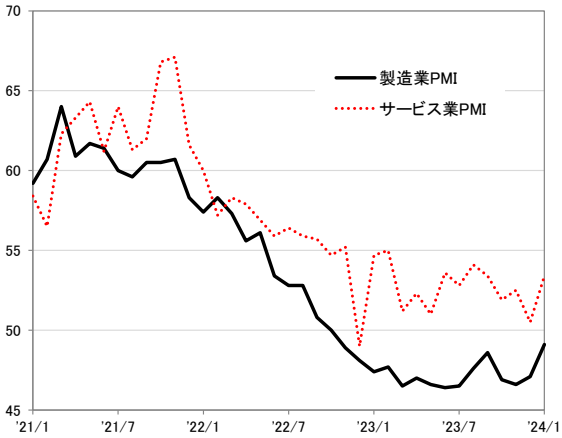


（資料）米商務省経済分析局、Bloomberg

価格指数の上昇がみられた ISM 指数

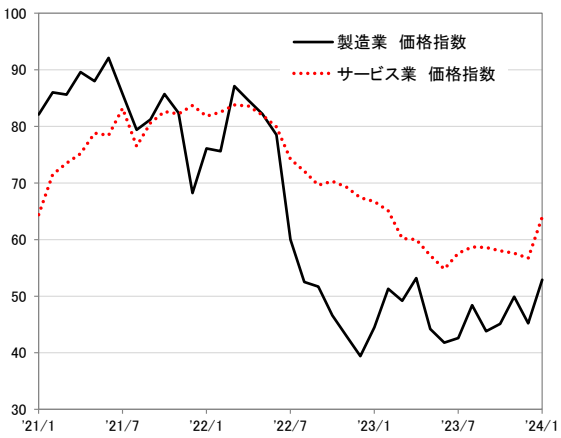
ISM 指数を確認すると、1 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 2.0 ポイント上昇の 49.1%と 15 か月連続で縮小傾向を示した。サービス業指数（サービス業 PMI）は同 2.9 ポイント上昇の 53.4%と 13 か月連続で拡大傾向を保っている。なお、サービス業 PMI 雇用指数は 50.5%と 2 か月ぶりに拡大傾向を示した。また、製造業、サービス業の価格指数はそれぞれ 52.9%、64.0%と 1 月はいずれも上昇傾向となった。

図表5 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表6 ISM価格指数



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

下げ渋りが続くインフレ率

インフレ率をみると、12 月のコア PCE デフレーターは前年比 2.9%（前月比は 0.2%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 3.3%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。

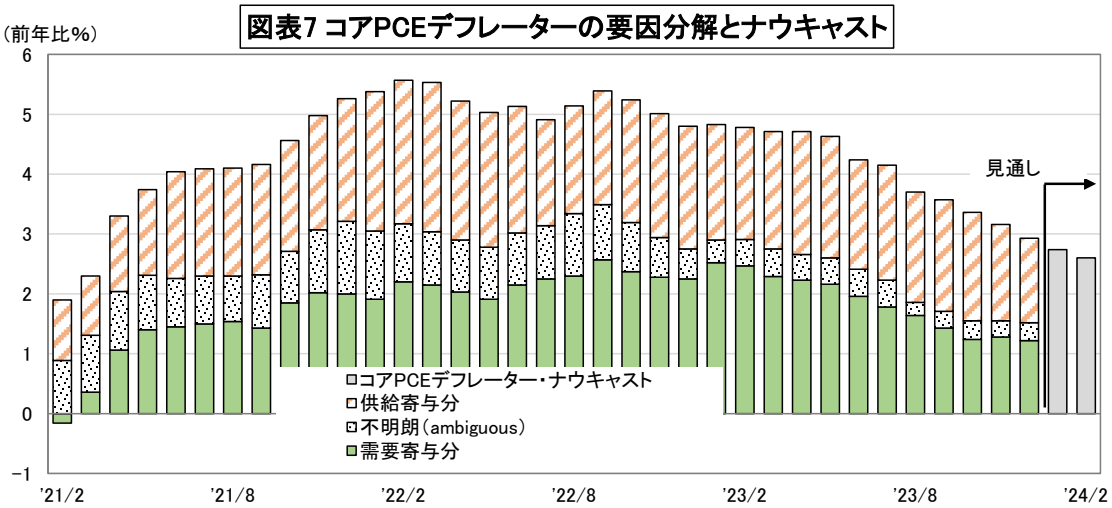
しかしながら 1 月 CPI は多くの項目で 12 月から加速し、総

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

合は前年比 3.1%（前月比は 0.3%）、食料とエネルギーを除くコアは同 3.9%（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が前月比 0.7%と高く、内訳をみると住宅費は同 0.6%、移送サービスは同 1.0%、医療サービスは同 0.7%といずれも加速した。

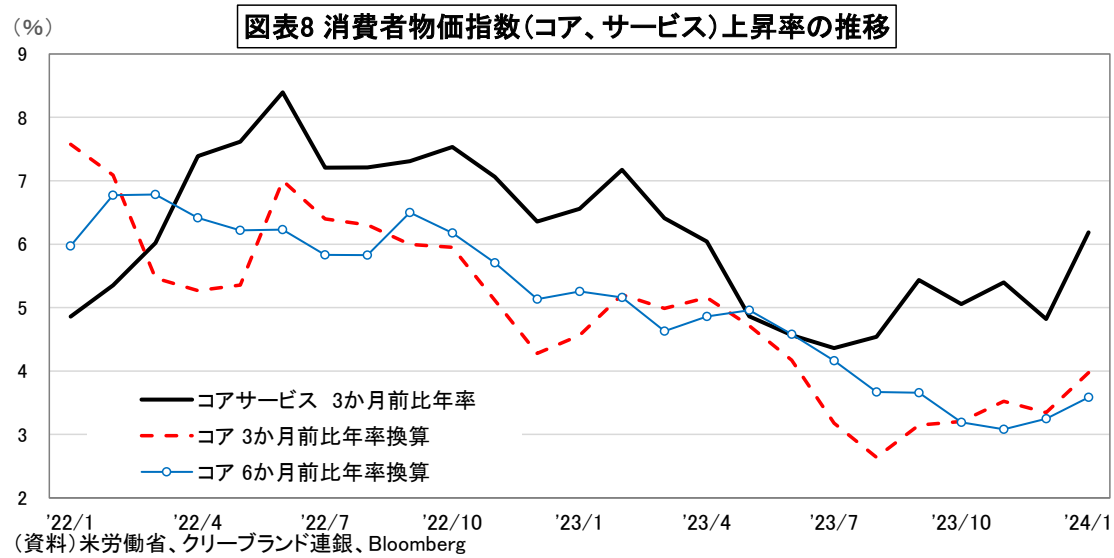
全体としては、1 月 CPI が再加速したことから、足元ではインフレ率が抑制されているとは言い切れない状況に逆戻りしている。

図表7 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



（資料）サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

図表8 消費者物価指数（コア、サービス）上昇率の推移



（資料）米労働省、クリーブランド連銀、Bloomberg

時期尚早な利下げのリスクを指摘した1月FOMC議事要旨

2 月 21 日に公表された 1 月 FOMC の議事要旨では、金融引き締めが必要な期間についての不確実性についての議論があり、大半の FOMC 参加者が時期尚早な利下げに関するリスクを指摘したことが明らかとなった。また、バランスシートの縮小ペー

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

スを鈍化させる点については、3 月 FOMC（19、20 日）に掘り下げた議論を開始することが適切との言及がみられた。

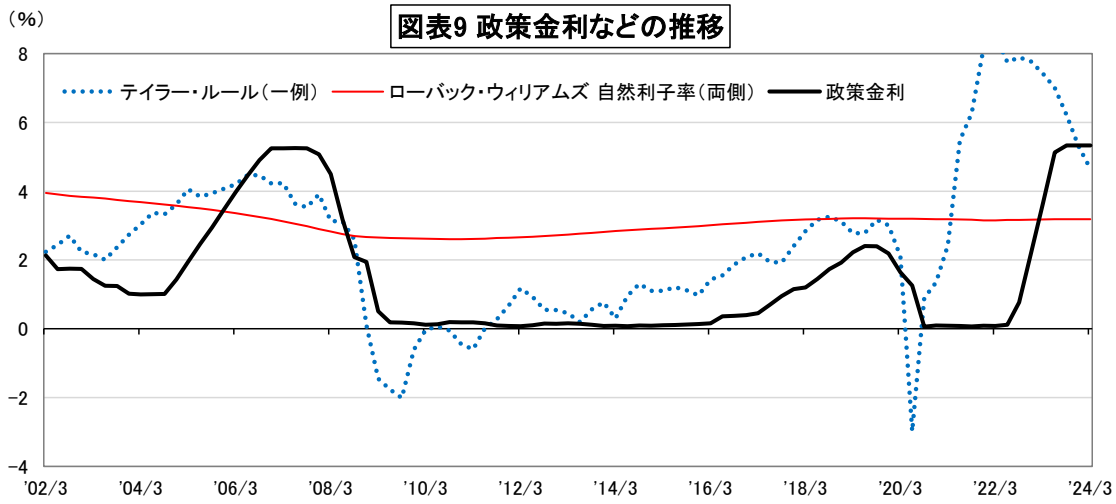
景気の先行き：ソフトランディング見通し

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などから、金融引き締めをしばらく継続する必要がありそうだ。1 月 CPI が上振れたこともあり、利下げは景気見通しが公表される 6 月 FOMC（11、12 日）より開始されるのではないかと、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だろう。

なお、足元では商業用不動産向け融資の不良債権化に対する警戒感が強まっている。この点について、バーFRB 副議長（金融規制担当）は 16 日、多額の含み損を抱える銀行に対する追加的な検査を実施しており、早急に対応できるよう状況を注視していると述べた。また、3 月 1 日に期限を迎える連邦政府のつなぎ予算について、新しいつなぎ予算が間に合わず、一部の政府機関が閉鎖に追い込まれる可能性も指摘されつつある。

図表9 政策金利などの推移



（資料）ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、米議会予算局
（注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。3月の政策金利は予測値。

長期金利：低下基調再開は時間を要する

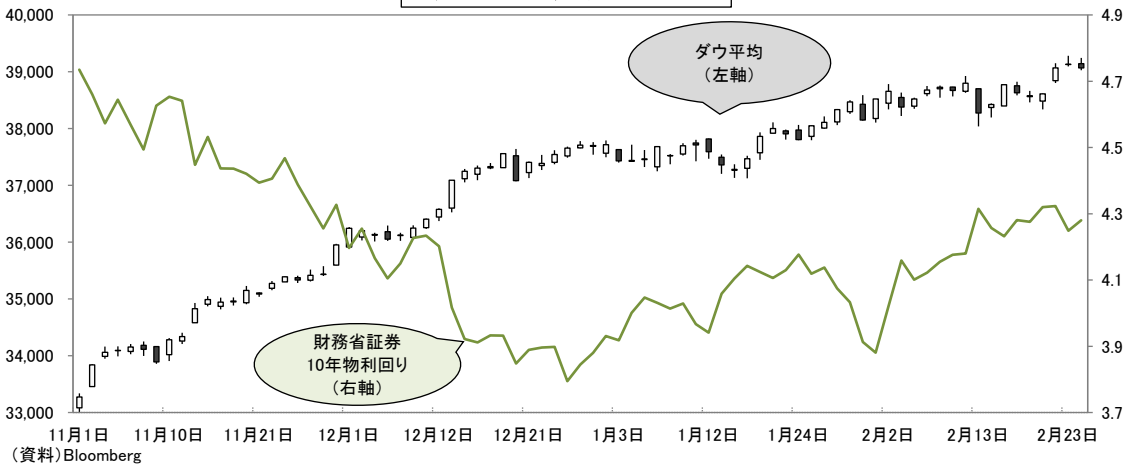
最後に市場の動きを確認すると債券市場では 11 月入り後、イスラエルとハマスの紛争を受けた地政学的リスクが意識されたことや、長期債入札の増額規模が予想よりも少なかったこと、利上げサイクル終了の織り込みが強まったことなどから長期金利（10 年債利回り）は低下基調となった。12 月 FOMC（12、13 日）にて、24 年以降の利下げがテーマとなったこともあり、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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た。1 月 31 日は 1 月 FOMC を受けて 12bp の低下となり、2 月 1 日は米地銀の商業用不動産向け融資問題への懸念から 3.88%まで金利は一旦低下したが、2 日は雇用統計が予想外に堅調だったことから 14bp の急上昇となるなど変動幅の大きい展開となった。以降は、FOMC 参加者から利下げを急がない姿勢が繰り返し示されるなか、1 月 CPI（13 日）が上振れたこともあり利回りは緩やかに上昇して推移している。

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、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。

図表10 株価・長期金利の推移



（資料）Bloomberg

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た。その後も、ハイテク株や人工知能関連銘柄を中心に買いが続いた。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、人工知能関連向け半導体の需要が強いことが確認されると、22、23 日のダウ平均と S&P500 はいずれも最高値を更新した。

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の可能性が意識されていること、24 年にかけて S&P500 構成銘柄については前年比 10%前後の増益が予想され

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

ていることなどから引き続き底堅い展開を予想する。

（24. 2. 26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます