

インフレ指標の上振れが続く

～24 年内 3 回利下げ見通しを維持した 3 月 FOMC～

佐古 佳史

要旨

1、2 月の経済指標からは、労働市場の需給緩和が進展したことが確認できる。一方で、インフレ率は再加速しており、高インフレ環境に逆戻りしつつあるように見える。

3 月 19、20 日にかけて行われた 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。また、24 年内 3 回利下げ見通しが維持された。もっとも、今後わずかにインフレ率が上振れるだけでも 24 年内の利下げが 2 回以下になる可能性が示唆されたと考えるべきだろう。

24 年会計年度予算 がようやく成立

バイデン米大統領は 7 日、米連邦議会で一般教書演説を行った。内容としては、民主主義や人権擁護の重要性や各地域での停戦の必要性を訴えつつ、11 月の米大統領選を見据えてトランプ候補への非難や自身の年齢に対する発言などが含まれた。

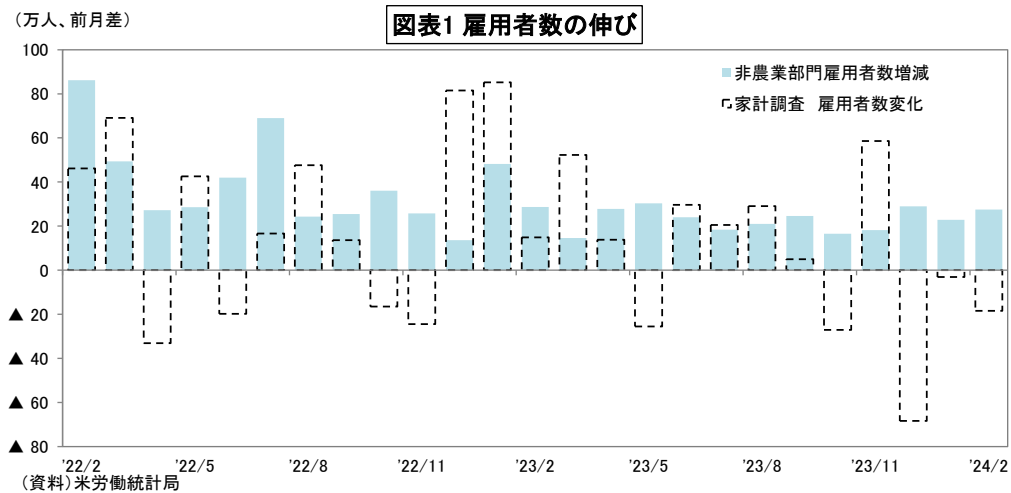
その後 23 日には、大統領が 1.2 兆ドルの 24 年会計年度（23 年 10 月～24 年 9 月）予算案に署名し、ようやく本予算が成立した。これにより、懸念されていた政府機関の一部閉鎖は回避された。なお、本予算には下院での採決が停止されているウクライナ支援は含まれていない。

労働市場の需給緩和 が進展

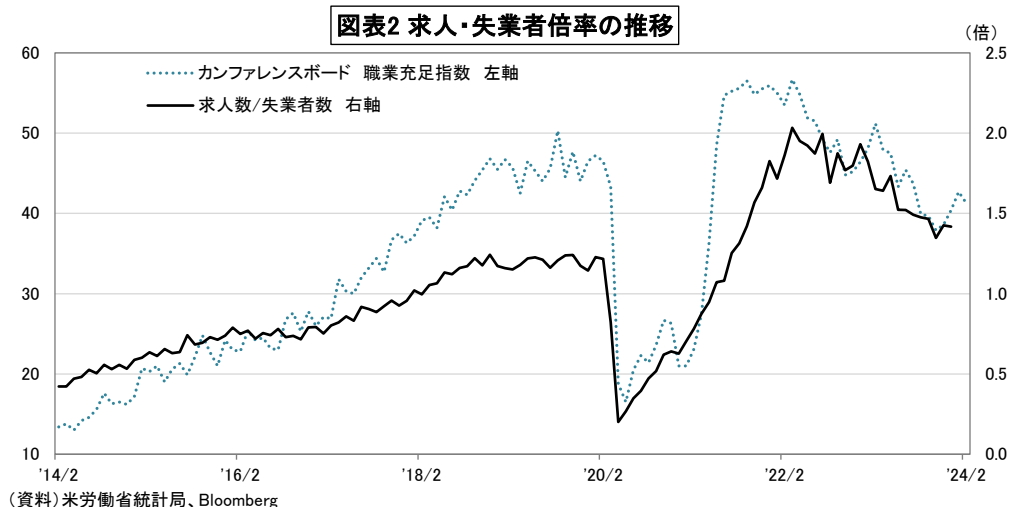
さて、経済指標を確認してみると、2 月は労働市場の需給緩和が進展した一方で、インフレ率は下げ渋っている。

2 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 27.5 万人増（事業所調査）と速いペースでの雇用増加が維持された。失業率は 0.2 ポイント上昇し、約 2 年ぶりの水準となる 3.9%となった。失業率の上昇は労働市場の需給緩和が進んでいる証拠と考えてよいだろう。1 月の非農業部門雇用者数が 12.4 万人と大幅に下方修正された。もっとも、足元 3 か月平均は 26.5 万人増と雇用拡大ペースは依然として速い。

2 月の平均時給は前年比 4.3%（前月比 0.1%）、生産・非管理職の時給は同 4.5%（同 0.2%）の上昇といずれも 1 月から鈍化した。前月比でみれば、2 月の賃金上昇率は抑制されている。



1月の求人労働異動調査によると、求人数は886万件と12月からわずかに減少した。また、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は変わらずの5.3%、自発的な離職率は0.1ポイント低下となる2.1%となった。求人数と失業者数の比率をみると、1月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.42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を示す内容となった。



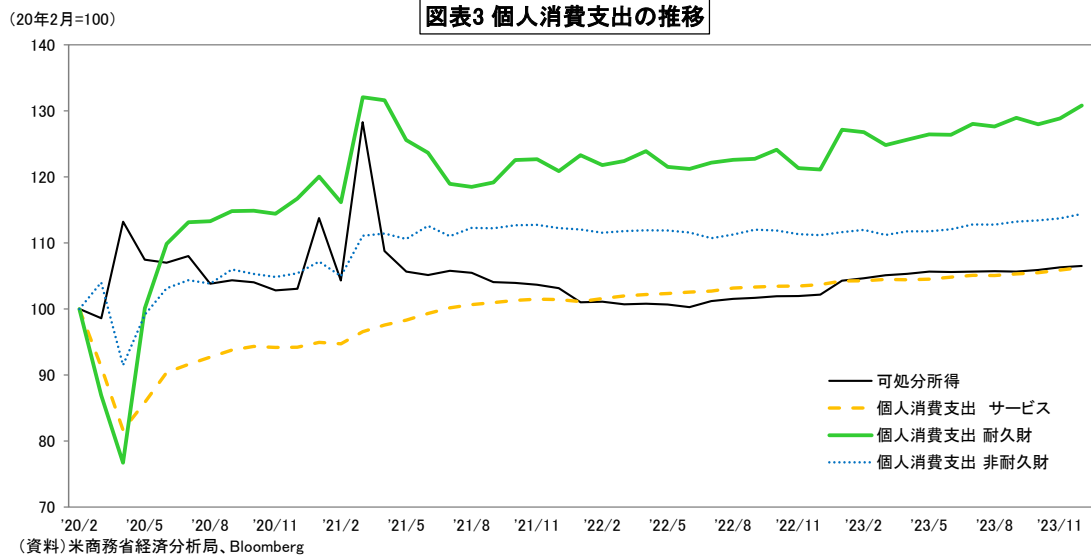
方向感を欠く景況感

個人消費をみると、1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0.4%となり、全体としては同▲0.1%となった。2月の小売売上高は同0.6%と2か月ぶりに増加した。全体としては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。

3月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は、2月か

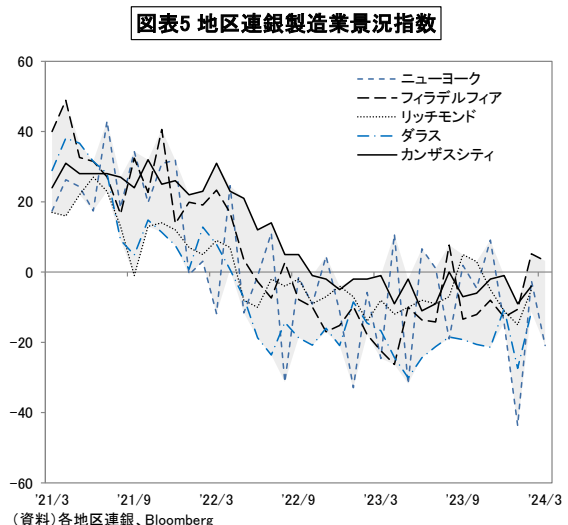
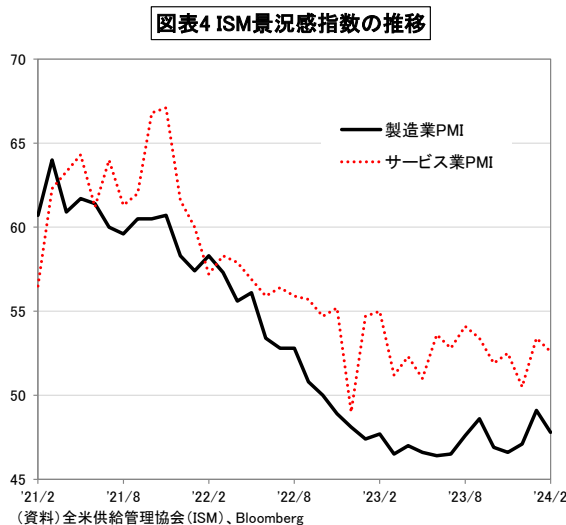
らほぼ変わらずとなった。経済が改善または悪化しているとの兆候をあまり消費者が感じていない点が報告された。

また、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変わらずの 3.0%、2.9% となった。もともと、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。



雇用縮小と価格上昇 がみられた ISM 指数

ISM 指数を確認すると、2 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 1.3 ポイント低下の 47.8% と 16 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 0.8 ポイント低下の 52.6% と 14 か月連続で拡大傾向を保っている。なお 2 月は、製造業、サービス業とも雇用指数が 50% 割れとなり縮小傾向、価格指数は 50% を上回り上昇傾向を示した。

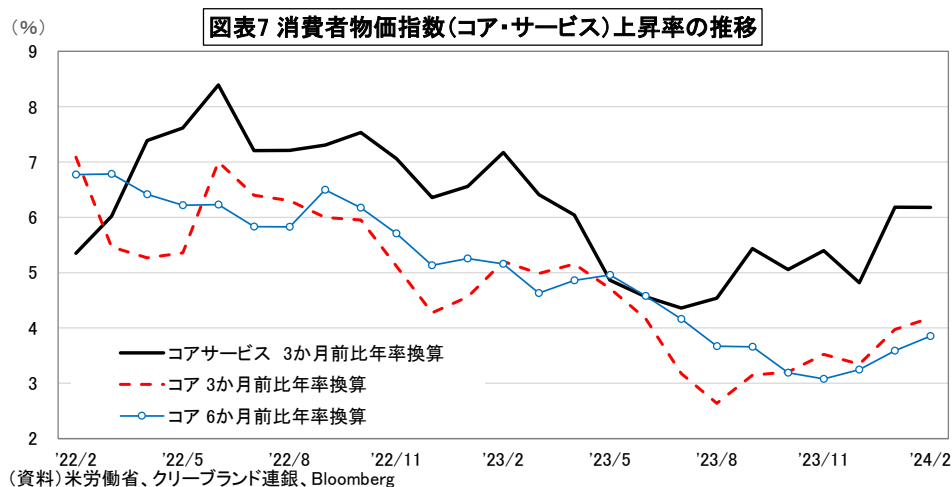
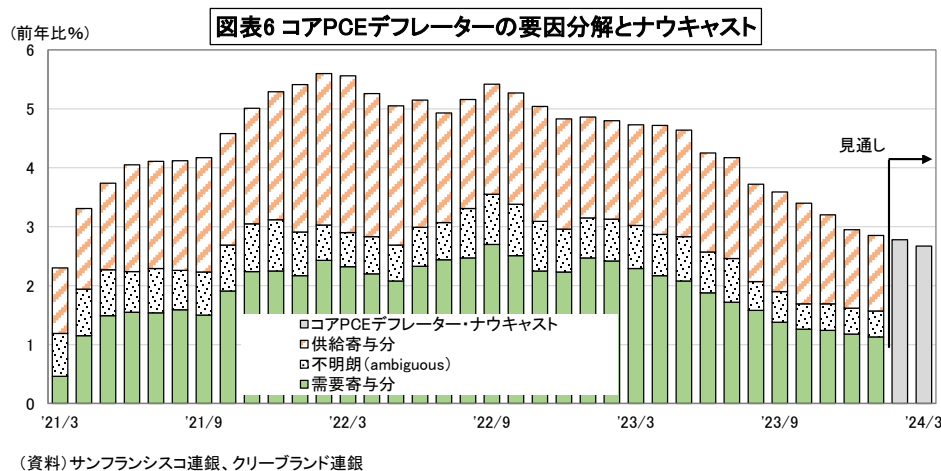


高インフレ環境に逆 戻りしつつある

インフレ率をみると、1月のコアPCEデフレーターは前年比2.8%（前月比は0.4%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは変わらずの同3.2%となった。なお、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、前年比では需要要因の抑制があまり進展していないようだ。

2月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比3.2%（前月比は0.4%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.8%（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は前月比0.5%と1月（同0.7%）から鈍化した。

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4.4%、4.2%、3.9%となり、23年末と比べると足元では加速傾向といえる。このため、インフレ率が（PCEデフレーターで計った）2%物価目標に向かっていているとは言い難い。1、2月CPIが再加速したことから、足元では高インフレ環境に逆戻りしつつある。



24 年内 3 回利下げ見 通しが維持された 3 月 FOMC

3 月 19、20 日にかけて行われた FOMC（公開連邦市場委員会）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について、4.6%、3.9%、3.1%（いずれも中央値）との予想が示された。前回の見通しが公表された 23 年 12 月 FOMC 時点と比較すると、24 年末時点の政策金利は据え置かれ、24 年内 3 回利下げ見通しが維持されたが、25、26 年末時点については小幅に上方修正された。また、24 年末時点の経済成長率とコアインフレ率の予測値は 0.7 ポイント、0.2 ポイントといずれも上方修正された。全体としては GDP 成長率の大幅な減速や失業率の大幅な上昇を伴わず、26 年以内に 2% 物価目標を達成できる見通しが維持されている。いわゆるソフトランディングシナリオといえるだろう。

図表8 FRB大勢見通し(3月時点)

		2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.0～2.4	1.9～2.3	1.8～2.1	1.7～2.0
	12月時点 (%前年比)	1.2～1.7	1.5～2.0	1.8～2.0	1.7～2.0
失業率	(%)	3.9～4.1	3.9～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
	12月時点 (%)	4.0～4.2	4.0～4.2	3.9～4.3	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.3～2.7	2.1～2.2	2.0～2.1	2.0
	12月時点 (%前年比)	2.2～2.5	2.0～2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.5～2.8	2.1～2.3	2.0～2.1	
	12月時点 (%前年比)	2.4～2.7	2.0～2.2	2.0～2.1	
政策金利	(%)	4.6～5.1	3.4～4.1	2.6～3.4	2.5～3.1
	12月時点 (%)	4.4～4.9	3.1～3.9	2.5～3.1	2.5～3.0

(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。

24 年の利下げ回数 は 2 回以下になる 可能性も

3 月 FOMC は、24 年初のインフレ率が上振れたことで、インフレ率が 2% に向けて抑制されていく道筋から外れたのではないかと懸念があるなかで迎えることとなった。このため、24 年内の利下げ回数が 23 年 12 月 FOMC 時点の 3 回から据え置かれたことは、足元のインフレ率が FRB（連邦準備制度理事会）の想定から逸脱していないことを示した形となり、ハト派的な印

景気の先行き：ソフトランディング見通し

長期金利：低下基調再開は時間を要する

象を与えた。

一方で、FOMC 参加者の各年末時点での政策金利を記したドットプロットを確認すると、24 年末時点の政策金利を 4.75～5.00%以上と予測する参加者が中央値の人数と同数の 9 人いることが確認された。このため、3 月 FOMC 後に公表されたドットプロットについては、今後わずかにインフレ率が上振れるだけでも 24 年内の利下げが 2 回以下になる可能性が示唆されたと考えるべきだろう。

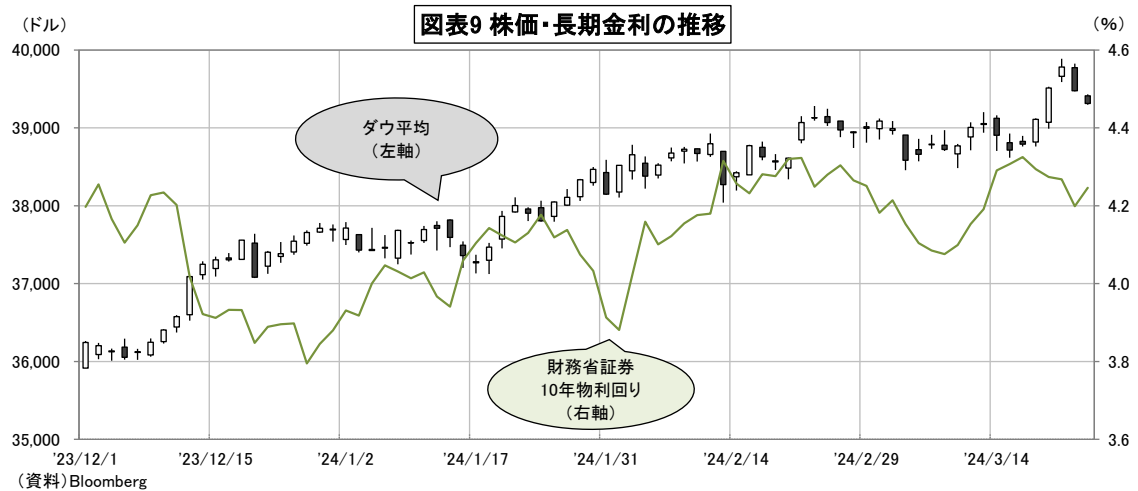
足元ではインフレ率が下げ渋っているため、金融引き締めをしばらく継続する必要がある、利下げ開始は早くても 6 月 FOMC（11、12 日）からと引き続き予想する。景気の先行きについては減速が予想されるが、必要に応じて利下げを開始することで、景気の軟着陸（＝ソフトランディング）を達成できる可能性は十分あるといえる。

なお、3 月 FOMC 後に公表されたドットプロットにて確認された高めの政策金利が実現する場合でも、米景気が大きく落ち込むことはなさそうだ（詳しくは、経済金融フォーカス 23-08 を参照）。

最後に市場の動きを確認すると債券市場では 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から、米長期金利（10 年債利回り）は 12 月初めから 1 月初めにかけて 4%を下回って推移した。以降、経済指標や FOMC 参加者の発言、米地銀の商業用不動産向け融資問題などが材料となるなか、変動幅の大きい展開となった。

3 月入り後は、8 日の雇用統計を受けて長期金利は 1 か月ぶりの水準となる 4.04%まで低下する場面もみられた。その後はタカ派的な 3 月 FOMC（19、20 日）が予想されるなかで長期金利は一旦上昇するも、24 年内 3 回の利下げ見通しが維持されたことから再度低下に転じた。

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とインフレ鈍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。



株式市場：底堅い 展開を予想

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ン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ぎ、上昇相場をけん引している。

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21日のダウ平均は39,781.37ドルで最高値を更新した。

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が基本シナリオとして共有されていること、24年にかけてS&P500構成銘柄については前年比10%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。

(24.3.25 現在)