

## 再加速気味の米国経済

～24年内の利下げは見送られる可能性も～

佐古佳史

### 要旨

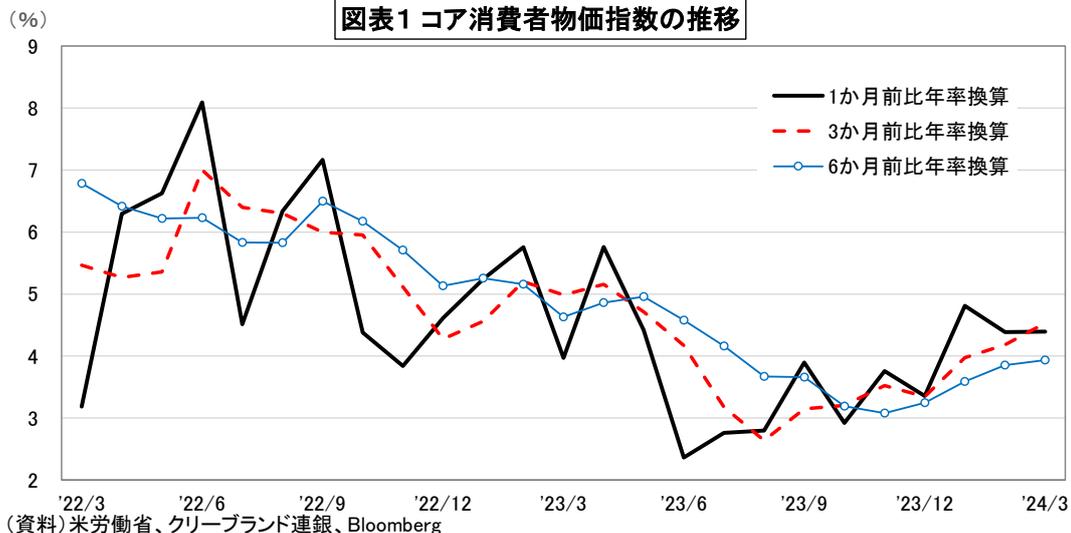
3月CPIが下げ渋ったことから、6月利下げの可能性はほぼなくなったと考えられる。24年入り後の米国経済は、雇用や消費で堅調な指標が多くみられることから、どちらかと言えば再加速していると考えられる。また、不動産資産や金融資産の増加も個人消費支出を下支えしているとみられる。

こうした経済状況を踏まえると、現時点では比較的早い時期での利下げ開始を想定することは難しく、24年内の利下げは見送られる可能性も考え始めた方がよさそうだ。

### 加速気味のインフレ率

はじめに、インフレ関連統計を確認にしたい。3月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比3.5%(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%)となり、インフレ指標の鈍化はみられなかった。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、3月はそれぞれ4.4%、4.5%、3.9%となった。23年末と比べると緩やかに加速しているため、(PCEデフレーターで測った)2%物価目標と整合的に動いているとはいえない。3月CPIが鈍化しなかったことを受け、複数のFOMC参加者が利下げを急がない姿勢を強調したこともあり、6月利下げの可能性はほぼなくなったといえる。

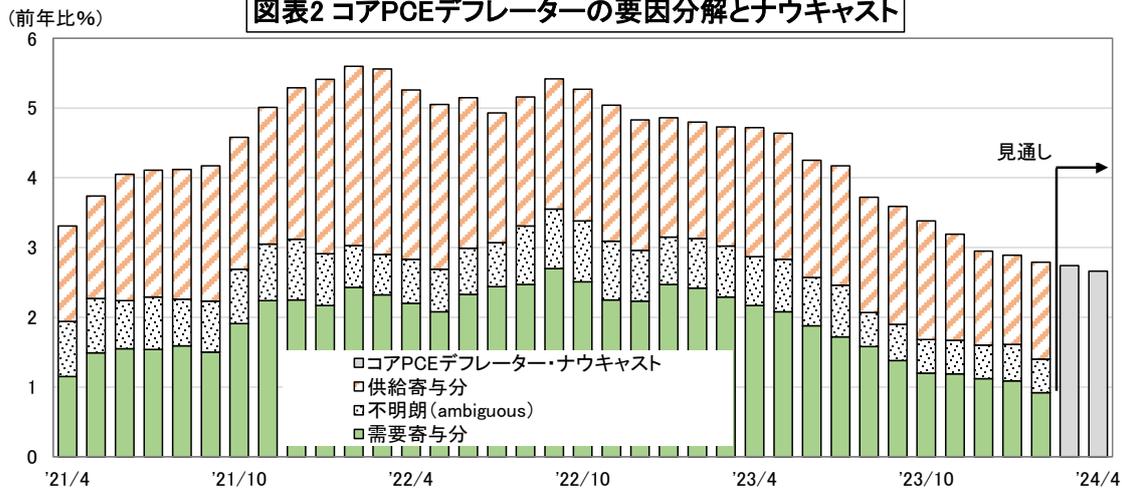
図表1 コア消費者物価指数の推移



2月のコアPCEデフレーターは前年比2.8%（前月比は0.3%）、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3.1%となった。24年入り後は前月比での高い値が確認されたことから、利下げには一段と慎重な態度で臨む必要があるだろう。

なお、サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、前年比では需要要因の抑制の進展は小幅ながらみられる一方で、供給要因によるインフレ率への寄与分はあまり改善していない。

図表2 コアPCEデフレーターの変動要因分解とナウキャスト



(資料) サンフランシスコ連銀、クレーブランド連銀

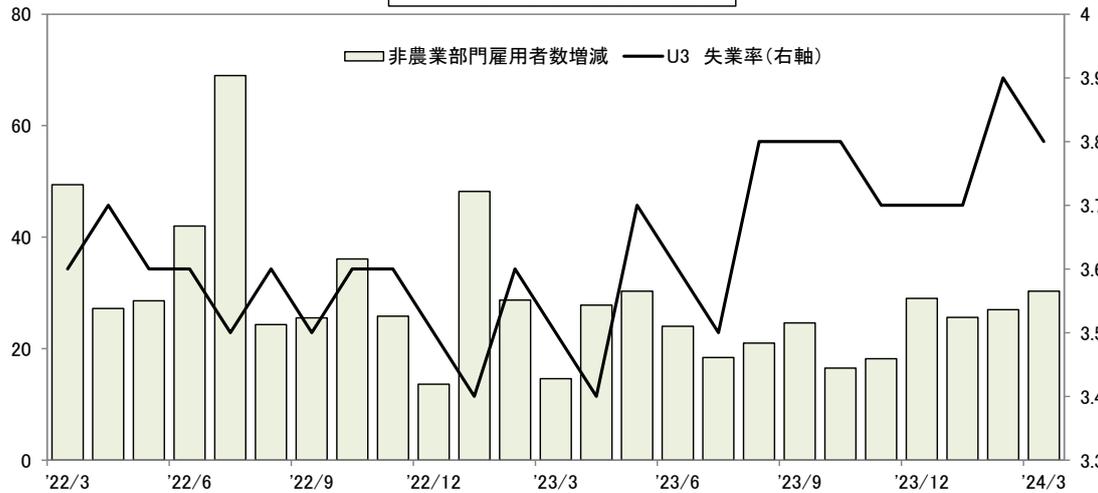
### 雇用増加ペースが速い労働市場

続いて、3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30.3万人増（事業所調査）、足元3か月平均は27.6万人増となり、雇用拡大ペースは再加速している印象を受ける。なお、失業率は0.1ポイント低下の3.8%となった。また、25～54歳の労働参加率は83.4%前後と20年超ぶりの高水準での推移が続いており、全体的に労働市場は底堅いと判断できる。

一方で、3月の平均時給は前年比4.1%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同4.2%（同0.2%）の上昇といずれも鈍化した。2%物価目標と整合的な上昇率を考えれば、上昇率は前年比3%半ば程度へとさらに鈍化する必要があるだろう。

(前月差、万人)

図表3 雇用関連指標の推移

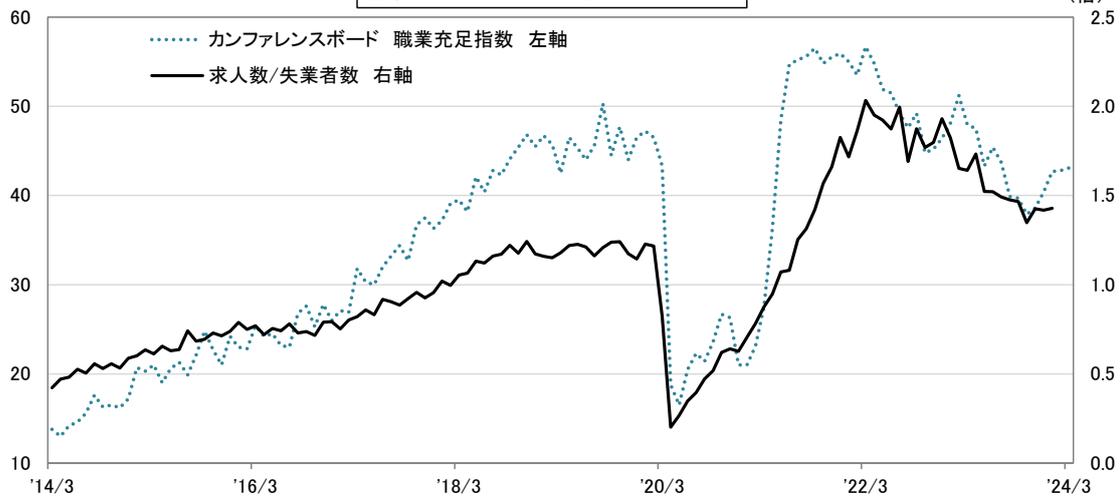


(資料)米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

2月の求人労働異動調査によると、求人数は前月からほぼ変わらずの875.6万件となり、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))と自発的な離職率はいずれも変わらずの5.3%、2.2%となった。

求人数と失業者数の比率をみると、2月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.36倍の求人が確認され、23年10月に次ぐ低水準となった。雇用者数の伸びが堅調ななかでも同比率は低下基調にあるが、足元では低下ペースは緩慢になっている。2、3月の指標からは、労働市場の抑制があまり進展していないと判断するべきだろう。

図表4 求人・失業者倍率の推移



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

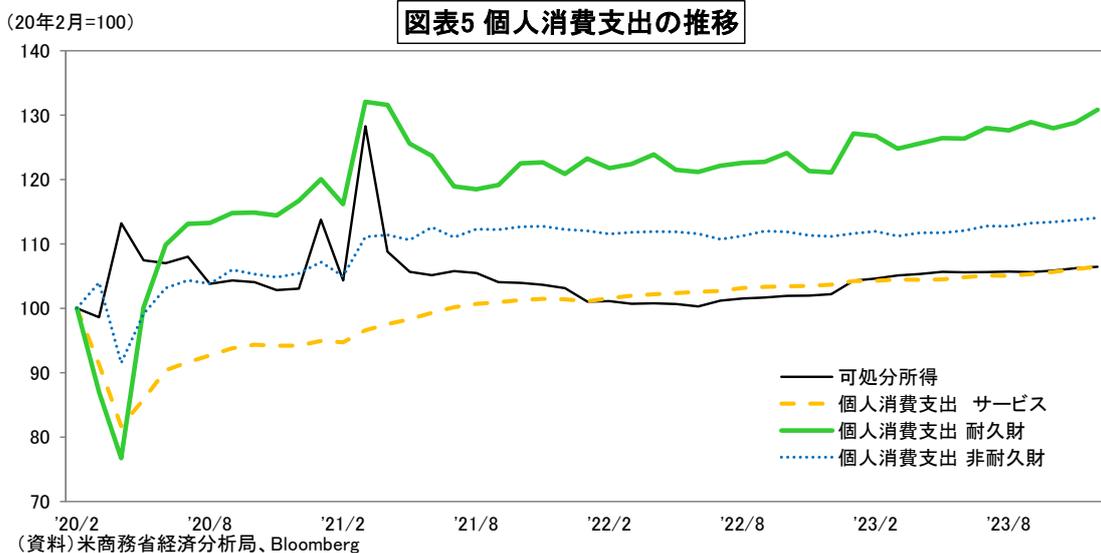
堅調さが維持され  
ている個人消費

個人消費をみると、2月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.1%、サービス消費は同0.6%となり、全体としては同

0.4%となった。3月の小売売上高は同0.7%と2月の同0.9%に続き高い伸びを示した。足元の個人消費は堅調さが維持されているといえるだろう。

4月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、3月からほぼ変わらずとなり、24年入り後は横ばいで推移している。もっとも、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0.2ポイント上昇の3.1%、3.0%となった。コロナ前と比較してやや高い水準といえる。

堅調な個人消費支出の背景を考えるため、2010年～23年のデータを用いて個人消費支出を、それぞれ1四半期前の不動産資産、金融資産、可処分所得を説明変数として回帰分析した（データはいずれも名目値で前四半期比）。得られた係数は0.24、0.14、0.29となり、例えば、不動産資産の上昇率が前四半期比1ポイント高まると、翌四半期の個人消費支出の伸びが同0.24ポイント高まることとなった。結果としては、コロナ後の住宅価格上昇や株高と、個人消費支出の底堅さの連動性を示唆する内容といえるだろう。



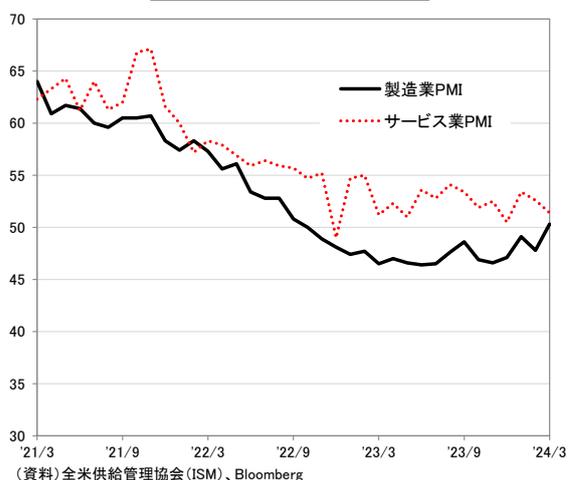
### 17 か月ぶりに拡大局面を示したISM製造業指数

ISM 指数を確認すると、3月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から2.5ポイント上昇し50.3%と、判断基準となる50%を17か月ぶりに上回り製造業の拡大局面を示した。内訳をみると、新規受注、生産、雇用、在庫が同2.2、6.2、1.5、2.9ポイントの上昇となり、供給遅延は同0.2ポイント低下した。それ以外の指数としては、価格指数が同3.3ポイント上昇の55.8%と3か月連続で50%を上回り、製造業部門の価格上昇圧

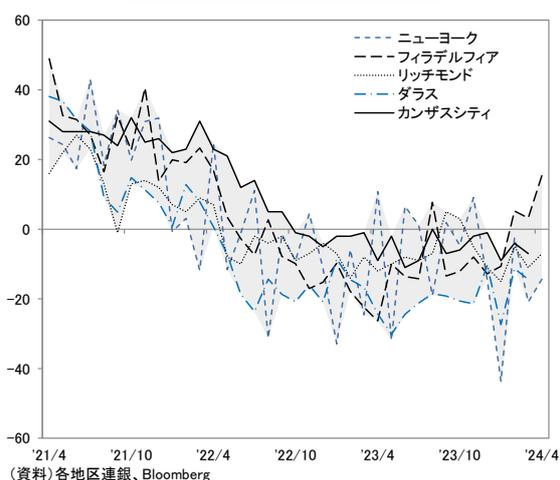
力を示唆する内容となった。

サービス業指数（サービス業 PMI）は同 1.2 ポイント低下の 51.4%となったが、判断基準となる 50%を 15 か月連続で上回っており、サービス業の拡大局面が続いている。

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



## 24 年の利下げは見送られる可能性も

コロナ禍で極端に低下した中古住宅在庫率をみると、22 年前半にかけて小幅に上昇したものの、足元でも販売戸数の 3 か月分程度と在庫が少ない状況が継続している。このため住宅価格の上昇圧力は継続しているとみられる。

実際に、消費者物価指数内の住宅費 (shelter) は過去 1 年にわたり概ね前月比 0.4%前後で横ばいとなっている。また、S&P ケースシラー住宅価格や Zillow 賃貸指数も前月比で見れば 23 年後半を底として、足元では再加速しつつあるように思われる。CPI 総合に占める住宅費の割合は 36%と高く、前述の前月比 0.4%が続くと、CPI 総合 (年率) に対する寄与度は 1.76 ポイントとなる。FRB の物価目標から考えれば、住宅価格は一段と鈍化する必要があるだろう。このため、引き続き需要を抑制する必要があり、金融引き締め期間は長期化することとなりそう。

労働市場に目を転じて、FRB の物価目標達成のためには、賃金上昇率がもう一段と鈍化する必要がある。国土安全保障省によると、23 年の移民流入数は 330 万人となり、米人口のほぼ 1%に相当したものの、コロナ禍後に期待されていた賃金上昇率の押し下げ効果が顕在化しているようには思われない。

以上から、インフレ率の先行きについて、24 年内の CPI は前

**景気の先行き：ソフトランディングというには強い景気**

年比 4%程度の高い値が続くと予想される。このため、筆者はこれまで6月と予想していた利下げ開始時期を、25年入り後と半年程度後ずれさせた。

景気の先行きを考えると、雇用の増加ペースが再加速しており、所得増加ペースの加速につながると考えられる。また、前段で述べた通り、住宅価格や賃貸価格の上昇も個人消費支出の下支えとなるだろう。このため先行きについてもかなり堅調な個人消費支出が維持されると思われる。

次第に GDP 成長率が 2%程度へ鈍化していくというソフトランディング見通しがこの半年ほどはコンセンサスとなっていたが、より高い経済成長率が続きそうだ。まずは、25日に公表される1~3月期 GDP に注目したい。なお、24日時点のアトランタ連銀 GDPNow では、1~3月期 GDP 成長率を前期比年率 2.7%と推定している。

**長期金利：高止まりが続く**

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では24年1月入り後、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、米長期金利(10年債利回り)は変動幅の大きい展開となった。その後は、3月FOMC(19、20日)にて24年内3回の利下げ見通しが維持されたことがハト派的と評価され、一旦は利回りが低下する場面もみられた。しかし、4月に入ると、堅調な雇用統計やCPIの下げ渋り、複数のFOMC参加者が利下げを急がない姿勢を強調したことなどから、長期金利は上昇した。中東情勢の緊迫化はあるものの、足元では約5か月ぶりに4.6%を上回って推移している。

先行きについては、利下げ時期が後ずれするとの想定の下、24年半ば~後半までは長期金利の高止まりが続くと見込まれる。



### 株式市場：一時的な調整局面も

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き、上昇相場をけん引した。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28日のダウ平均は39,807.37ドルで最高値を更新した。

4月に入ると、長期金利の上昇に伴い2,000ドル程度下落し、15日は37,735.11ドルで取引を終えたが、足元では反発している。

先行きについては、24年にかけてS&P500構成銘柄については前年比10%超の増益が予想されているため、トレンドとしては上昇が続くと思われる。もっとも長期金利の高止まりから一時的な調整局面を迎える可能性はあるだろう。

### ウクライナ支援法案が下院で可決

最後に、最近の米議会と政府の動きを確認すると、米連邦議会下院は20日、ウクライナ（610億ドル）、イスラエル（260億ドル）、台湾（80億ドル）に総額950億ドル規模の支援を提供する予算案を可決した。同予算案の審議は民主党が多数派の上院で可決されてから約4か月間棚上げにされていた。下院共和党強硬派による反発が根強く、下院共和党からは賛成101人に対し反対112人となり、可決には下院民主党からの支持が映じた形となった。下院での議席数のバランスや共和党内の分裂に加えて、大統領選挙を控えるなか、難しいかじ取りを迫られたジョンソン下院議長が、記者団に対して同予算案可決は時宜に

かなっていると述べるに留めた点も印象的だったと思われる。  
なお、ロシアの 24 年予算における国防費は 10.8 兆ルーブル  
(1,180 億ドル) となっており、今回のウクライナ支援は、全  
てが軍事支援というわけではないものの、規模の大きいもの  
といえるだろう。同予算案は上院通過後、24 日にバイデン大統領  
が署名し成立した。

また、中国系動画投稿アプリ「TikTok」を最長 1 年以内に米  
企業に売却することを義務付ける法案も下院超党派で可決さ  
れた。24 日にバイデン大統領が署名し、法律が成立した。同ア  
プリの米国ユーザーは 1.7 億人いるとされる。新たな米中対立  
の火種となるだろう。

(24. 4. 25 現在)