

2024年1月23日 全10頁

米国経済見通し 銀行の手元流動性の低下に要警戒

早期利下げへの期待は低下し、注目点はQTのペース減速へ

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐

[要約]

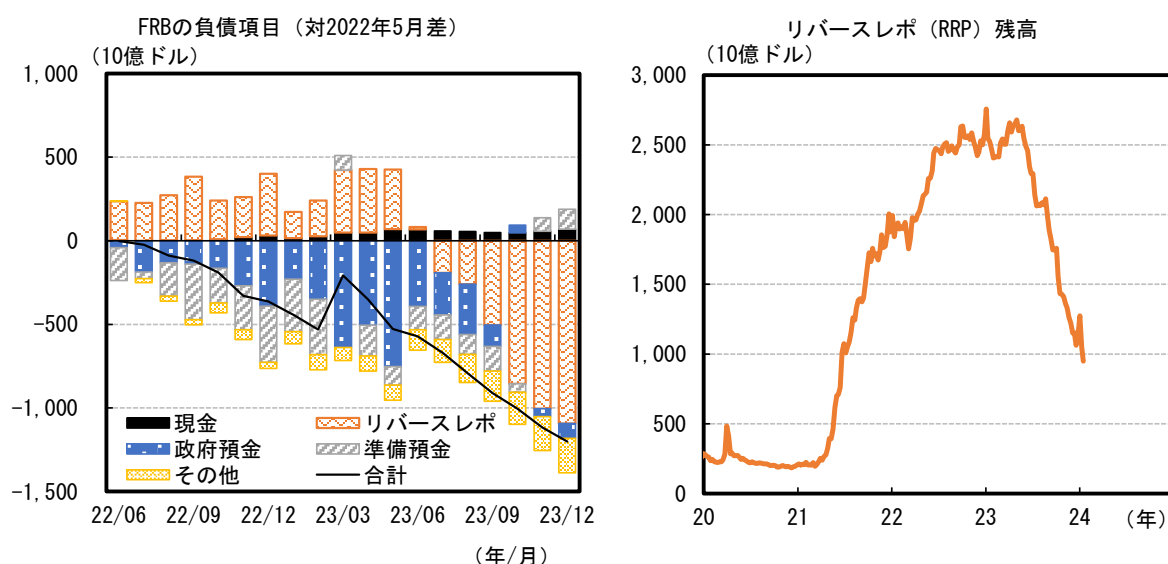
- 底堅い個人消費やインフレ率の緩やかな減速を背景に、市場の早期利下げ期待は足元で低下している。FRBにとっても利上げも利下げもせずに様子見をしながら、データを確認する時間的な余裕が生まれている。一方で、注目はFRBの国債等の保有減に伴うバランスシートの縮小（QT）のペースの減速へと移っている。QTに注目が移った背景には、銀行の手元流動性の低下に対する警戒感が強まっていることが挙げられる。
- QTによる市場からの資金吸収は、2023年5月までは国債発行の減少、2023年6月以降はMMFの国債投資の増加（リバースレポ（RRP）の減少）で賄われてきた。しかし、MMFが国債投資を増やす余地が減ったことで、今後はその他の投資家による国債投資の増加（=銀行の準備預金減）が必要となる。銀行の準備預金の減少は、手元流動性の低下と人々から認識され、現金の取り付け騒ぎの発端となりかねない。
- 銀行が手元流動性を積み増す際に活用してきたFRBの流動性供給プログラム（Bank Term Funding Program）が2024年3月に期限切れになることも、銀行にとっては向かい風といえる。銀行の手元流動性の低下やそれに伴う市場、景気への影響に対して、FRBの中でも警戒感が強まっており、1月末の次回FOMCでのQTのペース減速に関する議論の動向が注目される。
- なお、本稿の後半部分には米国経済に関する中期見通し（2024年～2033年）を掲載している。10年間のうち、後半5年間は潜在成長率前後の経済成長が続くと見込むが、前半5年間は引き締め的な金融環境やトランプ減税の期限切れ、そしてその反動増などから、成長率の変動幅が大きい。また、金融政策に関しても、2024年以降は利下げへと転じることが予想される一方、利下げを巡ってはインフレの高止まりリスクや景気の急激な腰折れリスクなど不確実性が高い点に注意を要する。

警戒感が高まる銀行の手元流動性の低下

足元の経済指標を確認すると、企業関連指標（鉱工業生産、各種企業マインド）は冴えない。他方、雇用環境に大幅な悪化傾向が見られないことで、屋台骨である個人消費（小売売上高、消費者マインド）は底堅く推移している。また、インフレ指標に関しては、CPIの減速ペースが緩やかになっている。底堅い個人消費やインフレ率の緩やかな減速を背景に、市場の早期利下げ期待は足元で低下している。2023年12月12・13日のFOMCにおいて、パウエルFRB議長から利下げに関する予備的議論が始まりつつあることが示唆された¹が、インフレ率を減速させるために金融環境が過度に緩和することを避けたいFRBは、12月のFOMC以降、市場の早期利下げ期待を抑制しようとしてきた。市場の利下げ期待の低下に伴い、FRBにとっても利上げも利下げもせずに様子見をしながら、データを確認する時間的な余裕が生まれている。

早期利下げ期待が低下する一方で、注目はFRBの国債等の保有減に伴うバランスシートの縮小（QT）のペースの減速へと移っている。QTのペースの減速へと注目が移った背景には、銀行の手元流動性の低下に対する警戒感が強まっていることが挙げられる。QTについて概観すると、国債に関して毎月600億ドル、エージェンシー債・MBSに関しては毎月350億ドルをキャップにしてFRBが保有分を減額していくものであり、2022年6月より開始された。FRBの資産残高はピークであった2022年4月の約9.0兆ドルから、2024年1月後半には約7.7兆ドルまで減少した。なお、バランスシートの縮小という以上、FRBが資産側に保有する国債等を減らせば負債側も減少することになる。そして、この負債側の減少が銀行の手元流動性の低下に対する警戒感と紐づいている。

図表1 FRBの負債項目（対2022年5月差）、リバースレポ（RRP）残高



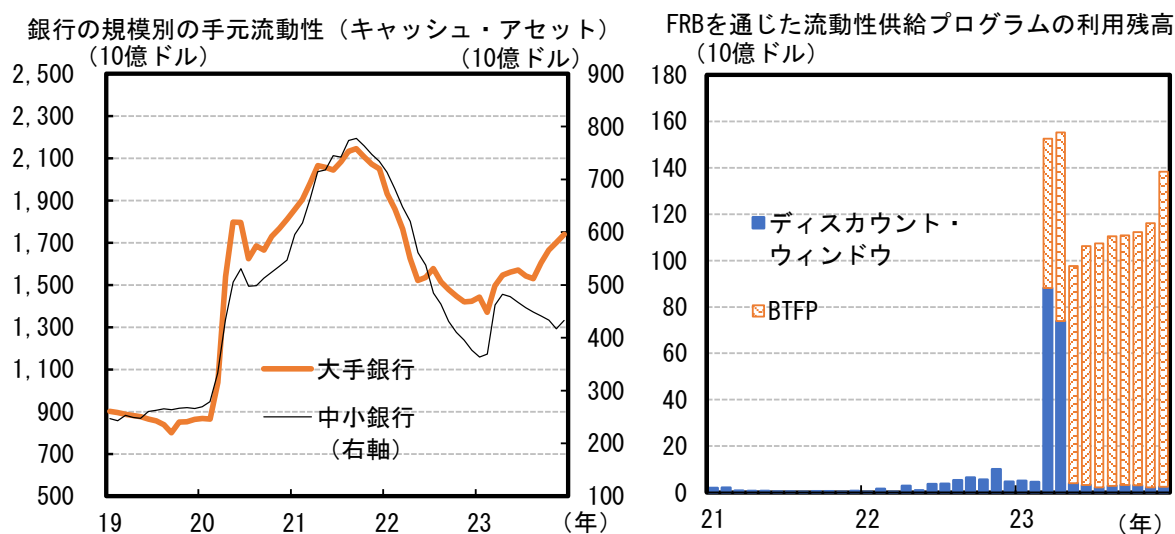
（出所）FRB、Haver Analytics より大和総研作成

¹ 大和総研 経済調査部 矢作大祐、ニューヨークリサーチセンター 藤原翼「[FOMC 2024年に合計0.75%ptの利下げを示唆](#)」（2023年12月14日）参照

FRBの負債項目は、政府預金、銀行の準備預金、リバースレポ（RRP）²、現金、その他という5項目に分けられる。負債項目の増減を見ると、2023年5月までは政府預金の減少が顕著である（図表1左図）。これは、政府債務上限問題によって国債発行が抑制されたことが背景にある。債務上限問題が解決し、国債発行が再開した2023年6月以降は、政府預金のマイナス幅は縮小、あるいはプラスに転じ、代わりにRRPが減少した（図表1右図）。RRPの減少は、MMF等が資金をRRPから、発行が増加した国債への投資へと振り替えたことによるものである。なお、RRPはピークであった約2.8兆ドルから、足元では1兆ドルを割り込むまで減少しており、MMF等がRRPから国債投資へと資金を振り向ける余地は縮小しつつある。QTによるFRBの国債保有減を賄うために、国債の発行が大幅に抑制されない限りにおいては、その他の投資家による国債投資の増加が必要となる。そして、その他の投資家による国債投資が増加することは、銀行の準備預金が減少することを意味する。

銀行の準備預金の多少の減少は、通常であれば注目されにくい。とりわけ、FRBは準備預金対GDP比が8%程度まで低下すると手元流動性が不足するリスクがあると認識しているが、現時点の準備預金対GDP比は12%を上回っている。しかし、手元流動性がひっ迫したことでシリコンバレーバンクが破綻に至った2023年3月以降は、準備預金の減少への注目度が高まった。ひとたび手元流動性が不足していると人々に認識されれば、最悪の場合預金の取り付け騒ぎが発生することにもなりかねない。銀行の規模別の手元流動性（キャッシュ・アセット）を確認すると、大手銀行・中小銀行共に、2023年3月のシリコンバレーバンクの破綻を機に積み増しされ、増加に転じた（図表2左図）。大手銀行はその後も増加傾向が続いたものの、中小銀行は再び減少に転じ、足元では小幅な増加に転じている。大手銀行の手元流動性が相対的に潤沢である一方、中小銀行は手元流動性をさらに積み増す必要性が出てくるかもしれない。

図表2 銀行の規模別の手元流動性、FRBを通じた流動性供給プログラムの利用残高



（出所）FRB、Haver Analytics より大和総研作成

² リバースレポはFRBが国債を担保に金融機関から資金を調達し、翌日に一定の金利とともに金融機関に返済するFRBの金融調節手段の一つ。FRBとのリバースレポは金融機関にとってカウンターパーティリスクがない中で資金運用が可能であること、そして、安定的なリターンが期待できる点に利点がある。

銀行が手元流動性を積み増す際に活用してきたのが、2023年3月以降の銀行破綻を機にFRBが創設したBank Term Funding Program (BTFP) という流動性供給プログラムである。BTFPを通じて、銀行は国債等の有価証券を適格担保として、その額面相当額を優遇的な金利でFRBから借り入れることができる。FRBを通じた流動性供給プログラムの利用残高を見ると、シリコンバレーバンク破綻から間もない時期は常設の貸出制度であるディスカウント・ウィンドウの利用残高が拡大したが、BTFPの創設以降は利用残高が逆転した。BTFPの利用残高は足元も増加し、2023年末時点で1,358億ドルとなっている(図表2右図)。

QTによって準備預金に減少圧力が強まったとしても、BTFPを通じて手元流動性を積み増すことが可能であれば、懸念は和らぐ。しかし、BTFPは時限措置であり、延長されなければ2024年3月に期限切れとなる。ウィリアムズ・NY連銀総裁やバー・FRB副議長は、BTFPの延長に関して可能性が低いと述べており、打ち切りとなることが想定される。BTFPが期限切れとなっても、銀行はディスカウント・ウィンドウや常設レポファシリティ(Standing Repo Facility、SRF)といったFRBの流動性供給プログラムを利用することで手元流動性を積み増すことができると考えられるが、スティグマ(利用することで危機的状況にあるとの印象を与えてしまうこと)があり、銀行はいざという時までそれらの利用をためらう可能性がある。

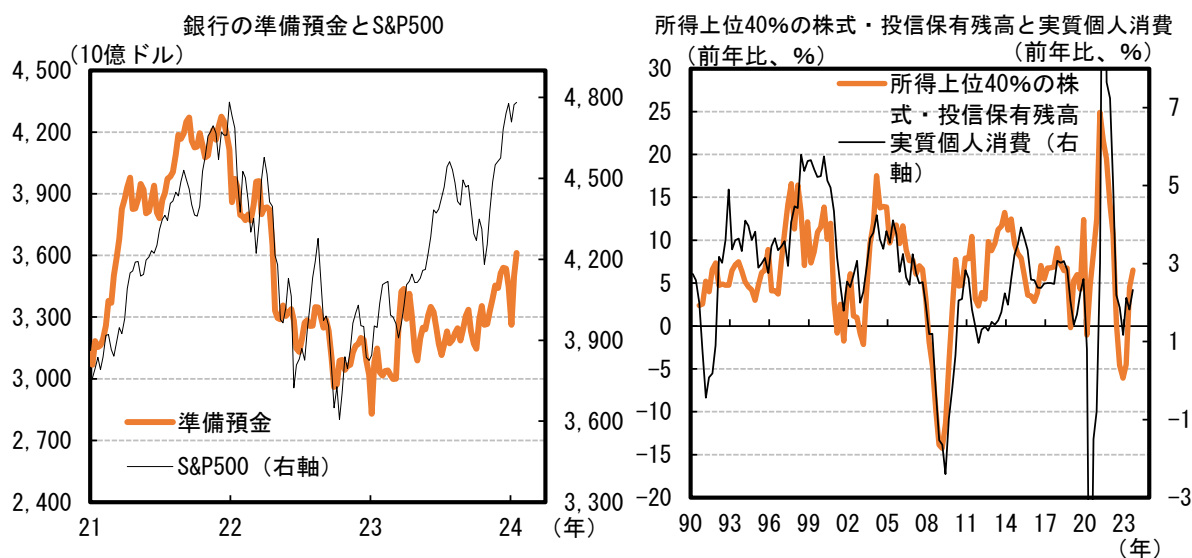
銀行の手元流動性不足に関して、FRBの中でも警戒感は強まりつつある。ローガン・ダラス連銀総裁(元NY連銀副総裁で金融調節の元責任者)は、2024年1月6日の講演会で、QTが進み、銀行の準備預金が低水準となる中で、納税日や月末・四半期末などで市場流動性が枯渇し、レポ金利が急上昇した2019年9月のケースを取り上げ、今後も2019年と同様に金利上昇圧力が生じる可能性があるとして指摘した。また、ローガン総裁は準備預金やRRPの水準が相対的に高水準にあり、金融システム全体で流動性が不足するようなことはないとしているものの、一部の銀行では手元流動性がひっ迫する可能性があるとして警鐘を鳴らしている。

こうした警戒感から、ローガン総裁はQTのペースの減速を提言している。QTのペースを減速させることで流動性危機を回避し、結果的に混乱なくQTを継続しながら、FRBは望ましいとされるバランスシートの規模に到達することができるとの見解を示している。こうしたローガン総裁の提言は、2019年のレポ金利の急上昇によって、利下げや短期国債の買入を実施することに追い込まれた教訓を活かそうとするものである。とりわけ、インフレ率が減速したとはいえ、依然として2%目標を上回る中で、物価動向や雇用環境以外の要因で利下げへと追い込まれることはFRBとしても本意ではないだろう。

また、銀行の手元流動性への懸念が、2023年3月のような銀行破綻という帰結とならなくても、景気の急激な腰折れをもたらす恐れもある。これまでも準備預金残高と主要株価指数が連動してきたように、準備預金の減少は金融・資本市場への資金流入の縮小をもたらすことで、株価の下押し圧力となり得る(図表3左図)。足元で底堅く推移している個人消費についても、下支え要因の一つに、株価上昇によって所得上位40%の家計が保有する株式・投信残高が増加し資産効果が生じたことが挙げられる(図表3右図)。しかし、今後仮に株価が下落すれば逆資産効果をもたらし、個人消費を下押しする可能性もあるだろう。こうした銀行の手元流動性を巡

る懸念は、景気の大規模な悪化を伴わずにインフレが減速するというようなソフトランディングの実現可能性を低下させ得ることに注意を払うべきといえる。なお、2023年12月のFOMCでもこうしたQTのペースの減速に関する議論が行われ始めており、2024年1月30日・31日のFOMCでも更なる議論の深化があるか、パウエル議長の記者会見や議事要旨で確認する必要がある。

図表3 銀行の準備預金とS&P500、所得上位40%の株式・投信保有残高と実質個人消費



(出所) BEA、FRB、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

図表4 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2023				2024				2025				2023	2024	2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	2.2	2.1	4.9	1.7	0.5	0.7	1.1	1.5	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	1.5	1.7
個人消費	3.8	0.8	3.1	2.5	1.2	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	1.7	1.7
設備投資	5.7	7.4	1.4	0.3	-1.7	-1.3	0.2	1.1	1.7	1.9	2.0	2.1	4.2	0.1	1.3
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	-2.0	-1.7	0.0	0.7	1.3	1.8	2.1	2.5	2.8	-10.9	0.0	1.7
輸出	6.8	-9.3	5.4	-0.3	0.8	1.1	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.3	0.6	1.9
輸入	1.3	-7.6	4.2	0.5	0.7	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.8	0.7	1.5
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.3	3.7	1.7	0.9	1.1	1.0	1.1	1.1	0.9	4.0	3.1	1.1
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	2.3	1.1	0.8	1.1	1.4	1.6	1.9	1.9	2.0	2.2	1.6	1.6
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	2.0	0.6	0.6	1.1	1.5	1.8	2.0	2.1	2.2	1.8	1.4	1.7
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.8	-3.1	0.0	-0.1	0.8	1.3	1.6	1.9	2.0	2.1	0.2	-0.2	1.5
消費者物価指数	3.8	2.7	3.6	2.8	3.1	1.9	2.8	2.4	2.4	2.2	2.2	2.5	4.1	2.8	2.4
失業率 (%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.2	4.2	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	4.1	3.8
貿易収支 (10億ドル)	-202	-204	-185	-193	-203	-203	-203	-202	-202	-202	-203	-203	-784	-811	-810
経常収支 (10億ドル)	-214	-217	-200	-209	-217	-218	-217	-216	-215	-215	-215	-214	-840	-867	-859
FFレート (%)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	5.50	4.75	3.75
2年債利回り (%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.31	4.16	4.01	3.86	3.71	3.56	3.41	3.26	4.58	4.09	3.49
10年債利回り (%)	3.65	3.59	4.15	4.44	3.97	3.88	3.79	3.70	3.61	3.52	3.43	3.34	3.96	3.84	3.48

(注1) 網掛けは予想値。2024年1月23日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analytics より大和総研作成

米国中期見通し

要約

米国経済は堅調さを維持しつつも、インフレは順調に減速している。急ピッチで進められてきた利上げも、2023年7月を最後に停止しており、2024年央を目途に利下げへと転じることが想定される。大幅な景気悪化を経ずに高インフレから脱却するソフトランディングへの期待が高まっているといえよう。利下げに転じるとはいえ、FF金利水準は当面の間、景気に中立的な金利水準を上回ることから、2024-2025年にかけての実質GDP成長率は潜在成長率を大きく上回るほど加速するわけではない。そして、2026年はトランプ減税の期限到来によって景気の減速感が強まることが見込まれる。本格的な景気回復は2027-2028年にかけてとなろう。なお、2029-2033年にかけては、2027-2028年の反動増も一巡し、+2%前後とされる潜在成長率に概ね沿ったペースに収束すると予想している。

金融政策に関しては、2024年半ばに利下げに転じるも、インフレの減速ペースが緩やかとなる中で、利下げペースも緩やかなものとなるだろう。利下げフェーズは3年程度の期間にわたって継続すると見込み、政策金利は2026年に中立金利の水準に近付き、2027年以降は中立金利を幾分下回るまで低下すると予想している。こうしたシナリオに対する短期的なリスク要因として、①インフレの高止まりリスク、②景気の急激な腰折れリスクが挙げられる。①はCPIのコアサービス価格が下げ渋ることによるものであり、その帰結として引き締めの金融環境が長期化することとなる。金利が高水準で維持される期間が長くなるほど、金融システムへの負担となり得る点に注意が必要である。②に関しては、個人消費の下振れによるものである。需要の抑制に伴いインフレの更なる減速が見込まれる一方で、インフレ率が目標の2%を上回る中で、景気のコト入れをどの程度優先すべきかは、FRBにとっても判断が難しい。加えて、2024年11月に大統領選挙を控え、党派間の対立が激化し、経済対策等の判断に遅れが生じるといった政治の停滞も景気の下振れに直面した際の懸念材料である。中期的なリスク要因としては、中立金利を巡る議論の行方が挙げられる。中立金利の水準を巡る議論は利下げのペースや最終的なFF金利水準を左右することから、米国経済の先行きを考える上での主な不確定要素といえよう。

図表5 米国経済の中期見通し（2024年～2033年）

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年
実質GDP成長率(前年比、%)	1.5	1.7	1.2	2.3	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
個人消費(前年比、%)	1.7	1.7	1.2	2.8	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0
設備投資(前年比、%)	0.1	1.3	0.8	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9
政府支出(前年比、%)	3.1	1.1	1.3	1.1	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9
輸出(前年比、%)	0.6	1.9	1.0	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0
輸入(前年比、%)	0.7	1.5	0.6	3.6	3.2	2.9	2.7	2.5	2.4	2.3
短期金利(FFレート、%)	4.75	3.75	2.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
長期金利(10年債金利、%)	3.84	3.48	3.12	2.76	2.38	2.20	2.08	2.06	2.04	2.04
インフレ率(CPI、前年比、%)	2.8	2.4	1.8	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9

(注) FF レートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA、FRB、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

米国経済の現状と概要

2022年3月以来、FRBが急ピッチでの金融引き締め（利上げ）を進めてきた中で、2023年上半期にかけて、米国経済は景気後退を避けられないとの見方が強まっていた。こうした悲観的な見方に一層の説得力を持たせたのが、2023年3月のシリコンバレーバンクの破綻である。銀行破綻を契機とした貸出基準の厳格化が企業や家計の資金調達環境を悪化させ、米国経済に悪影響を及ぼす「信用収縮」をもたらすとみられていた。しかし、ふたを開けてみれば、米国経済は足元まで堅調さを維持している。実質 GDP 成長率（以下、成長率）は2022年7-9月期から2023年7-9月期まで5四半期連続で前期比プラス成長となっている。

懸案事項であるインフレに関しては、2023年12月のCPIは前年比+3.4%、コアCPIは同+3.9%と、2022年12月（CPI：同+6.5%、コアCPI：同+5.7%）から伸びが順調に鈍化してきた。こうしたインフレの減速は、ウクライナ・ロシア紛争などにより上昇したエネルギー価格が、下落に転じたことや、サプライチェーンの改善による食品価格やコア財価格の減速が主因である。高インフレからの脱却に向けた進展がみられる中で、利上げは2023年7月を最後に停止しており、FRBは様子見を続けている。銀行破綻が発生した2023年3月以降も、景気が堅調さを維持しつつもインフレが減速し、利上げも概ね打ち止めとなったことで、大幅な景気悪化を経ずに高インフレから脱却するソフトランディングへの期待が高まっているといえよう。

米国経済の中期的展望

米国経済の今後10年間（2024年-2033年）の成長率は、平均+1.8%程度と予想している。予測期間を前半と後半に分けて見た場合、前半5年間は平均+1.8%、後半5年間も平均+1.8%と、どちらも+2%前後とされる潜在成長率に近い伸びになると見込んでいる。とはいえ、後半5年間の各年の成長率が+1.7%～+1.9%という狭いレンジで推移するのに対し、前半5年間の各年の成長率は+1.2%～+2.3%とレンジが相対的に大きい。前半5年間の成長率の変動幅が大きい背景として、①2024-2025年は引き締めの金融環境によって需要の抑制が継続すること、②2026年はトランプ政権時に成立した税制改革（Tax Cuts and Jobs Act、以下、トランプ減税）に基づく減税の期限到来によって景気の下振れが想定されること、そして、③2027-2028年は②からの反動増が見込まれることが挙げられる。

各年の成長率の動向に焦点を当てると、2024年に関しては、引き締めの金融環境を背景に、上半期に成長率が+1%を下回る水準まで減速すると見込む。他方、2024年央から利下げフェーズに転換することで、金融環境は徐々に緩和していくことが想定され、2024年下半年から成長率は緩やかに回復し、その傾向は2025年末まで継続すると見込む。もっとも、利下げフェーズに転換したからといって、成長率が潜在成長率を大きく上回るほど加速するわけではない。2023年12月に公表されたFOMC参加者によるFF金利見通し（ドットチャート、中央値）に基づけば、2024年は0.75%pt、2025年には1.00%ptの利下げが予想されている。ただし、2024-2025年を通じてFF金利は3%以上で推移し、景気に中立的とされるFF金利水準（FOMC参加者のFF金利見通しのロンガーラン、以下、中立金利）の2.5%を上回ることになる。当面は景気を大きく

押し上げるほど金融環境が緩和するわけではなく、2024年の成長率は前年比+1.5%、2025年は同+1.7%程度にとどまると見込む。

続いて、2026年に関しては、FF金利が2%台後半に至るまで利下げが進み、中立金利の水準に近づく。しかし、トランプ減税の期限切れが景気の重石となるだろう。具体的には、連邦所得税の累進税率に関して、それぞれ、10%→据え置き、12%→15%、22%→25%、24%→28%、32%→33%、35%→据え置き、37%→39.6%へと変更される。7段階の累進税率のうち、最高税率を含めた5つの区分の税率が引き上げられることになる。また、標準控除（単身者12,000ドル→6,500ドル、夫婦合算24,000ドル→13,000ドル）や子供税額控除（1人につき2,000ドル→1人につき1,000ドル）といった税額控除も縮小し、家計の実質的な税負担は増加することになる。こうした減税の期限切れは、家計の可処分所得に対する減少圧力となり、個人消費を下押しすると想定される。

2024年大統領選挙の結果次第では、トランプ減税の期限が延長される可能性もある。トランプ氏やヘイリー氏といった共和党の候補者はトランプ減税の期限延長を主張している。共和党が大統領選挙で勝利し、上下院の多数党が共和党（以下、レッド・ウェーブ）となれば、トランプ減税は継続する可能性が高まる。他方で、民主党の中では、トランプ減税が高所得者層に有利だったとの批判の声も見られる。バイデン氏を筆頭とする民主党の大統領候補者が勝利した場合、そして、上院ないし下院の多数党が民主党となった場合には、トランプ減税は期限切れになるか、民主党が重視する低所得者層に裨益する（高所得者層に裨益しない）部分のみ期限が延長されるということになる。なお、本レポートでは、世論調査の結果を基に、レッド・ウェーブの可能性が相対的に低いとの前提のもとで、トランプ減税が期限切れに伴い終了するとの前提を置いており、2026年の成長率は前年比+1.2%に減速すると予想している。

2027-2028年の成長率に関しては、2026年の下振れからの反動増が見られると考えている。減税の期限切れに関する過去の事例（2013年）を見ると、家計の可処分所得は2013年に落ち込んだが、2014-2015年には堅調な雇用環境も支えとなって持ち直した。結果、2014-2015年の個人消費は加速し、成長率全体を押し上げた。2027-2028年は、FF金利水準が中立金利の水準を幾分下回るまで低下し、雇用環境も相対的に好調であるとの想定のもと、成長率は2027年に前年比+2.3%、2028年に同+2.1%と堅調な伸びになると見込んでいる。2029年以降に関しては、2027-2028年の反動増も一巡し、潜在成長率に概ね沿った巡航速度に収束すると予想している。

米国金融政策の行方

高インフレからの脱却に向けた進展が見られる中で、金融政策は2024年央を目途に利下げへと転じることが想定される。なお、インフレが順調に減速しているとはいえ、FRBの2%インフレ目標を達成できる時期は、2026年を見込んでいる。すでにエネルギー価格や食品価格、コア財価格は、コロナ禍前のペースまで減速しており、更なる減速余地は小さくなっている。今後は、コアサービス価格の緩やかな減速に沿って、全体のインフレ率もFRBが目標とする2%に向かってペースダウンしていくと予想している。インフレ目標達成までの道のりが依然として長

いと考えられる中で、利下げのペースも緩やかなものとなるだろう。利下げフェーズは3年程度の期間にわたって継続すると見込み、2026年に中立金利の水準に近付き、2027年以降は中立金利を幾分下回る水準まで低下すると予想している。

こうしたベースシナリオに対するリスク要因として、近い将来においては、①インフレの高止まりリスク、②景気の急激な腰折れリスク、が考えられる。①インフレの高止まりに関しては、CPIのうち、コアサービス価格が下げ渋る可能性があることに伴うリスクである。コアサービス価格のうち、ウェイトの大きい家賃に関しては、先行する主要住宅価格指数の伸びの鈍化に沿って、2024年上半期は減速していくことが想定されている。しかし、主要住宅価格指数はすでにボトムアウトし、上昇傾向を示しており、家賃に関しても2024年下半期に上昇に転じる可能性がある。また、賃金上昇率と連動性の高いコアサービス価格（家賃除く）が減速しづらいことも考えられる。転職市場は冷えつつあるが、既存従業員の待遇改善の機運は高まっており、賃金上昇圧力は依然として根強い。

インフレの高止まりリスクが顕在化すれば、利下げタイミングの先送りのみならず、追加利上げの可能性も視野に入ってくる。過去30年間の利下げへの転換フェーズを振り返れば、利上げを終えてから1年以内に利下げに転じるケースが多い。利上げを終えてから1年以上利下げが行われなかった例は、2000年代半ばのケースであり、その後リーマン・ショックに至った。金融機関の健全性や、現在の住宅市場、家計のバランスシートの状況は2000年代半ばとは異なることから、今回、利下げまでの期間が1年以上となったとしても、単純にリーマン・ショックのような金融危機が起きるとはいえない。しかし、金利が高水準で維持される期間が長くなるほど、金融システムへの負担となり得る点に注意が必要だろう。

②景気の急激な腰折れリスクに関しては、個人消費が下振れする可能性があることに伴うリスクである。労働需要が底堅い中で、雇用環境の悪化ペースは緩やかとなり、個人消費は緩やかに減速するというのがベースシナリオである。他方で、20-30代の若年層を中心に暮らし向きは悪化している。超過貯蓄は払底し、学生ローンの返済再開が重石となっている。若年層のクレジットカードローンの延滞率は高水準となっており、消費余力が低下している。個人消費の下支え役は、消費余力が相対的に大きい所得上位40%（主に40代以上の中・高年齢層）である。所得上位40%は豊富な金融資産を有している。2023年は株価が相対的に好調だったこともあり、資産効果が生じ、個人消費を押し上げたと考えられる。しかし、株式といったボラティリティの高いリスク資産の値上がりによる資産効果が個人消費の下支え役というのは、その持続力に不安が残る。

仮に景気の下振れリスクが顕在化した場合、需要の抑制に伴うインフレの更なる減速が見込まれる。ただし、需要の抑制からインフレの減速に至るまでにはタイムラグが生じ得る。インフレ率が目標の2%を上回り続ける場合に、景気のコロ入れをどの程度優先すべきかは、FRBにとっても頭痛の種となる。結果的に、景気の下振れに直面しても、迅速に利下げへと移行できるかは不透明といえる。また、2024年11月に大統領選挙を控え、党派間の対立が激化し、経済対策等の判断に遅れが生じるといった政治の停滞も景気の下振れに直面した際の懸念材料であ

る。

やや遠い将来におけるリスクとしては、中立金利の水準を巡る議論が挙げられる。コロナショック後の経済・社会の変容に伴い、潜在成長率や中立金利の水準に変化が生じたのかという点は、今回の利上げフェーズにおけるFF金利の最終到達水準を巡る主要議題であった。そして、FOMCが今後利下げを進めていく中でも、引き続き主要議題となり得る。例えば、NY連銀は中立金利が短期的に上昇したことで、利上げをしても景気が大きく落ち込まなかったと指摘した一方、2024年以降に中立金利が再び低下し始めると予想している。中立金利自体の計測が難しく、FOMC参加者内でも見方にばらつきがある。中立金利の水準を巡る議論は利下げのペースや最終的なFF金利水準を左右することから、米国経済の先行きを見通す上で主な不確定要素ともいえるだろう。

なお、もう一つの大きな論点であるバランスシートの縮小（QT）については、本稿の前半でも述べたように、数名のFOMC参加者からQTペースの減速を検討すべきとの意見が出始めている。例えば、前NY連銀副総裁で金融調節の元責任者であったローガン・ダラス連銀総裁は、市場流動性のタイト化によって金利上昇圧力が高まりうることや、一部の銀行で手元流動性がひっ迫する可能性があるとの見解を示している。ローガン総裁の見解は、前回のQT終了（2019年7月）直後となる2019年9月に、レポ市場での流動性枯渇によってレポレートが急上昇した際に、対応を迫られた金融調節の元責任者ならではの警鐘といえるだろう。なお、2019年の流動性枯渇の帰結は、FRBによる利下げと短期国債の買い入れの再開であった。市場流動性の状況を考慮しながらQTペースの減速などを通じて市場の混乱を引き起こさないようにすることが、予想外の利下げやQTの緊急停止などを避け、ひいては米国経済のソフトランディングを可能にする上でも重要となるだろう。