

2024年3月22日 全9頁

米国経済見通し 転換期を迎える金融政策

次回 FOMC で QT のペース減速、2024 年央に利下げへと転換する見込み

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

[要約]

- 足元までの経済指標を概観すると、個人消費や企業活動は冴えない結果となった一方、インフレ指標（CPI、PPI、輸入物価）に関しては、いずれも市場予想を上回り、インフレ率の高止まりリスクを意識させる結果となった。これらを金融政策に紐づけると、冴えない個人消費、企業活動に注目すれば、利下げを意識させる結果といえる一方、市場予想を上回ったインフレ指標に注目すれば、利下げが遠のくような結果といえる。
- 3月19日・20日のFOMCで公表されたドットチャートによると、2024年末時点のFF金利は4.6%（2024年内合計0.75%ptの利下げ）と、2023年12月時点の予想のままで据え置かれた。3月のFOMC前は、市場では利下げの後ずれが意識されていたが、2024年内の利下げ幅の見通しが据え置かれたことから、利下げ期待が再び高まった。
- 利下げのタイミングや利下げ幅に関しては、結局のところインフレ動向次第である。直近のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたとはいえ、今後はFOMC参加者が予想するインフレ率の中央値を下回る伸びとなることが想定される。現時点では従来通り2024年央に利下げ開始がベースシナリオであり、利下げタイミングの後ずれはあくまでもリスクシナリオと考えるべきだろう。
- また、今回のFOMCでは量的引き締め（QT）のペースの減速に関しても、近い将来に実施することが示唆された。市場のショックを未然に防ぎ、QTを結果的に長く継続することを目的としている。次回（4月30日・5月1日）FOMCでのQTのペースの減速がベースシナリオとなるが、当面は市場の流動性が枯渇していないかを注意する必要がある。

次回 FOMC で QT のペース減速、2024 年央に利下げへと転換する見込み

足元までの米国経済指標を概観すると、相対的に冴えない結果となった。2月の雇用統計は雇用者数が市場予想を上回ったものの、失業率が予想以上に上昇（悪化）した。また、2月の小売売上高は前月比でプラスに転じたものの、伸び幅は市場予想を下回った。このほか、企業マインドに関しては、2月の ISM 景況感指数は製造業・非製造業ともに悪化した。企業の生産活動は、2月の鉱工業生産指数が市場予想を上回るも、過去分の下方修正を考慮すればその回復の足取りは重い。他方で、インフレ指標（CPI、PPI、輸入物価指数）に関しては、いずれも市場予想を上回り、インフレ高止まりリスクを意識させる結果となった。

これらを金融政策に紐づけると、冴えない個人消費、企業活動に注目すれば、利下げを意識させる結果といえる一方、市場予想を上回ったインフレ指標に注目すれば利下げが遠のくような結果といえる。FF 金利先物を基に市場の見立てを確認すると、3月19日・20日の FOMC の前日（3月18日）には、2024 年内合計 0.66%pt の利下げと、2023 年 12 月時点（以下、12 月時点）の FOMC 参加者の FF 金利見通し（ドットチャート、中央値）で示された 2024 年内合計 0.75%pt という利下げ幅を下回った（図表 1 左図）。市場は利下げの後ずれを意識していたようである。

こうした中、3月19日・20日の [FOMC で公表された最新のドットチャート](#) では、2024 年末時点の FF 金利は 4.6%（2024 年内合計 0.75%pt の利下げ）と、12 月時点の予想のまま据え置かれた。他方、2025 年（3.9%、12 月時点：3.6%）、（3.1%、12 月時点：2.9%）は上方修正され、利下げ幅は縮小するとの予想が示された。2025 年以降の利下げ幅が縮小したとはいえ、2024 年の利下げ幅は据え置かれた安心感から、3月 FOMC 後の FF 金利先物は 2024 年内に合計 0.78%pt の利下げと、ドットチャートの中央値である 0.75%pt という利下げ幅を上回った。

なお、ドットチャートの形状は、2024 年に関しては中央値よりも高い金利を予想する参加者が 12 月時点に比べて増えたことでタカ派的といえるが、2025 年、2026 年は中央値よりも低い金利を予想する参加者が多く、タカ派一色というわけでもない。インフレ率の減速ペースが見通しづらい中で、利下げのペースも不確実性が高いということが示されたといえる。利下げのタイミングや利下げ幅に関しては、結局のところインフレ動向次第である。パウエル FRB 議長が 3 月の FOMC 後の記者会見で、1-2 月のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたことにに関して問われた際に、インフレ率の減速はでこぼこ道（bumpy road）を進んでおり、インフレ目標は時間の経過とともに（over time）達成する、と繰り返した。短期的な変動は伴いつつも、インフレ率が減速傾向を示し続けているかが重要ということだろう。

つまり、PCE 価格指数、コア PCE 価格指数が FOMC 参加者の 2024 年末時点の予想中央値から想定されるペースであれば予想通りに利下げを進め、想定されるペースを上回るようであれば、FOMC 参加者はタカ派的なスタンスを強めることになる。2024 年のインフレ率の中央値を達成するペースとしては、PCE 価格指数は前月比+0.39%、コア PCE 価格指数は前月比+0.40%が目安となる。直近のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたとはいえ、クリーブランド連銀が公表するインフレーション・ナウキャスト（3月19日時点）によれば、2月の PCE 価格指数（同+0.36%）、コア PCE 価格指数（同+0.30%）は目安を下回っている。現時点では従来通

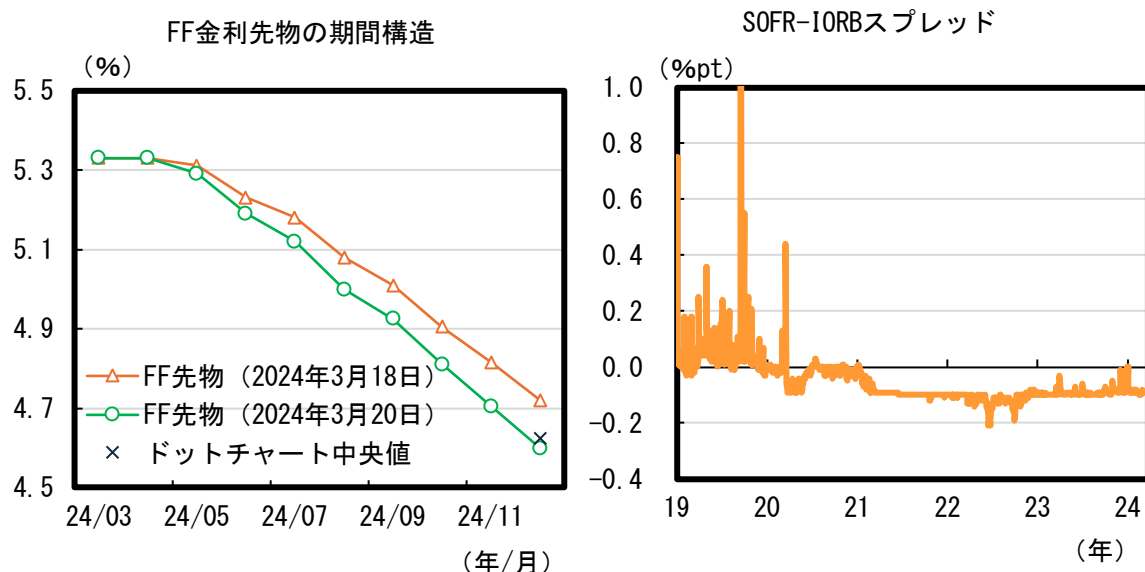
り 2024 年央に利下げ開始がベースシナリオであり、利下げタイミングの後ずれはあくまでもリスクシナリオと考えるべきだろう。

利下げに加え、もう一つの注目点は、量的引き締め (QT) のペースの減速である。前回の FOMC 後の記者会見で、今回の FOMC で QT に関する技術的な議論を行うことが示唆されていた。今回の記者会見の冒頭説明で、パウエル議長は、FOMC 参加者の一般的な認識として近い将来 (fairly soon) に QT のペースを減速させることが適当と述べた。近い将来という表現を用いたことを踏まえれば、QT のペースの減速に関しては、ベースシナリオとしては次回 (4 月 30 日・5 月 1 日) FOMC、遅くとも次々回 (6 月 11 日・12 日) の FOMC での実施が想定される。

QT のペースの減速をできる限り早いタイミングで実施しようとする背景として、パウエル議長は QT のペースが速すぎることによる市場のショックを未然に防ぎ、QT を結果的に長く継続できるということを説明している。こうした見解は、[ローガン・ダラス連銀総裁の認識](#)に沿ったものであり、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。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、2019 年のような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ということだろう。

なお、QT のペースの減速を判断する上で残された猶予期間は、市場の流動性が枯渇し、ショックが起きるまでといえる。[ローガン総裁は](#)、短期金融市場の効率性を示す短期市場金利 (ここでは、SOFR (担保付翌日物調達金利) を参考) -IORB (準備預金金利) スプレッドが大幅なプラス (流動性不足) でもマイナス (過剰流動性) でも適切でない指摘している (図表 1 右図)。現時点では、SOFR-IORB スプレッドがマイナスで推移しており、過剰流動性が存在していることを示唆しているが、今後流動性が引き締まり同スプレッドがプラス方向へと転じる場合には市場がストレスを感じ始めているという意味で注意を要しよう。

図表 1 FF 金利先物の基幹構造、SOFR-IORB スプレッド



(注) 右図の IORB は 2021 年 6 月まで IOER (超過準備預金金利)、2021 年 7 月以降は IORB (準備預金金利)。
(出所) CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

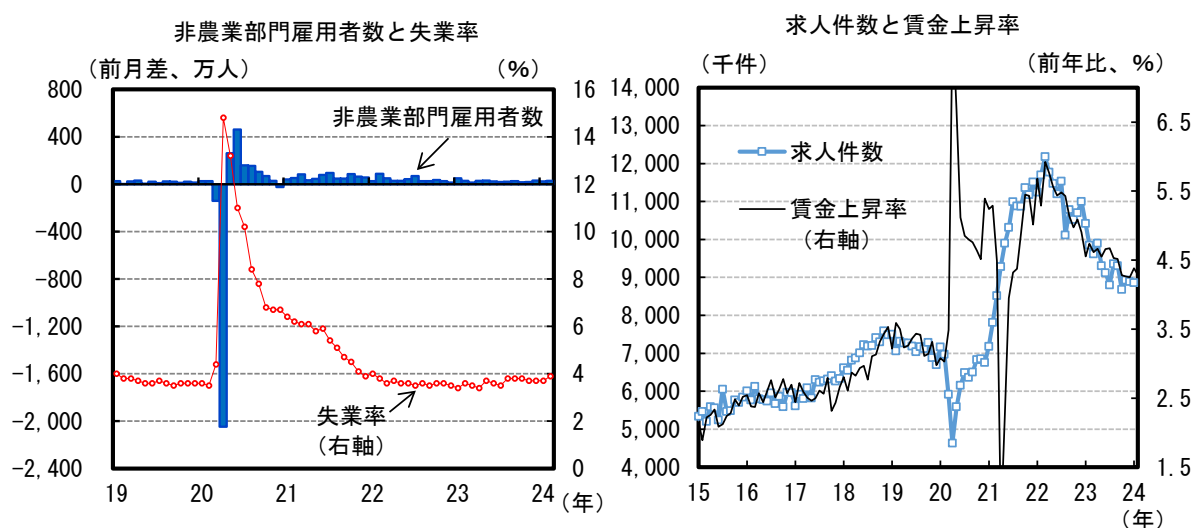
雇用統計はまちまちの結果

2024年2月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+27.5万人と市場予想(Bloomberg調査:同+19.8万人)を大幅に上回る結果となった。過去分について、2023年12月と2024年1月の合計で16.7万人分下方修正されたものの、3カ月連続で好不調の目安となる同+20万人を上回った。他方で、失業率については3.9%と前月から0.2%pt上昇し、市場予想(Bloomberg調査:3.7%)を上回る(悪い)結果となった。さらに失業者の内訳を確認すると、非自発的失業(同+18.8万人)が増加し、水準も321.6万人と2022年1月以来の高水準となった。このように2月の雇用統計の内容はまちまちといえる。ただし、失業率が上昇したとはいえ、4%前後とされる自然失業率を上回っていないことや、後述するように他の雇用指標も大幅に悪化していないことを踏まえれば、雇用環境は緩やかな悪化が継続しつつも、引き続き底堅さを維持しているといえる。

その他の雇用関連指標を見ると、新規失業保険申請件数の直近週(3月10日-3月16日)は21.0万件となった。新規失業保険申請件数の水準は、2023年9月以降週20万件から23万件的レンジで推移しており、足元でも顕著な増加は見られない。

続いて、労働需要に着目すると、2024年1月の求人件数は前月差▲2.6万件と2カ月連続で減少した。ただし直近の失業者数と比べて求人件数は1.4倍弱の水準であり、コロナ禍前の水準を依然として上回ったままである。タイトな労働需給を背景に根強い賃金上昇圧力が続くことで、インフレの減速を遅らせ得る点が懸念される。2月の雇用統計においては、民間部門の平均時給が前月比+0.1%と減速した。ただし、これは大幅な伸びとなった1月(同+0.5%)からの反動という側面もあるだろう。民間部門の平均時給を前年比ベースで見れば、2月は+4.3%であり、伸び率は昨年10月以降おおむね横ばいで推移している。既存従業員による待遇改善要求の動きも引き続き影響しているとみられる中、賃金上昇圧力を抑制するにはさらなる労働需給の緩和が必要と考えられる。

図表2 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

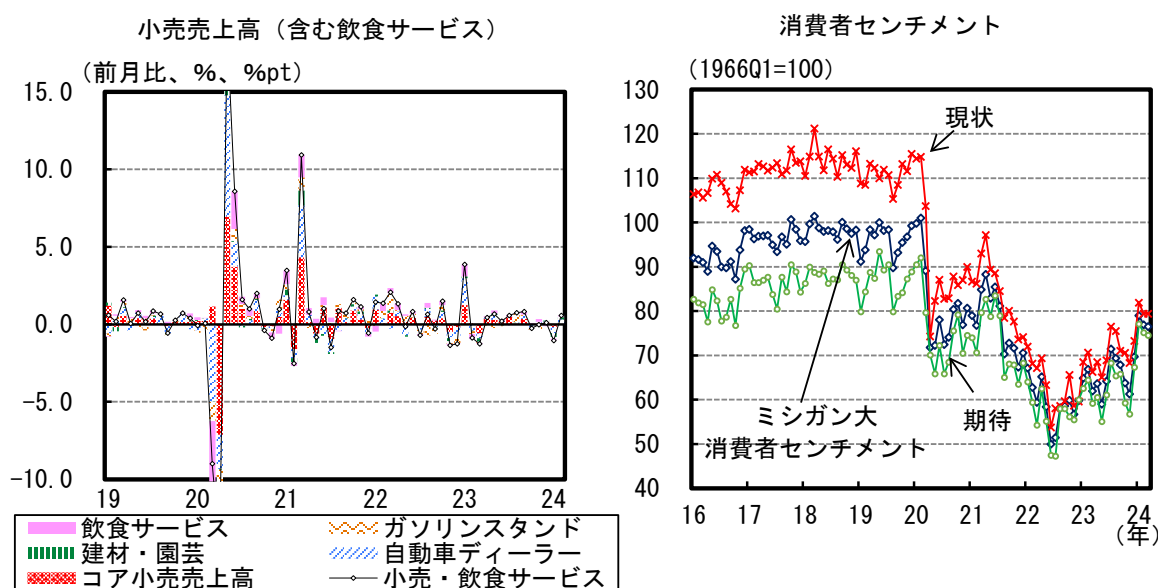
小売売上高は反発も冴えない結果、消費者マインドに大きな変化は見られず

個人消費の動向を確認すると、2024年2月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.6%とプラスに転じたものの、市場予想(Bloomberg調査:同+0.8%)を下回った。さらに、1月の小売売上高の伸び率は▲0.3%pt 下方修正され、同▲1.1%となった。振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除く、コア小売売上高についてはほぼ横ばいにとどまった。ヘッドラインはプラスに転じたものの、1月の大幅なマイナス分を取り戻すほどではなく、コア小売も反動増が見られず、総じてみれば冴えない結果といえる。ただし、2月まで継続した悪天候が小売売上高の回復を妨げた可能性もあることから、天候が回復し始めた3月以降も併せて確認する必要があるだろう。

2月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、建設資材・園芸(前月比+2.2%)、自動車・部品(同+1.6%)がプラスに転じ全体をけん引した。この他、家電(同+1.5%)が3カ月連続でプラスとなり、ガソリンスタンド(同+0.9%)もガソリン価格の上昇に伴い5カ月ぶりにプラスに転じた。他方で、家具(同▲1.1%)がマイナスに転じ、足を引っ張った。さらにヘルスケア製品(同▲0.3%)は3カ月連続、衣服・宝飾品(同▲0.5%)、無店舗販売(同▲0.1%)は2カ月連続でマイナスになった。また、レジャー・娯楽もほぼ横ばいにとどまった。

続いて消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2024年3月(速報値)が前月差▲0.4ptと2カ月連続でマイナスとなり、水準は76.5になった。構成指数の内訳は、現状指数は横ばい、期待指数(同▲0.6pt)が小幅な悪化と、大きな変化は見られない。懸案である高インフレが着実に減速していけば、消費者マインドの改善に寄与するとみられる一方、直近のインフレ指標は、減速の足取りが鈍っている。インフレの高止まりを背景に引き締めの金融環境が長引くならば、消費者マインドは回復しづらくなる。

図表3 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



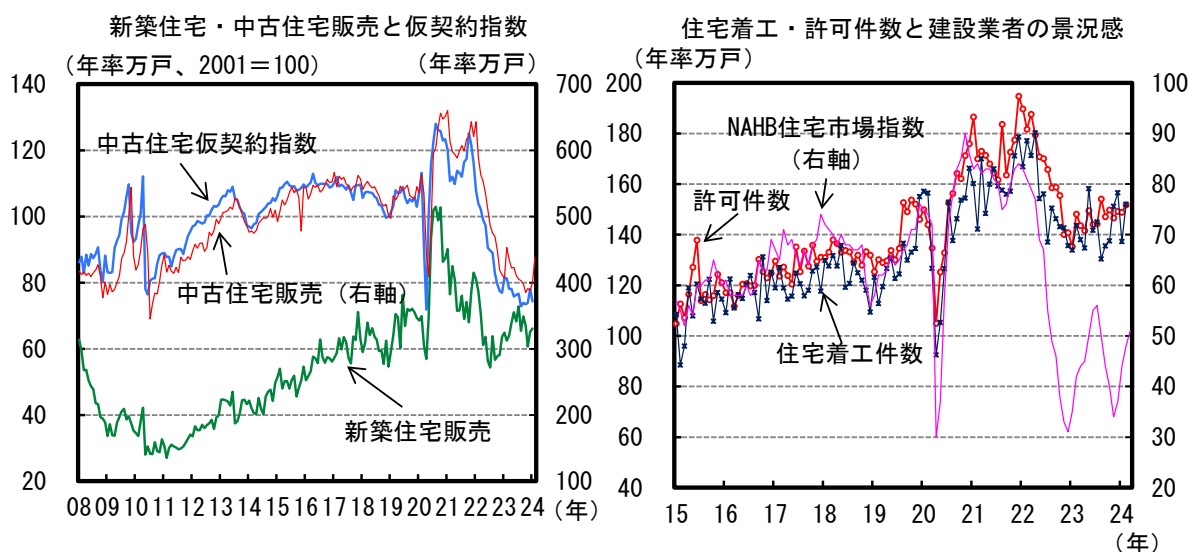
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅販売、着工件数ともに増加

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、2024年2月が前月比+9.5%と2カ月連続でプラスとなった。その背景として、住宅ローン金利が2023年後半につけたピークから緩やかに低下してきたことが挙げられる。ただし、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は1月に同▲4.9%と3カ月ぶりにマイナスに転じた。中古住宅の在庫は緩やかに増加しつつあるが、依然として低水準にあり、中古住宅価格が前年比で上昇に転じ、かつそのペースは加速している。また、住宅ローン金利はピークアウトしたとはいえ、依然として金利水準が高いことなどを踏まえれば、直近の大幅な販売増が継続する見込みは立ちにくい。新築住宅販売（戸建）に関しては1月に同+1.5%と2カ月連続で増加した。新築住宅は中古住宅に比べて在庫が多く、販売価格が前年比で下落しており、住宅購入希望者は相対的に購入しやすい。また、新築住宅価格は中古住宅価格に比べて高水準である場合が多いものの、足元で中古住宅に対する割高感は少ない。新築住宅販売は2023年下半期に伸び悩んだものの、中古住宅に比べれば相対的に回復しやすいと考えられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年2月に前月比+10.7%と、大幅なマイナスになった1月から反発した。さらに、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、2月は同+1.9%と増加に転じた。均してみれば、新築住宅着工は横ばいから緩やかな回復を続けている。住宅建設業者のマインドに関して、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2024年3月分は前月差+3ptと4カ月連続で回復した。NAHBは、在庫積み上げニーズの強さや住宅ローン金利のピークアウトなどが住宅建設業者のマインドを改善させていると指摘している。もっとも、足元では引き締め的な金融政策が継続していることを踏まえれば、住宅供給の回復は目先は緩やかなペースが続くとみられる。

図表4 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

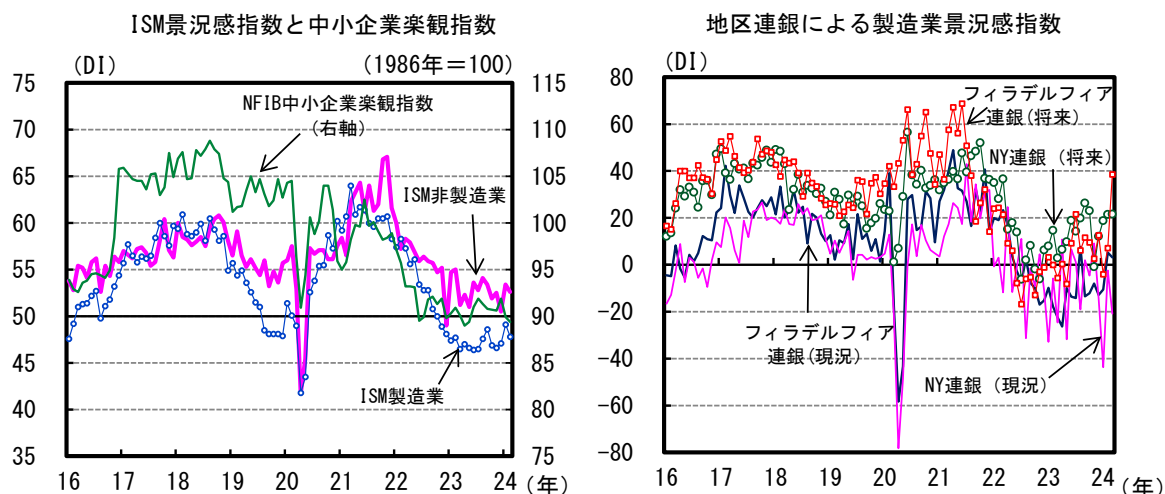
企業マインド指数は製造業・非製造業ともに再び低下

2024年2月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.3%ptの47.8%と3カ月ぶりに悪化し、非製造業も同▲0.8%ptの52.6%と悪化した。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数が改善した一方で、新規受注指数、生産指数、雇用指数、在庫指数が悪化した。非製造業に関しては、事業活動指数と新規受注指数は改善した一方で、入荷遅延指数、雇用指数が悪化した。続いて企業のコメントを見ると、製造業は指数の弱さに反して需要面の安定や回復を指摘するコメントが比較的多く見られた。他方で、供給面に関して、ISMはコメントで、原材料のサプライチェーンの問題によりサプライヤーが困難に直面している兆候があるとも指摘した。非製造業の企業コメントについては、ビジネス環境についてポジティブな見解が多いが、インフレや人手不足に対する懸念も引き続き散見された。

中小企業のマインドに関しては、2024年2月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.5ptと2カ月連続で悪化し、水準は89.4となった。内訳項目を見ると、在庫投資計画、事業拡張計画の項目の悪化幅が大きかった。NFIBは、中小企業は依然として物価高と金利上昇に向き合っているとコメントした。他方、NFIBは、中小企業は従業員の採用および引き留めが容易になりつつあり、労働需給も幾分緩和したとも指摘した。

以上をまとめれば、企業および公表元のコメントでポジティブな見解も見られるものの、製造業、非製造業、中小企業のいずれも指数が悪化した。2024年3月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY連銀は現況指数（前月差▲18.5pt）が大幅に悪化した一方、将来指数（同+0.1pt）は4カ月連続で改善した。フィラデルフィア連銀に関しても、現況指数（同▲2.0pt）は3カ月ぶりに悪化した一方、将来指数（同+31.4pt）は2カ月連続で改善し、かつ大幅な上昇となった。足元のマインドは冴えないものの、先行きの期待が改善した点はポジティブといえる。ただし、インフレの高止まり傾向が見られる中、引き締め的な金融環境が目先は継続すると想定すれば、企業のマインド改善は緩やかなものになるとみられる。

図表5 ISM 景況感指数と NFIB 中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



(出所) ISM、NY 連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

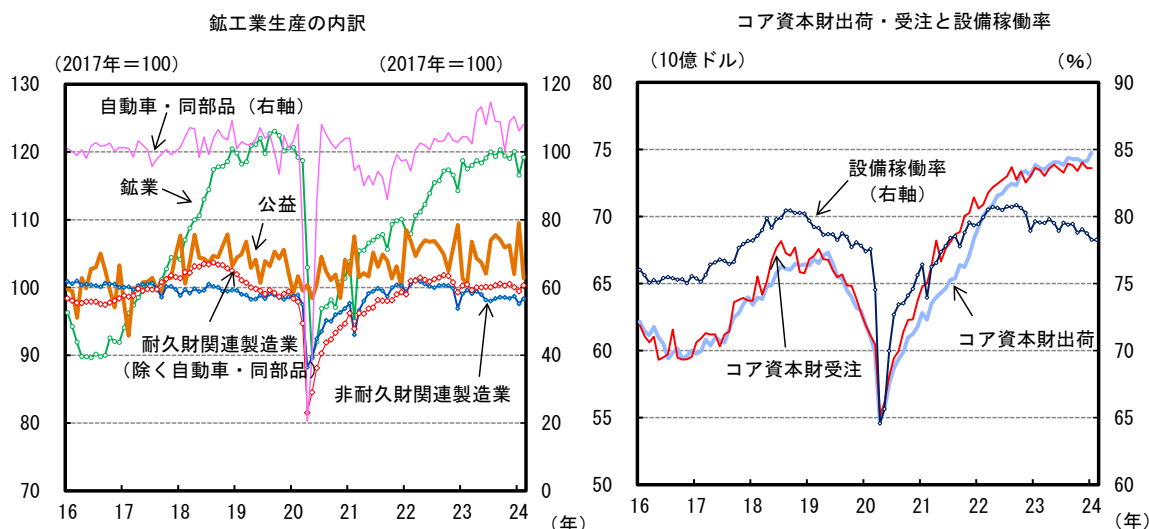
鉱工業生産はプラスに転じるも過去分が下方修正

企業の実体面に関して、2024年2月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%と3カ月ぶりに上昇し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.0%）を上回った。ただし2023年12月分が▲0.3%pt、2024年1月分が▲0.4%pt下方修正されており、3カ月平均で見れば同▲0.2%と5カ月連続のマイナスになった。2月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、1月に悪天候の影響で下落した製造業（同+0.8%）、鉱業（同+2.2%）がプラスに転じた一方で、公益（同▲7.5%）は、暖房需要の増加の影響を受けて上昇した1月からの反動でマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+1.0%）が3カ月ぶりにプラスに転じ、非耐久財（同+0.7%）もプラスに転じた。耐久財に関しては自動車・同部品（同+1.8%）、機械（同+1.7%）がけん引役となった。この他、木製品（同+2.4%）や、スポーツ用品等を含むその他耐久財（同+2.3%）の伸び幅が大きい。ただし、非金属鉱物（同▲0.2%）、一次金属（同▲0.2%）が2カ月連続でマイナスとなった。非耐久財に関しては、化学（同+1.6%）がけん引役となり、印刷（同+1.5%）、紙（同+1.1%）の伸び幅も大きい。他方で、石油・石炭製品（同▲0.4%）が2カ月連続、衣服・革製品（同▲0.3%）が4カ月連続でマイナスとなった。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は1月に前月比+0.9%と加速した。他方、先行指標であるコア資本財受注についてはほぼ横ばいとなった。続いて、2024年2月の設備稼働率は前月から横ばいの78.3%となった。悪天候の影響で稼働率が大きく低下した1月からの回復の足取りは鈍い。設備稼働率は長期平均（1972-2023年：79.6%）を10カ月連続で下回っており、設備の稼働状況は引き続きひっ迫している状況ではない。前述の通り製造業の企業マインド指数が再び悪化したことに加え、設備の稼働状況がひっ迫していないことや、引き締め的な金融環境が継続していることを踏まえれば、目先では生産活動や設備投資が大幅に活性化することは考えにくいだろう。

図表6 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



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

経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2024年の1-3月期に関しては、実質GDP成長率は前期比年率+1.7%と、2023年10-12月期に比べて減速すると見込む。年末商戦からの反動減や悪天候に加え、雇用環境の緩やかな悪化に沿って、個人消費が減速していくと予想している。また、悪天候に加えて、金融引き締め効果がタイムラグをもって設備投資や住宅投資を抑制すると考えている。こうした景気の減速傾向は4-6月期まで継続し、需要の抑制がインフレ圧力の緩和をもたらし、各種インフレ指標も緩やかに減速していくと見込む。3月のFOMCで公表されたドットチャートにおいて、2024年内の利下げ幅の見通しは合計0.75%ptで据え置かれた。これを受け、2024年央に利下げへと転じるとの見立てを据え置く。利下げに伴う金融環境の幾分の緩和を受け、2024年後半からは実質GDP成長率は緩やかに回復していくと考えている。

もっとも、利下げ開始のタイミングやペースは、実際のインフレ指標の結果に左右される。直近のインフレ指標が市場予想対比で上振れしたとはいえ、今後はFOMC参加者が予想するインフレ率の中央値を下回る伸びとなることが想定される。インフレ率の高止まりに伴うFOMC参加者のタカ派化はリスクシナリオという位置付けではあるものの、当面はインフレ指標の結果に一喜一憂する状況が続くだろう。

図表7 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	前年比、%		
	前期比年率、%												前年比、%		
国内総生産 (前年同期比、%)	2.2	2.1	4.9	3.2	1.7	0.6	1.1	1.4	1.8	2.1	2.2	2.3	2.5	2.1	1.7
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.0	2.3	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	2.0	1.8
設備投資	5.7	7.4	1.4	2.4	2.4	0.1	0.6	1.1	1.6	1.9	2.0	2.1	4.4	1.8	1.4
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.9	0.5	-0.1	0.5	1.1	1.6	1.9	2.3	2.6	-10.6	1.4	1.5
輸出	6.8	-9.3	5.4	6.4	1.6	1.1	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.1	1.9
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.7	2.6	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.6	1.6	1.5
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.2	1.8	1.4	0.9	1.1	1.1	1.2	1.1	0.9	4.0	2.6	1.1
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.1	2.2	0.9	1.2	1.4	1.6	1.9	1.9	2.0	2.2	2.1	1.6
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	2.9	2.3	0.8	1.2	1.5	1.8	2.0	2.1	2.2	1.9	2.0	1.7
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.6	-1.8	-1.9	0.3	0.9	1.2	1.6	1.8	2.0	2.1	0.2	-0.3	1.5
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.6	2.2	2.7	2.4	2.4	2.2	2.1	2.5	4.1	2.9	2.4
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.1	4.2	4.2	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	4.1	3.9
貿易収支(10億ドル)	-200	-202	-186	-192	-202	-202	-201	-201	-201	-200	-200	-200	-780	-806	-801
経常収支(10億ドル)	-213	-215	-196	-195	-204	-204	-202	-201	-200	-199	-199	-198	-819	-811	-796
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	4.47	4.46	4.31	4.16	4.01	3.86	3.71	3.56	4.58	4.35	3.79
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.14	4.10	4.01	3.92	3.83	3.74	3.65	3.56	3.96	4.04	3.70

(注1) 網掛けは予想値。2024年3月21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