

経済金融 ウォッチ

2024年10月号

国内	1
米国	11



日銀の利上げ継続方針は変わらず

～消費の堅調さを確認後、12月にも追加利上げの可能性～

南 武志

要旨

24年春闘での大幅賃上げ、好調な企業業績を受けた夏季賞与の増加などを受けて、家計の所得環境は増加基調となっており、実質賃金の目減りも解消しつつある。消費はなお前年水準を割った状態ながらも、持ち直しの動きが散見されている。海外経済の低成長状態は当面続くことから、外需には期待できないものの、日本経済は内需主導での回復傾向が徐々に強まるだろう。

7月の追加利上げ後、マーケットに不安定な動きが見られるほか、行き過ぎた円安が修正されたことで、日銀による早期の再利上げ観測は後退した。しかし、「賃金と物価の好循環」が強まっていることが確認できれば、12月にも追加利上げが検討される可能性がある。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年		2025年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.226	0.20～0.55	0.20～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.2560	0.10～0.45			
国債利回り	20年債 (%)	1.630	1.65～1.95	1.70～2.10	1.80～2.20	1.80～2.20
	10年債 (%)	0.810	0.80～1.20	0.90～1.30	0.95～1.40	0.95～1.40
	5年債 (%)	0.460	0.45～0.70	0.50～0.80	0.60～0.90	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	143.9	135～155	133～153	130～150	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.1	145～165	143～163	140～160	140～160
日経平均株価 (円)		37,870	39,000±3,000	40,000±3,000	40,500±3,000	40,500±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

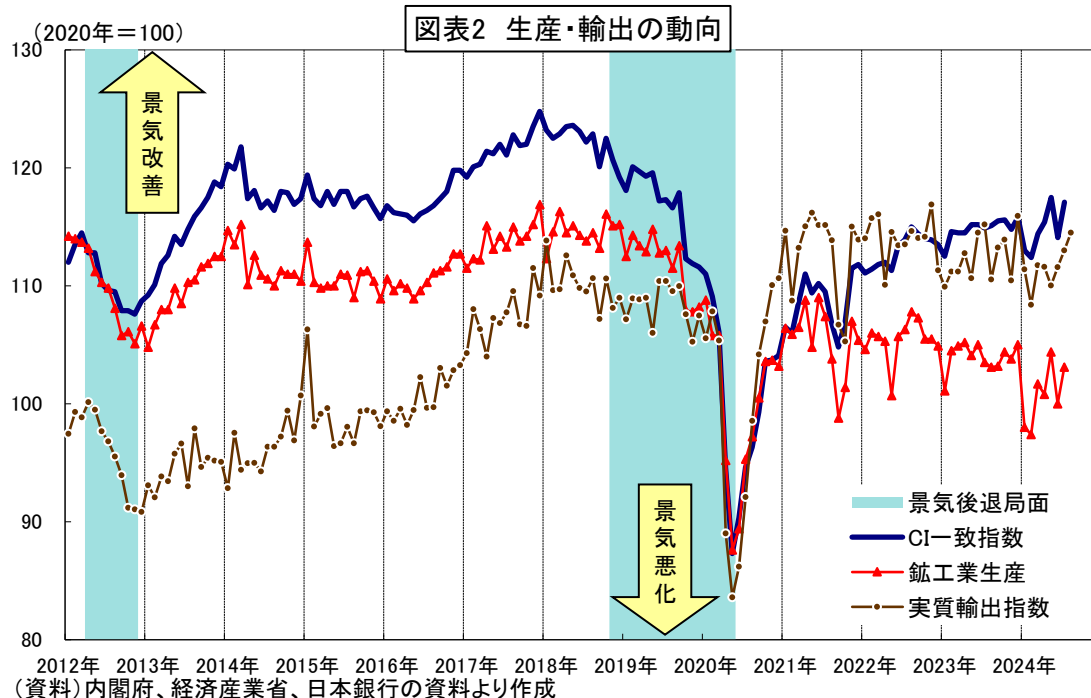
(注)実績は2024年9月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

10月1日に新首相が誕生、早期の解散・総選挙の可能性も

9月27日に投開票が行われる自由民主党の総裁選には、派閥解消なども影響し、異例ともいえる9名が立候補した。党主催の政策討論会などが全国各地で開催され、自民党の党是でもある憲法改正のほか、政治改革、外交・安全保障、経済・財政政策、エネルギー政策、労働市場改革、選択的夫婦別姓、皇位継承など様々なテーマについて論戦が交わされた。

10月1日には臨時国会の召集が予定されており、新首相が誕生する運びである。衆院解散・総選挙を早期に実施する意向を表明する総裁候補を複数見かけるものの、野党サイドでは新首相による所信表明演説とそれに対する各党代表質問、さらに予算委員会や政治倫理審査会を開くことを要求している。とはいえ、新たに立憲民主党代表に選出された野田佳彦元首相もまた

早期の解散・総選挙については十分意識しており、実際に年内にも国民の信を問う可能性があるだろう。なお、政党支持率（9月、NHK 調べ）で見れば、連立与党（自公）の 33.6% に対し、立民は 6.6% に過ぎないが、有権者の半数近い無党派層の趨勢が結果を左右するとみられるだけに、各党が今後どのような施策をアピールするのか注目される。



国内景気は緩やかながらも着実に回復

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、4～6月期の GDP 第2次速報（2次 QE）によれば、経済成長率は年率 2.9%（1次 QE：同 3.1%）へ若干ながらも下方修正された。2期ぶりのプラス成長だったとはいえ、マイナス成長だった 1～3月期からのリバウンドという側面が強いことには変わりはないが、「民間消費は5期ぶりの増加」、「実質雇用者報酬が加速」など、先行きを期待させる材料がみられた。

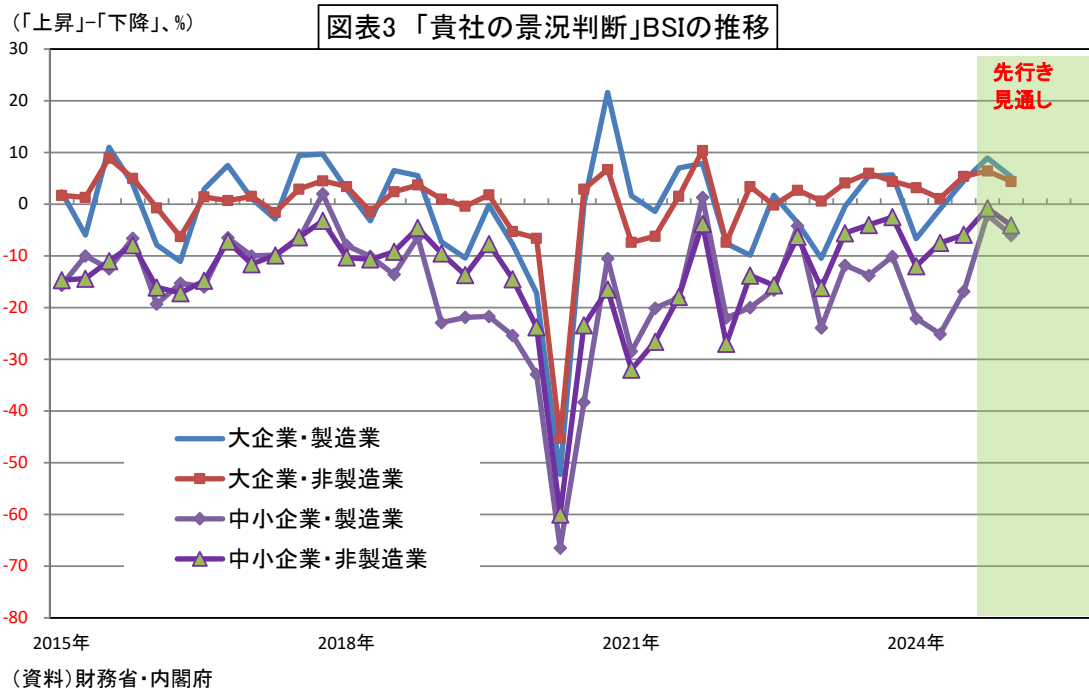
月次経済指標に目を転じると、7月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+3.0ポイントと、大幅に落ち込んだ6月の反動増が出たものの、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（3か月連続で同じ表記）。なお、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の7月分も前月から+0.6ポイントと2か月ぶりに上昇、消費税率 10%への引き上げ直前（19年9月）につけた過去最高値に迫った。

また、7月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判

断 DI・先行き判断 DI とも 3 か月連続で改善した。より詳細にみると、現状判断 DI は判断基準である 50 を 6 か月連続で下回ったが、先行き判断 DI は 5 か月ぶりに 50 を上回った。

さらに、「政府短観」とも称される法人企業景気予測調査（7～9 月期）によれば、大企業・製造業の景況感（「貴社の景況判断」BSI）は 3 期ぶりのプラス（「上昇」超）で、2 期連続の改善となった。同・非製造業については 8 期連続のプラス、かつ 2 期連続の改善であった。概して企業の景況感は改善している。

8 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 1.3%と 3 か月連続で上昇した。とはいえ、中期的にみれば実質輸出は頭打ち気味の推移となっており、国内景気全体を牽引する格好にはなっていない。地域別に見ると、中国以外のアジア向けは底堅いが、先進国向け、中国向けはいずれも軟調である。財別にみても、主力の自動車関連は弱含んだ。なお、7 月分では同 3.1%と一定のリバウンドが見られた鉱工業生産指数も 8 月の製造工業生産予測指数では同▲0.9%（予測誤差補正後）と低下する可能性がある。

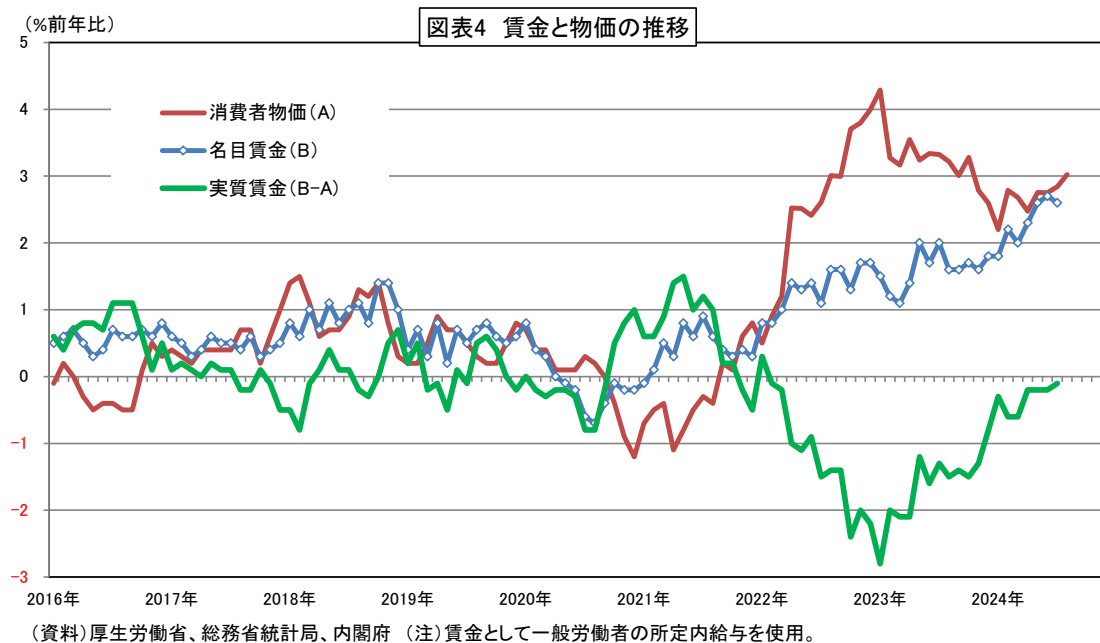


消費は依然低調ながらも賃金の上昇傾向が強まる

消費動向については、7 月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比 0.02%と 4 か月連続、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同 0.3%と 2 か月連続で、ともに上昇した。しかし、両指標ともに前年水準を下回ったまま

であり、持ち直しつつあるものの、消費はなお低調である。

一方で、賃金には上昇傾向が定着しつつある。7月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.6%と、大企業の夏季賞与が支給される6月（同4.5%）からは鈍化したものの、所定内給与（≒基本給）は同2.6%と高い伸び率を維持した。実質賃金（デフレーターは全国消費者物価指数（持ち家の帰属家賃を除く総合））も前年比0.4%と2か月連続で増加した。好業績を背景とした夏季賞与の底堅さに加え、5%超の賃上げが実現した24年春闘の効果が浸み出している。なお、内閣府が公表をしている「実質賃金（デフレーターは全国消費者物価指数（総合））」によれば、一般労働者の実質所定内給与は前年比▲0.1%とまだマイナス状態ではあるが、プラス転換を窺う状況にようやくたどり着いたといえる。



経済見通し：国内 景気は消費主導で 回復が続く

以下、国内景気の先行きを展望したい。まず、世界経済を見わたすと、米国経済にはこれまでの金融引き締め効果が出ているほか、中国経済には不動産問題が押し掛かるなど、25年にかけても低成長が続くとみられる。特に、中国に関しては、深圳市での日本人児童刺殺事件を受けて、先行き両国間の経済関係が冷え込むリスクも指摘されている。そうした要因から、輸出は伸び悩むと思われ、今後とも成長を牽引するのは難しい。一方、大幅賃上げの実現、6月に実施された所得税・住民税減税、さらに堅調な夏季賞与は家計所得の押し上げに貢献している。

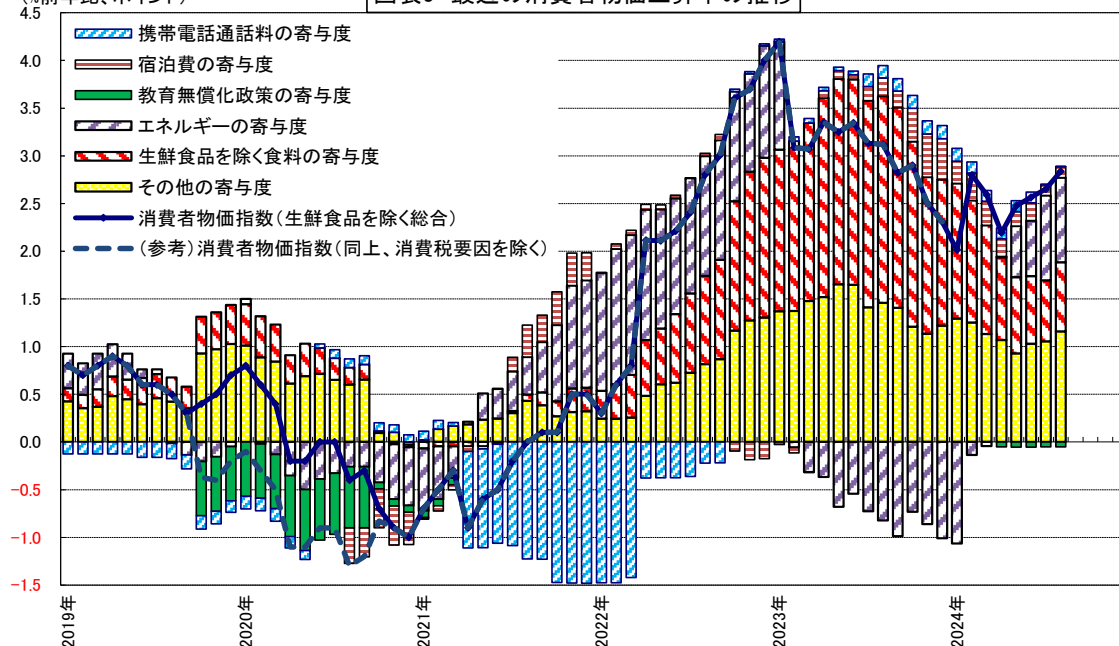
物価動向：4か月連続で上昇率拡大

後述の通り、今秋以降は物価の沈静化が強まるとみられ、実質賃金の増加を背景に消費の回復ペースは徐々に高まっていくだろう。こうした消費回復は非製造業などの設備投資にも波及すると思われる。

8月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.8%と、小幅ながらも4か月連続で上昇率が拡大した。特徴的だったのは、この数か月の物価押し上げ要因であったエネルギーの上昇率拡大が止まった（石油製品は14か月ぶりに前年比下落）半面、品薄によってコメが前年比28.3%と大幅上昇するなど、食料の値上げ圧力が再び高まったことであった。また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」も同2.0%へ若干ながらも上昇率を高めた。一般サービス（除く宿泊費）も同1.7%へ上昇率を高めたが、4月以降は1%台後半での上昇が続くなど、人件費の高まりがサービス価格を加速的に押し上げている様子は確認できない。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移

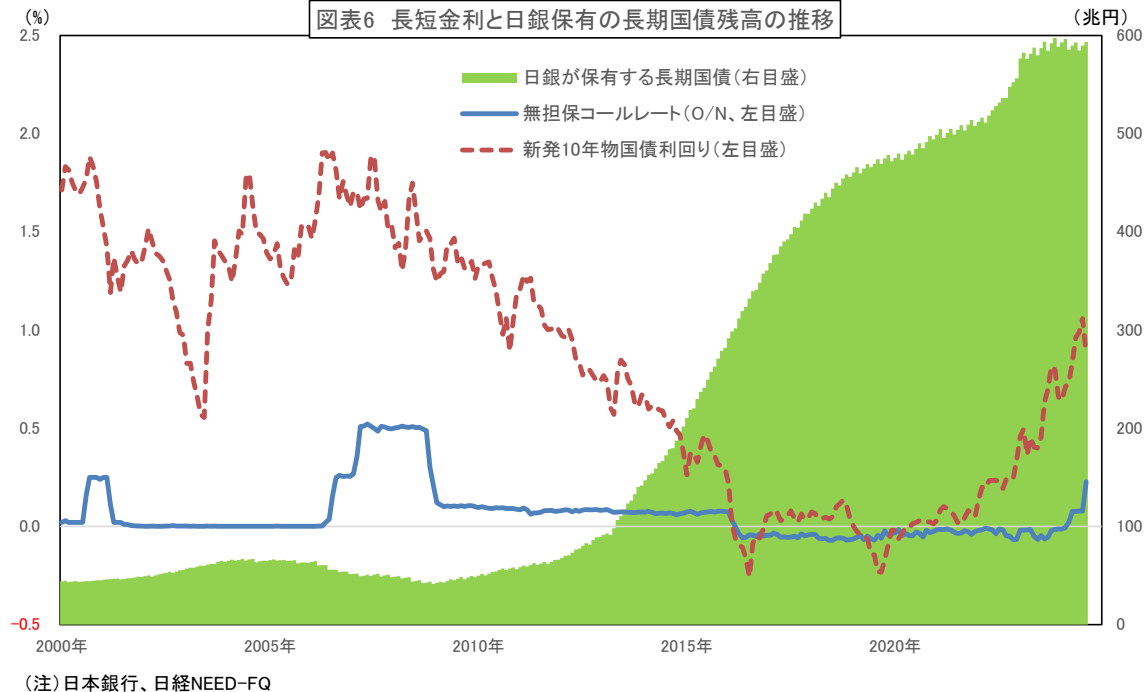


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

今秋以降、物価上昇率は沈静化へ

先行きについては、政府は電気・都市ガス代の8～10月使用分に関して負担軽減策を復活させているため、9月のコアCPI上昇率は2%台半ばに戻ると思われる。ただし、天候不順による生鮮食品の値上がりやコメ不足問題もあり、食料には一定の値上げ圧力があるほか、7月上旬までの円安進行に伴う値上げも一部で残るだろう。

とはいえ、最近の円高や原油安は先行きの消費者物価の値上げ圧力を和らげ、24年度末には2%前後まで上昇率が鈍化、25年度には2%割れが常態化する可能性があるだろう。



金融政策：マーケットが落ち着けば、年内再利上げの可能性も

日銀は9月19～20日に開催した金融政策決定会合において政策金利の据え置き（無担保コールレート（翌日物）の誘導目標：0.25%）を決定した。前回7月の追加利上げ後、マーケットで不安定な動きが続いたこともあり、政策変更なしがマーケット参加者のコンセンサスであった。

決定会合終了後の記者会見で植田総裁は、今後の政策運営について、現在の実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえると、今後とも景気回復が継続し、7月の展望レポートに示したような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる、従来の方針を繰り返した。

そのうえで、米国をはじめとする海外経済の先行きは不透明であり、金融資本市場も引き続き不安定な状況にあることから、当面はこれらの動向を極めて高い緊張感をもって注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を、しっかりと見極めていくとした。また、最近の円安修正によって輸入物価上昇率も鈍化するなど、物価上振れリスクは相応に減少しており、政策判断に当たっての時間的

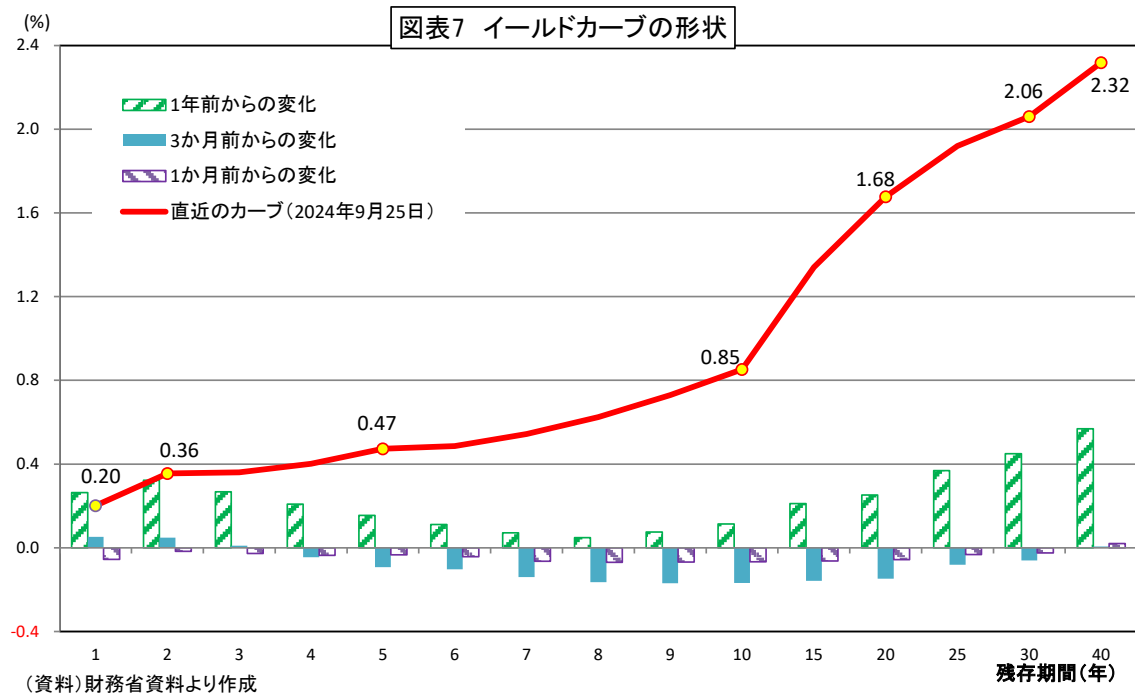
金融市場：現状・見 通し・注目点

な余裕もできたとの評価もした。

こうした植田総裁の発言内容からは、「賃金と物価の好循環」が強まっていくことが確認できれば、政策金利を徐々に引き上げていく方針が改めて確認できる。マーケットがある程度落ち着きを取り戻せば、日銀は12月会合で再利上げを検討・実施する可能性があると思われる。

マーケット参加者の注目は引き続き、米国経済・物価の行方とそれに対する金融政策の思惑であった。米国の株式市場は大幅利下げを好感して史上最高値を更新する状況となっているが、国内株価は円高への警戒から出遅れ感が否めない。長期金利は海外からの金利低下圧力があるものの、日銀の利上げ継続が想定されていることから、下げ渋っている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



長期金利は概ね 0.8%台でもみ合 う展開

① 債券市場

7月30～31日開催の金融政策決定会合において、日銀が追加利上げを決定、かつ利上げ継続の方針を示したことで、市場参加者は日銀の利上げ意欲が想定以上に強いと感じ取った。それを受けて長期金利（新発10年物国債利回り）は1.0%台へ再び上昇したが、同じ日程で開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）後にパウエルFRB議長が9月利下げの方針を示したこ

と、円高・株安傾向が強まり、内外金利に低下圧力がかかった。さらに米国経済の悪化懸念が高まり、一気にリスクオフの流れが強まったことで、8月5日には一時0.75%まで低下した。その後、米国景気の底割れ懸念は後退したが、長期金利は概ね0.8%台での推移が続いた。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利は緩やかに上昇

9月に4年半ぶりに利下げに転じたFedは年内更なる利下げも想定され、海外からは一定の金利低下圧力がかかる可能性がある。そうした中、日銀の早期利上げ観測は後退したものの、今後とも断続的に利上げしていく方針に変わりはないことから、長期金利は徐々に水準を切り上げていくと予想する。

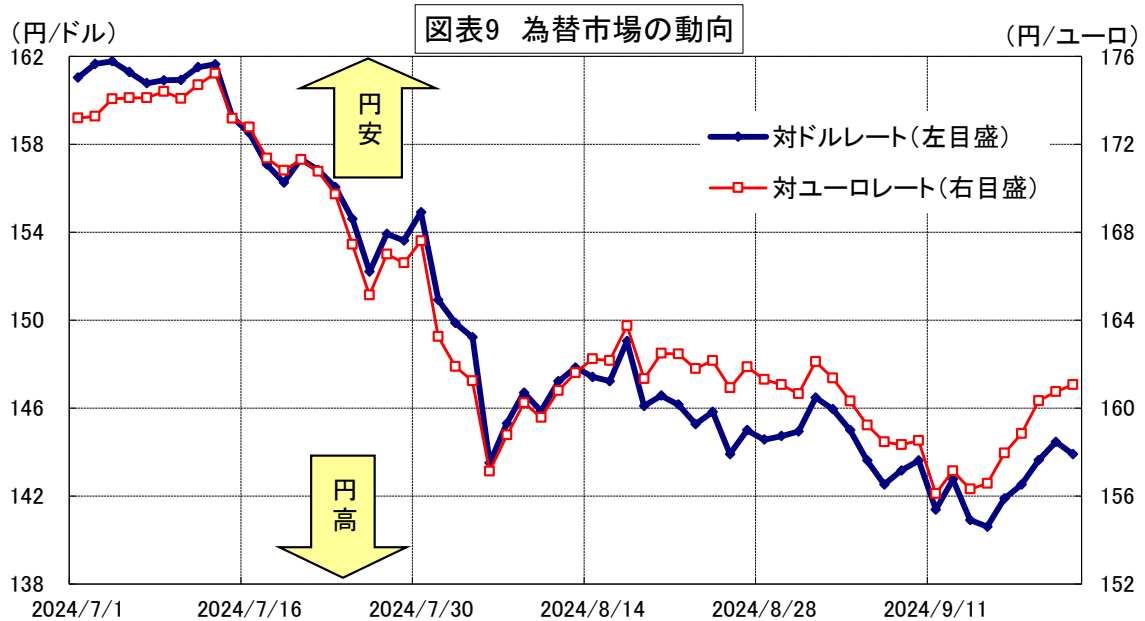
② 株式市場

日経平均株価は一時35,000円台まで下落した後、9月下旬にかけて持ち直す

24年度入り後、日経平均株価は38,000円前後でのみ合いが続いたが、6月下旬以降の円安進行や米国経済のソフトランディング期待などに支えられた米株高に牽引され、7月11日には日経平均は一時42,426.77円の史上最高値（ザラ場）を更新した。その後はスピード調整的な動きに加え、政府の円買い介入で為替レートが円高方向に押し戻されたほか、米中摩擦激化への警戒などもあり、軟調な展開となった。さらに、8月入り後には米国経済の先行き悪化懸念が台頭した、かつ円高圧力が高まったこともあり、株価は31,000円台まで下落した。その後は米国経済に対する過度な悲観論が後退し、米国株価が史上最高値を更新する中、一時38,000円台を回復した。しかし、9月

中旬にかけて円高が進行したこともあり、再び 35,000 円台まで下げるなど、不安定な動きが続いた。なお、直近は Fed の大幅利下げを好感して米国株価が史上最高値を更新したほか、円高一服もあり、日経平均も 38,000 円前後まで持ち直している。

なお、先行きに関しては、海外経済は低成長状態から抜け出せないほか、為替レートの円高傾向も続くとみられる半面、国内景気は内需主導で徐々に回復力を高めていくと思われる。そのため、国内株価も底堅く推移するものと予想する。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 東京市場の17時時点。

日米金利差の縮小が意識され、円高基調へ

③ 外国為替市場

24 年前半、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方が強く、大型連休中の円買いドル売り介入にもかかわらず、円安には歯止めがかからなかった。7 月中旬には一時 38 年ぶりとなる 1 ドル＝162 円に迫ったが、米国のインフレ沈静化によって利下げが現実味を帯びたことで、円高方向に急反転した。さらに、7 月 11～12 日に総額 5 兆 5,348 億円の円買い介入が実施されたことで 156 円台まで円高が進んだ。さらに、8 月初めには日米金利差の縮小が意識されたほか、米国景気の底割れ懸念などで、一時 141 円台まで円高が進んだ。その後、米国経済に対する過度な悲観論が後退、一旦 150 円近くまで円安方向に戻したが、9 月 16 日には一時 140 円を割れる場面もあった。

今後とも日米金利差が徐々に縮小していくとみられることから、為替レートは円高気味に推移していくだろう。

一時 155 円前後まで円高ユーロ安が進む

ドル高につられて、対ユーロでも 7 月 11 日には過去最安値となる 1 ユーロ＝175 円 19 銭まで円安が進んだ後、政府による円買い介入によってユーロ安方向に転じた。9 月中旬には一時 155 円前後まで円高が進む場面もあった。直近は 160 円台での展開となっている。

欧州中央銀行（ECB）は、6 月に続き、9 月の政策理事会においても 0.25% の利下げを実施した。賃金・物価スパイラルへの警戒が根強いものの、ドイツを筆頭にユーロ圏経済の悪化懸念から次回 10 月も連続利下げするとの見方も浮上している。基調としては円高ユーロ安が進むだろう。

（24.9.25 現在）

労働市場が悪化するなかでも、堅調な個人消費

～9月FOMCは50bpの利下げを決定～

佐古佳史

要旨

9月FOMCでは50bpの利下げが決定され、政策金利の誘導目標は4.75～5.00%となった。また、9月FOMCの声明文から判断すると、金融政策の方針が最大雇用の達成と物価の安定という、従来の「二重の使命」に戻ったといえる。

労働市場は悪化しているものの、個人消費の鈍化には波及していない。これは、米国民の資産が潤沢なことが一因と思われる。先行きについても、適切に利下げを続けることで、景気の底割れを回避できる見込みであり、ソフトランディングに向けた動きが継続すると思われる。

50bp利下げを行った9月FOMC

18、19日にかけて行われた9月FOMCでは、50bpの利下げが決定され、政策金利の誘導目標は4.75～5.00%となった。また、9月FOMCの声明文は、FRBが労働市場への配慮を強めたことがうかがえる内容となった。金融政策の方針が最大雇用の達成と物価の安定という、従来の「二重の使命（Dual Mandate）」に戻ったといえる。FOMC後に公表された資料から大勢見通しを確認すると、失業率見通しは上方修正、インフレ見通しは下方修正、政策金利見通しは下方修正された。また、24年内は追加的に50bp程度の利下げが見通されている。

図表1 FRB大勢見通し(9月時点)

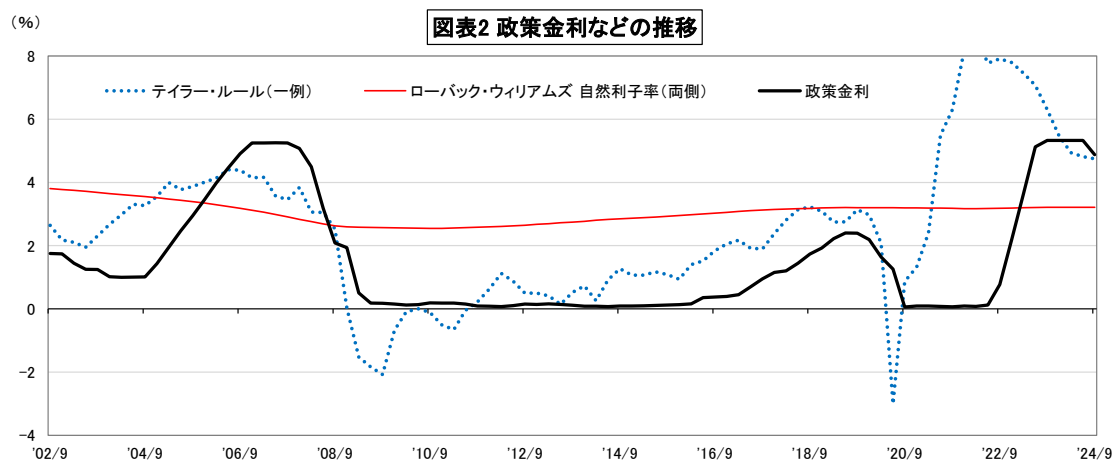
		2024年	2025年	2026年	2027年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.9～2.1	1.8～2.2	1.9～2.3	1.8～2.1	1.7～2.0
	6月時点 (%前年比)	1.9～2.3	1.8～2.2	1.8～2.1		1.7～2.0
失業率	(%)	4.3～4.4	4.2～4.5	4.0～4.4	4.0～4.4	3.9～4.3
	6月時点 (%)	4.0～4.1	3.9～4.2	3.9～4.3		3.9～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	2.2～2.4	2.1～2.2	2.0	2.0	2.0
	6月時点 (%前年比)	2.5～2.9	2.2～2.4	2.0～2.1		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	2.6～2.7	2.1～2.3	2.0	2.0	
	6月時点 (%前年比)	2.8～3.0	2.3～2.4	2.0～2.1		
政策金利	(%)	4.4～4.6	3.1～3.6	2.6～3.6	2.6～3.6	2.5～3.5
	6月時点 (%)	4.9～5.4	3.9～4.4	2.9～3.6		2.5～3.5

(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。

FOMC 後の記者会見にて、パウエル FRB 議長は、大幅利下げが続くと考えるべきではないと注意をうながしつつも、今後は適切に利下げを行うことで景気の軟着陸（＝ソフトランディング）が可能であると自信を示した。

なお、政策金利の参考値としてしばしば利用されるテイラー・ルールと比較すると、24 年 7～9 月期の政策金利は同じような水準となっており、9 月 FOMC での利下げは妥当な判断と言えそうだ。また、名目自然利子率より政策金利の方が高いため、金融引き締めが継続していると判断できる。



（資料）ニューヨーク連銀、アトランタ連銀、FRB、米議会予算局、米商務省経済分析局

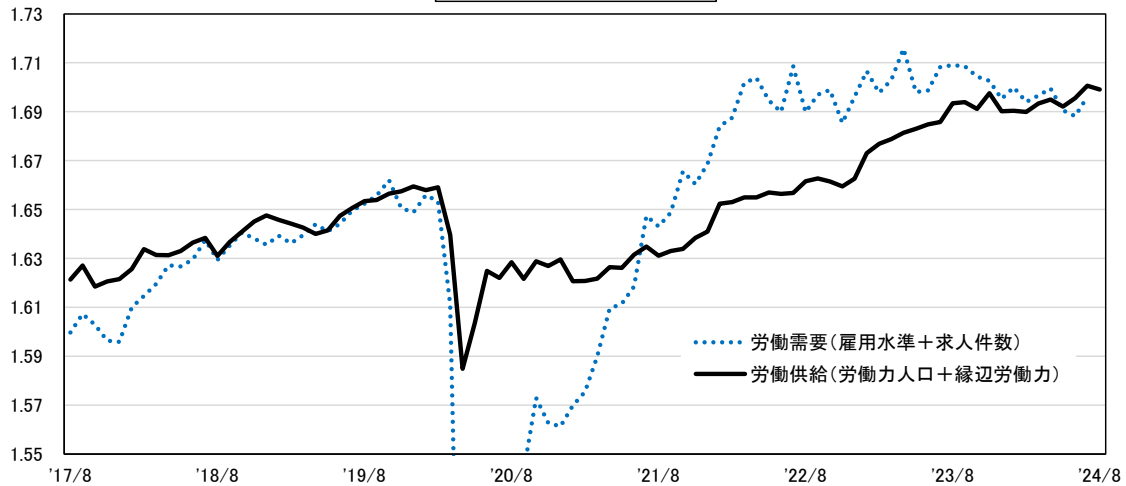
（注）自然利子率は物価目標の2%を加えて名目化した。インフレ率は24年7月までのコアPCEデフレーターを利用。

悪化傾向の労働市場

9 月 FOMC 声明文と FOMC 後の記者会見では、労働市場の悪化についての言及が多かった。求人数と失業者数の比率をみると、7 月は職を選ばなければ 1 人の失業者に対して 1.07 倍の求人が確認されたが、コロナ前の水準（1.2 倍程度）を下回った。また、労働需要として雇用者数と求人件数の合計、労働供給として労働力人口と縁辺（Marginally Attached）労働者の合計を比較して労働市場の需給を考えると、足元では労働需要が頭打ちとなっている。

(億人)

図表3 労働需給の推移



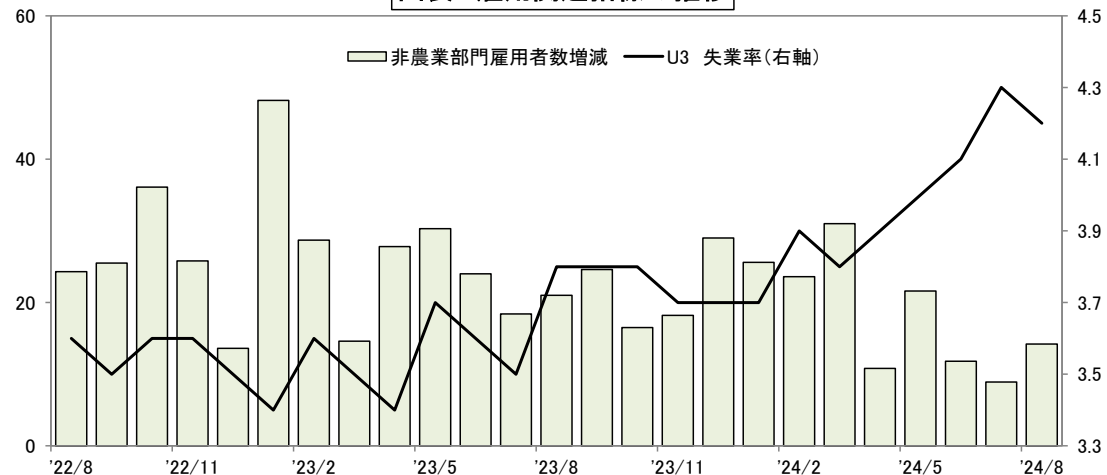
(資料)米労働省統計局、Refinitiv

8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14.2万人増（事業所調査）、足元3か月平均は11.6万人増と雇用増加ペースは鈍化している。一方で、8月の失業率は前月から0.1ポイント低下の4.2%となった。全体としては、9月FOMCにて指摘されたように、雇用増加ペースなどの減速がみられる。

こうしたなか、8月の非農業部門民間平均時給は前年比3.8%（前月比0.4%）、生産・非管理職の時給は同4.1%（同0.4%）の上昇といずれも前月から加速した。賃金上昇率は2%物価目標と整合的な上昇率よりはやや高いと思われる。

(前月差、万人)

図表4 雇用関連指標の推移

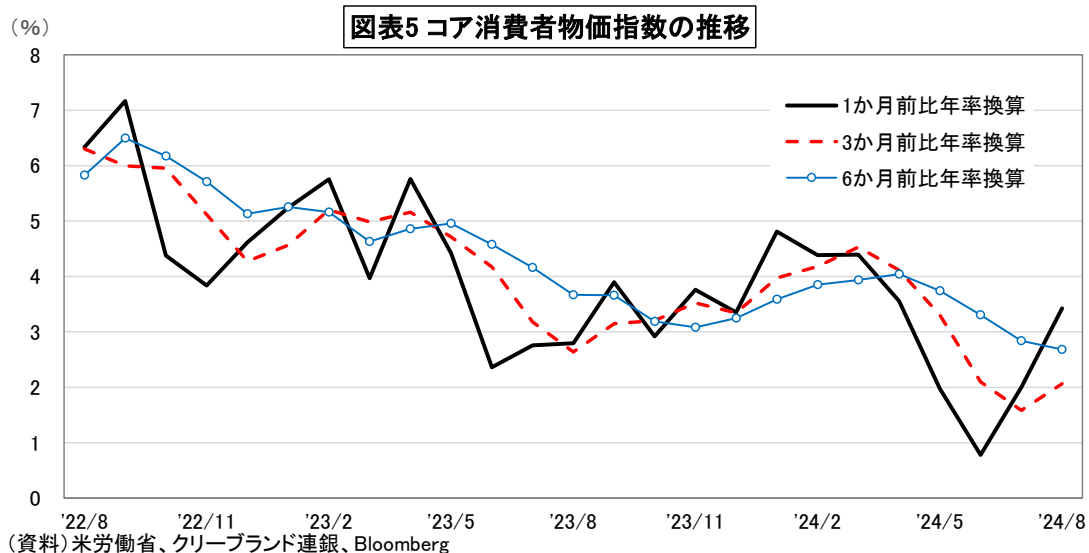


(資料)米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

やや高めのインフレ率

インフレ関連統計を確認すると、8月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比 2.5%（前月比 0.2%）、食料とエネルギーを除くコアは同 3.2%（同 0.3%）となった。インフレ率は鈍化しているものの、FRB が目標とする前年比 2%と比べるとやや高い。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、8月はそれぞれ 3.4%、2.1%、2.7%となった。

また、8月の生産者物価指数（PPI、最終需要区分）の動きを確認すると、総合は前年比 1.7%（前月比 0.2%）、食料・エネルギー・輸送を除くコアは同 3.3%（同 0.3%）となった。コアでみると下げ渋りとなっている。

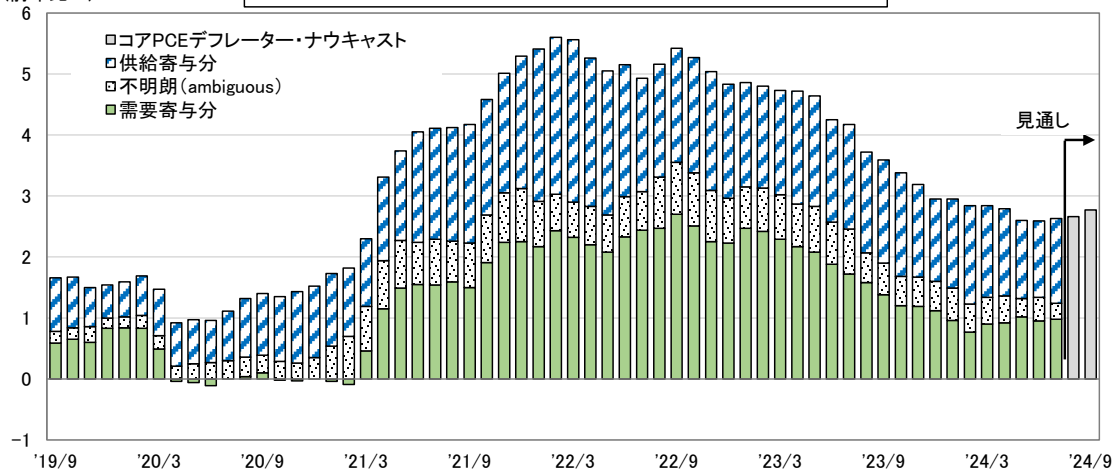


7月のコア PCE デフレーターは前月と変わらずの前年比 2.6%（前月比は 0.2%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは▲0.1 ポイントの同 2.7%となった。24 年入り後は前月比での高い値が確認されていたが、4 月以降のインフレ率は鈍化している。

9月のミシガン大学調査（速報値）によれば、1 年先期待インフレ率は 4 か月連続で低下し、2.7%、長期期待インフレ率は 3.1%となった。長期期待インフレ率はコロナ前と比較してやや高い水準にある。

(前年比%)

図表6 コアPCEデフレーター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

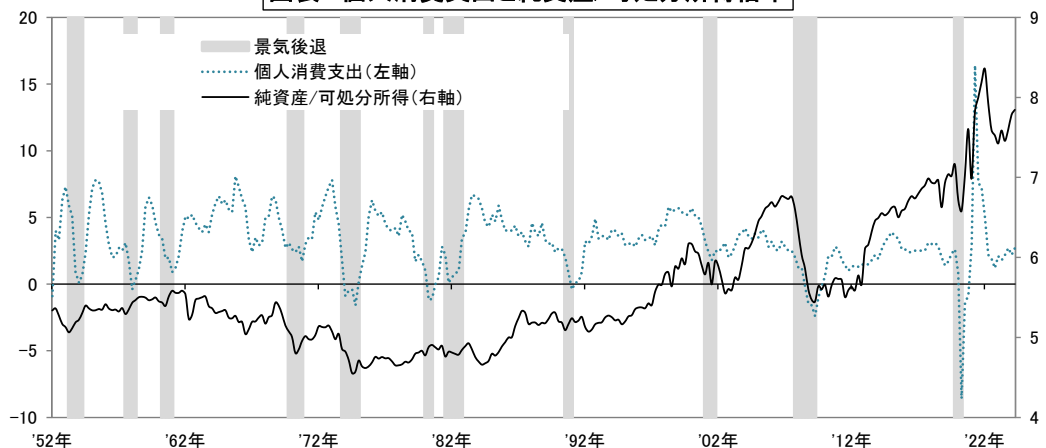
堅調さが続く個人消費

個人消費をみると、7月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.7%、サービス消費は同0.2%となり、全体としては同0.4%と高い伸びを示した。また、8月の小売売上高（総合）は同0.1%と、同1.1%と非常に高い伸びを示した7月からは鈍化した。なお、労働市場が悪化する中でも個人消費が堅調に推移する背景として、可処分所得（フロー）に対して純資産（ストック）が相対的に増加したことが挙げられるだろう。

こうしたなか、9月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、前月から約2%上昇の69.0となった。価格低下から耐久財を買いやすくなった点が指数の上昇に寄与したと報告された。また、討論会前の時点では、共和党と民主党双方の支持者の間でハリスの勝利を予想する割合が高まっているとミシガン大学から報告された。

(%, 前年比)

図表7 個人消費支出と純資産/可処分所得倍率

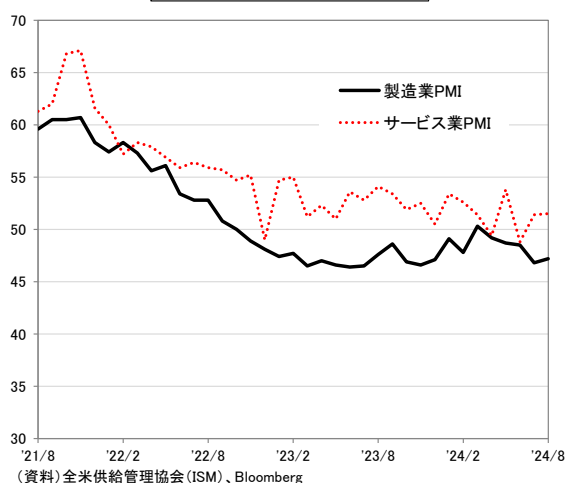


(資料) 米商務省経済分析局、センサス局、Bloombergより農中総研作成

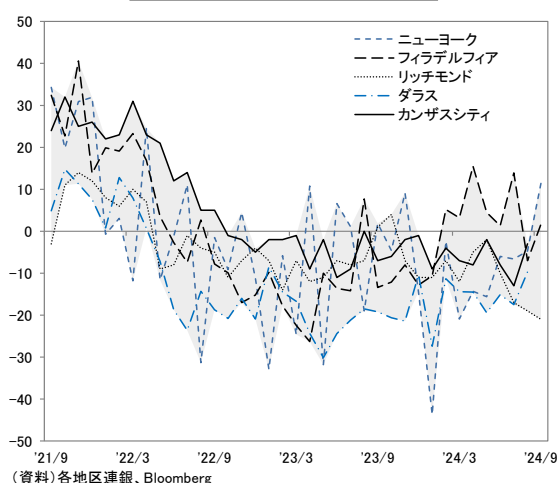
ISM 指数は7、8月とま ちまちな動き

ISM 指数を確認すると、8月のISM製造業指数は、前月から+0.4ポイントの47.2%と、判断基準となる50%を5か月連続で下回り、製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス指数は、前月から+0.1ポイントの51.5%と、判断基準となる50%を2か月連続で上回った。7、8月のISM指数は製造業とサービス業で異なる方向感を示した。

図表8 ISM景況感指数の推移



図表9 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：ソ フトランディング に向けた動きが継 続

さて、景気の先行きを考えると、雇用増加ペースの鈍化や過剰貯蓄の減少、カードローン遅延率の上昇、金融引き締めなど個人消費に対する下押し圧力は多く指摘されてはいるものの、個人消費は堅調に推移している。先行きについても、利下げに伴いそうした下押し圧力のいくつかは和らぐことから、現時点では個人消費が底割れするとは考えづらい。

全体としては、コロナ禍の下での様々な需給の不一致が解消されつつあるなか、今後も適切に利下げを続けることで、米国経済は2%物価目標と2%程度の潜在成長率へ回帰する動き（＝ソフトランディング）が続くと見込まれる。

長期金利：方向感 を欠く展開を予想

続いて、市場の動きを確認すると債券市場では、6月後半にかけて米長期金利（10年債利回り）は概ね4.2%台で推移した。7月に入ると、トランプ候補の当選確率が上昇したとの評価に加えて、将来的な財政赤字の増加が意識され、1日の長期金利は4.46%へ上昇した。その後は、6月の雇用統計を消化し、24年内2回利下げ（この時は合計50bp）観測が強まったことで5日の利回りは4.28%へ低下した。以降は6月後半とほぼ同じ水準の4.2%前後での取引となった。8月に入ると、雇用統計（2

日) が軟調だったことなどから、米景気に対する悲観的な見方が強まり、長期金利は前日から 19bp 低下の 3.79% と 23 年末以来の水準となった。その後は、そうした見方が弱まったことから概ね 3.8% 台での推移となった。

9 月前半は、軟調な経済指標が確認されたことから長期金利は低下傾向で推移した。その後は、底堅い経済指標や 9 月 FOMC でリスクセンチメントが改善したことを受け、17 日以降は上昇傾向となり、9 月末にかけて 3.7% 台前半から半ばでの推移となった。

先行きについては、利下げペースに関する見通しが材料となるだろう。9 月 FOMC にて FRB の政策金利見通しが公表されたことから一旦材料が出尽くしたと思われる。このため、長期金利は方向感を欠く展開を予想する。

足元では 25 年以内に 200bp 程度の利下げが市場では織り込まれているが、これは FOMC 参加者の利下げ見通しより 100bp 程度大きい。このため、さらなる景気悪化などを背景に FRB が利下げペースを加速しない限りは、市場織り込みが修正を迫られるかもしれない。



株式市場：上昇傾向が続くと予想

株式市場では 8 月入り後は、弱含んだ雇用統計を背景にダウ平均は一時 38,000 ドル台半ばまで下げたものの、長期金利の低下や、米景気の先行きに対する不安が弱まったことなどから、決算発表を消化するなかで上昇傾向となった。28 日のエヌビディアの決算で公表された 8~10 月の売上高見通しが、市場予想並みの水準となったことが売り材料となり、9 月入り後も

ダウ平均は下落傾向となった。9 月半ば以降は長期金利の低下を反映して再度上昇傾向となり、ダウ平均は史上最高値の更新が続いた。足元では 42,000 ドル前後での取引となっている。

先行きについては、24 年後半から 25 年半ばにかけて S&P500 構成銘柄についての収益見通しは前年比 10% 台半ばとなっており、好調さが続くと予想されている。また、低位で推移すると見込まれる長期金利も追い風になるだろう。以上から、上昇傾向が続くと予想する。

(24. 9. 25 現在)