



# 経済金融 ウォッチ

2024年12月号

国内 ..... 1

米国 ..... 12



### 国民民主との連携で事業規模 39兆円の経済対策策定

～7～9月期は2期連続のプラス成長～

南 武志

#### 要旨

2024年7～9月期の実質GDPは、民間消費の加速が見られ、2期連続のプラス成長となつたが、一時的・特殊要因で押し上げられた面もあるほか、民間企業設備投資が2期ぶりに減少するなど、国内景気の足腰は決して強さを増したわけではない。とはいって、大幅賃上げの効果に加え、年内に成立予定の補正予算案に盛り込まれた物価高対策の効果などで実質賃金の目減り状態が解消されることが見込まれるため、当面は消費持ち直しによってプラス成長が続くだろう。

こうした中、日本銀行は8月以降の米国経済やマーケットの不安定さから政策判断には「時間的余裕がある」としてきたが、10月会合後にはその表現を封印したこともあり、12月会合では追加利上げが検討されると予想する。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2024年		2025年		
	11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 (%)	0.228	0.20～0.55	0.20～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.3260	0.20～0.45			
国債利回り	20年債 (%)	1.865	1.70～2.00	1.70～2.10	1.80～2.20
	10年債 (%)	1.060	0.85～1.20	0.90～1.30	0.95～1.40
	5年債 (%)	0.735	0.55～0.80	0.55～0.85	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	154.0	145～165	142～162	140～160
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.3	150～170	145～165	142～162
日経平均株価 (円)	38,442	38,000±3,000	39,000±3,000	40,000±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11月26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。

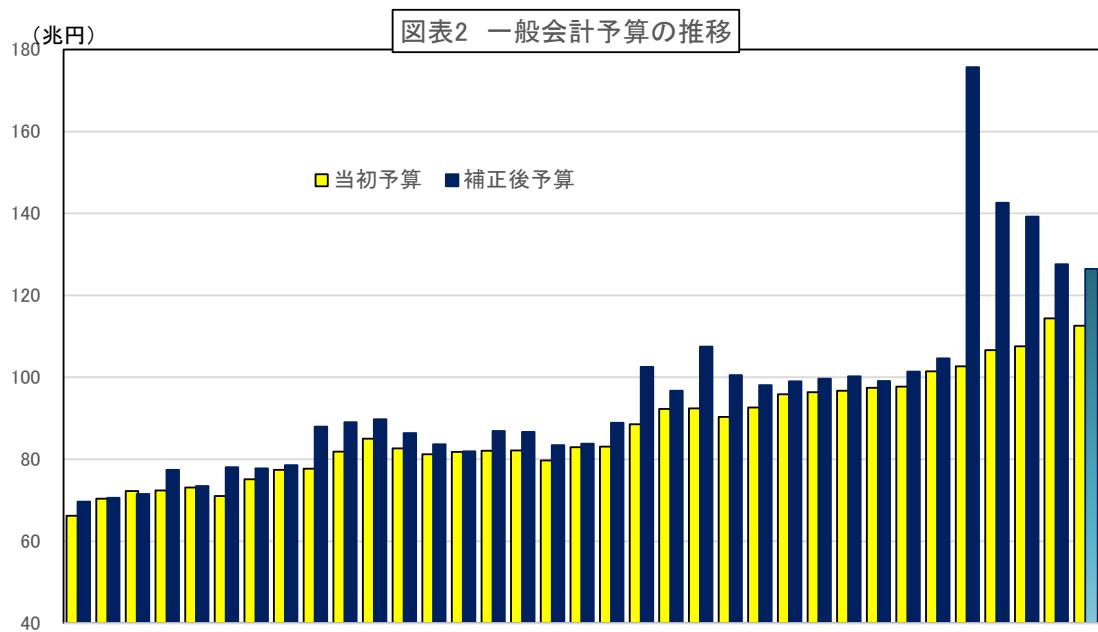
事業規模 39.0兆円、財政支出規模 21.9兆円の経済対策を策定

10月27日投開票の総選挙で自公連立与党が過半数割れしたこと、第2次石破内閣は30年ぶりの少数与党内閣として発足した。こうした状況を受けて、政府・与党は議席を大きく伸ばした国民民主党との政策協議を進め、同党が目指す「手取りを増やす」施策の検討を約束したこともあり、11月22日には事業規模で39.0兆円程度、財政支出規模で21.9兆円程度にのぼる「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策～全ての世代の現在・将来の賃金・所得を増やす～」が取りまとめられた。石破首相はこの経済対策について、「コストカット型の経済」から脱却し、「高付加価値創出型の経済」への移行を目指すことを主眼としている、と説明している。

この経済対策は、①日本経済・地方経済の成長～全ての世代の現在・将来の賃金・所得を増やす～、②物価高の克服～誰一人取り残さない成長型経済への移行に道筋をつける～、③国民の安心・安全の確保～成長型経済への移行の礎を築く～、といった「3本の柱」で構成されている。具体的な内容としては、住民税非課税世帯への3万円給付（子育て世帯には子ども1人あたり2万円加算）、物価高対策（25年1～3月使用分の電気・都市ガス料金の補助、ガソリン補助金の継続（補助率は段階的に引き下げ））、半導体とAI分野への支援（30年度までに補助金6兆円、金融支援4兆円以上）などが盛り込まれた。

これらの政策の裏付けとして13.9兆円規模の24年度補正予算案を編成する方針で、28日召集の臨時国会に提出される予定だ。政府は、これらの経済対策の効果として、実質GDPを21兆円程度押し上げる効果があるとし、年率換算すると成長率を1.2%程度押し上げるとしている。

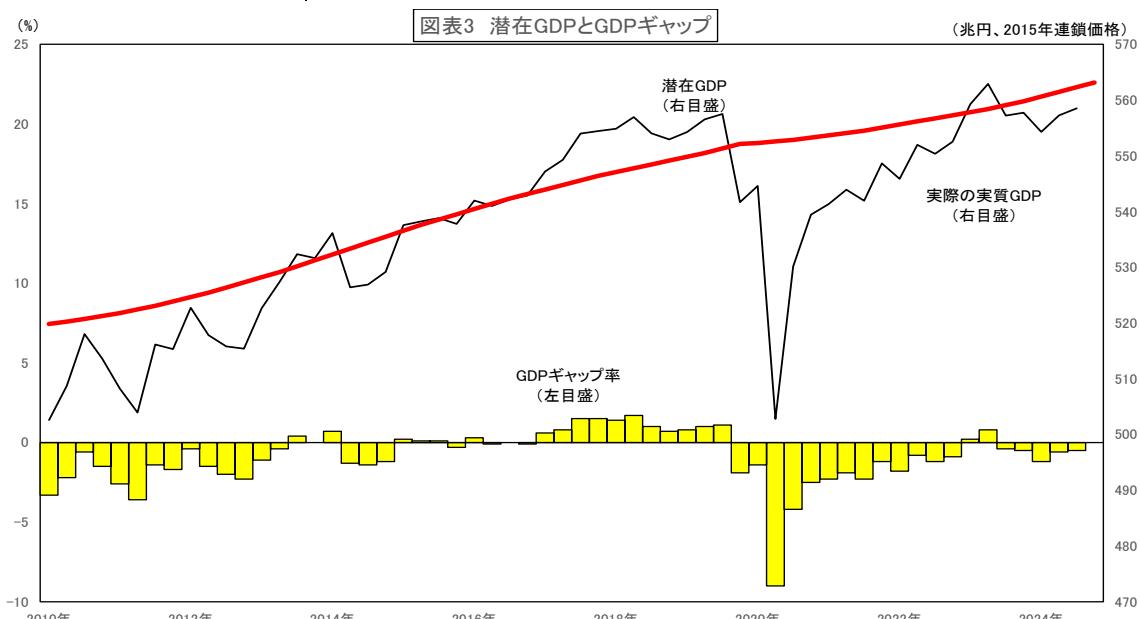
なお、経済対策には、国民民主党の強い要望である、いわゆる「年収103万円の壁」の大幅引き上げについて「25年度税制改正の中で議論し引き上げる」と明記され、仮に基礎控除と給与所得控除の合計が178万円に引き上げられた場合には7～8兆円の減税となる。ガソリン減税についても検討を行うとしたものの、「トリガーライン」凍結解除は触れられなかった。



## 7~9月期 GDP は 2 期連続のプラス成長

以下、足元の国内景気動向について確認したい。7~9月期の実質 GDP は前期比 0.2%（同年率 0.9%）と 2 期連続のプラス成長だった。民間消費は前期比 0.9% と 2 期連続の増加、かつ 4~6 月期（同 0.7%）から加速した半面、民間企業設備投資は同▲0.2% と僅かながらも 2 期ぶりの減少となるなど、力強さを欠いた面は否めない。また、輸出も同 0.4% の微増（2 期連続のプラス）にとどまった。

実質雇用者報酬は前年比 0.9% と 2 期連続のプラスであった（ただし、季節調整済み系列の前期比は 0.02% と 4 期連続のプラスながらも微増にとどまった）。GDP デフレーターは前年比 2.5%（前期比 0.3%）と上昇率が鈍化したが、国内での価格転嫁の動きは続いている。



（資料）内閣府の資料より農林中金総合研究所作成

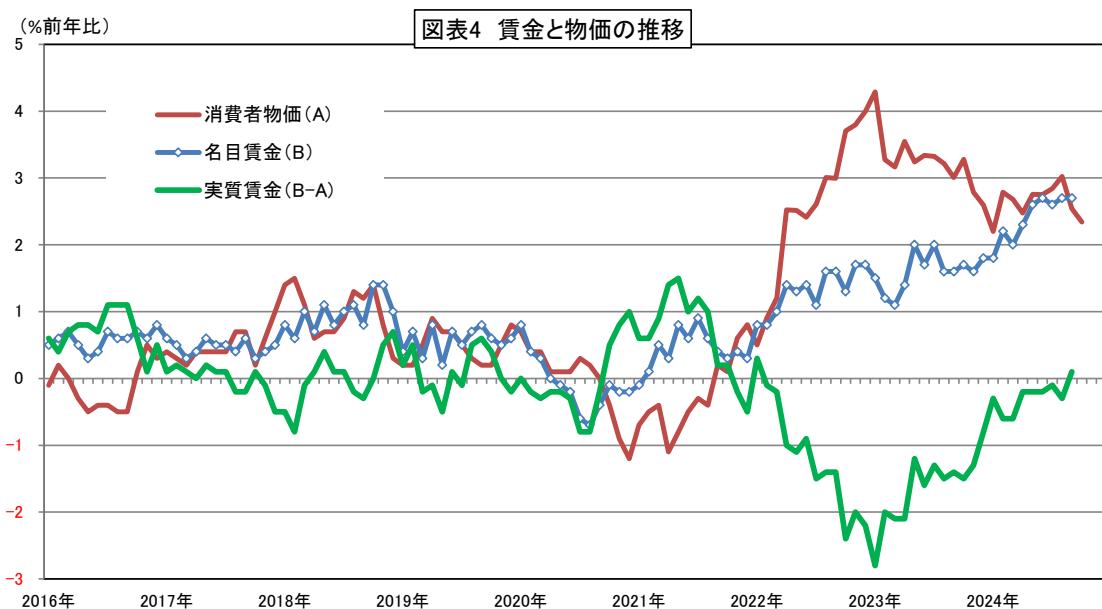
## 国内景気の回復ペースはなお緩慢

月次経済指標に目を転じると、9 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+1.3 ポイントと 2 か月ぶりに上昇したが、直近ピーク（5 月）の水準を下回った状態であり、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（5 か月連続で同じ表記）。一方、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指標（一致指数）」の 9 月分も前月から+0.6 ポイントと 2 か月ぶりに上昇したが、過去最高を付けた 7 月の水準を割った状態である。

一方、10 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 ともに 2 か月連続で悪化した。現状判断 DI は判断基準である 50 を 8 か月連続で、先行き判断 DI は同じ

く2か月連続で下回った。コメなど食料品の値上げで節約志向が強まっていることなどが指摘されている。

また、10月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲4.9%と5か月ぶりに低下した。地域別には米国向け、EU向け、中国向けが、財別には中間財、情報関連、資本財・部品が大きく悪化した。なお、9月の鉱工業生産指数は同1.6%と2か月ぶりに上昇したが、趨勢としては一進一退が続いている。



(資料)内閣府、総務省統計局 (注)賃金として一般労働者の所定内給与を使用。

### 実質賃金はプラスに浮上したが、消費にはまだ鈍さ

こうしたなか、賃金上昇は続いている。9月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は夏季賞与要因が剥落したことで前年比2.5%へ鈍化したものの、23年の伸び（同1.2%）を大きく上回った状態である。ちなみに、共通事業所ベースの一般労働者・所定内給与は前年比2.8%で、同2%前後であった23年度下期の伸びを上回っている。とはいえ、24年の春闘賃上げ率が前年を1.7ポイント強も高まったことを踏まえれば、物足りなさもある。一方、実質賃金（内閣府ベース、デフレーターは全国消費者物価指数（総合））は、一般労働者の現金給与総額で前年比0.1%となったほか、同じく所定内給与も同0.1%と22年1月以来のプラスに転じた。

このように所得環境は改善しつつあるが、改善ペース自体は緩慢であることもあり、9月の総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）は前月比0.1%（3か月連続で同じ伸び）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同▲0.2%と2か月

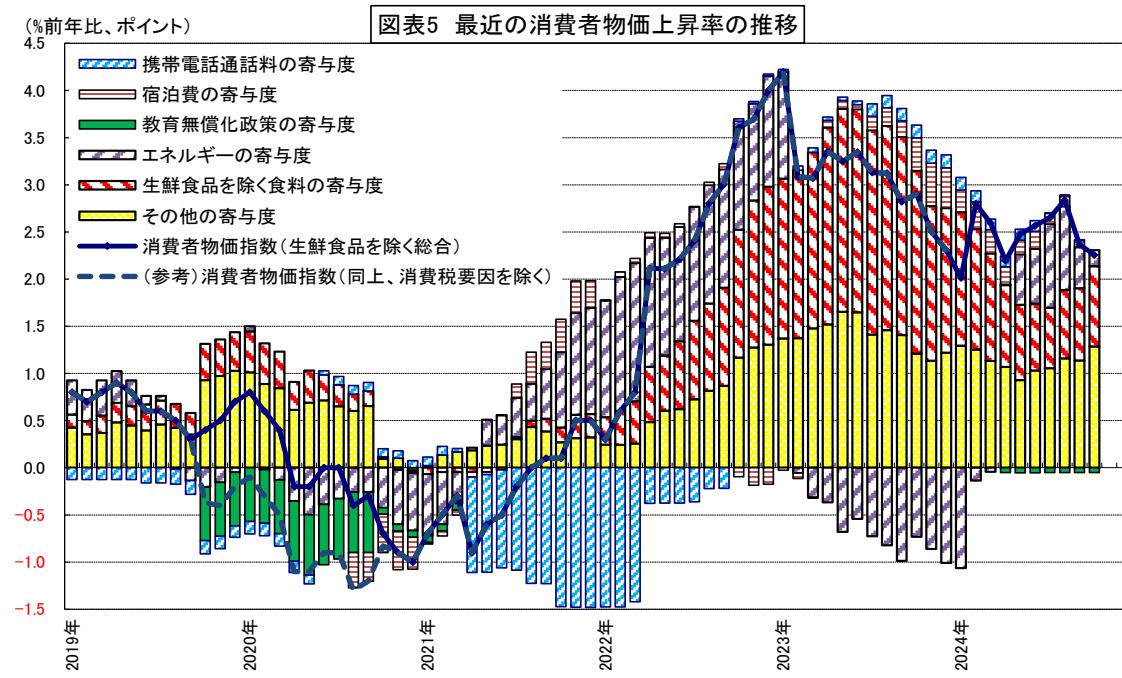
## 経済見通し：国内景気は緩やかながらも消費主導で回復継続

連続の低下と、ともに鈍い動きにとどまった。なお、実質消費活動指数のうちのサービス指数は同 0.8%と 2か月ぶりに改善したが、直近ピークの 2月の水準を下回ったままであり、盛り上がりが続いているとは言い難い。

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元 10~12 月期については、米国経済はなお底堅いものの、世界経済全体としては低成長状態が続くとみられており、輸出が大きく増加することは想定されない。一方で、賃上げ効果と物価の沈静化によって実質賃金の目減りが解消しつつあることから、消費の回復傾向が続き、3期連続のプラス成長が見込まれる。

こうしたなか、構造的な労働力不足を背景に賃上げの流れは継続すると見込まれる。25年春闘は 33 年ぶりの高い伸びとなった前年ほどではないにしても、高い賃上げが実現すると思われ、物価沈静化の進展とともに、今後とも消費の持ち直しを促すことが期待される。こうした消費回復は非製造業などの設備投資にも波及していくだろう（詳細は 11 月 20 日発行の「2024~25 年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

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

## 物価動向：エネルギー高対策によつて 2か月連続で鈍化

10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 2.3%と 2か月連続で鈍化した。9月分に続き、「酷暑乗り切り緊急支援」によってエネルギー価格が抑制されているが、総務省統計局では物価全体の前年比上昇率に対して▲0.55

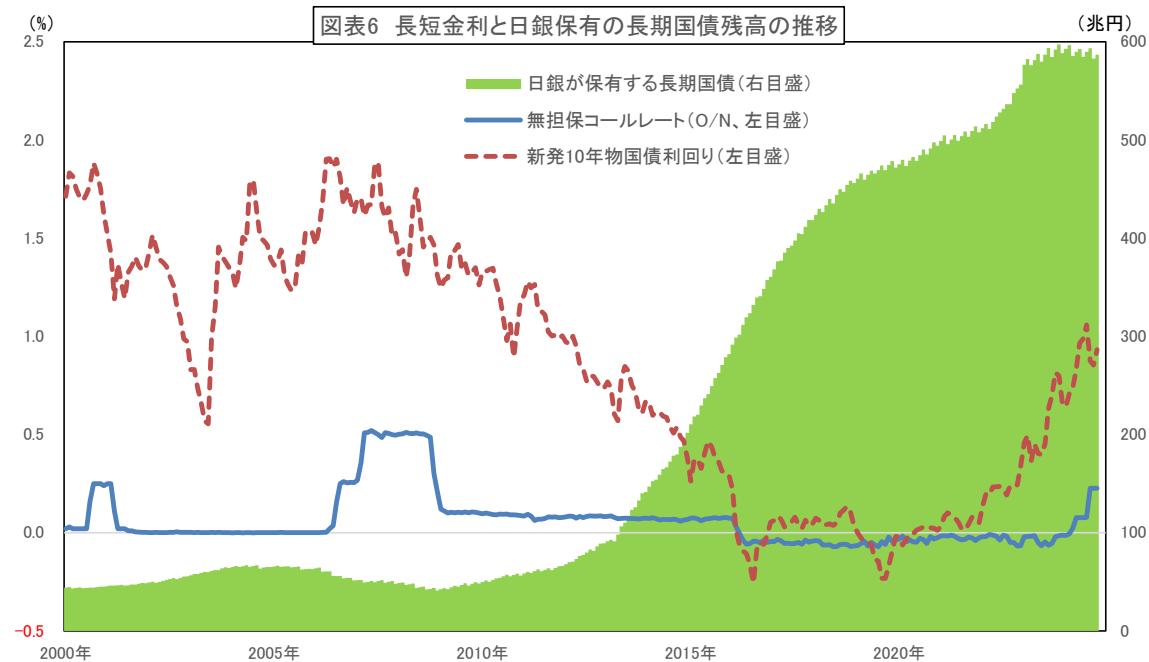
## 物価高対策の再々導入もあり、今後とも物価上昇は抑制へ

ポイント（うち電気代： $\Delta 0.45$  ポイント、都市ガス代： $\Delta 0.09$  ポイント）の押し下げ効果があったと試算している。一方、夏場にかけてのコメ品薄の影響が残るなど、食料の上昇率が再び高まる傾向にあるほか、放送受信料（NHK）引き下げの効果一巡などによる物価押し上げも散見された。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」は同 2.3%～3 か月連続で上昇率を高めた。なお、一般サービス（除く宿泊費）は同 1.6%で前月と変わらずで、人件費の高まりがサービス価格を押し上げる様子は確認できていない。

「酷暑乗り切り緊急支援」終了に伴い、コア CPI 上昇率は 2% 台後半へ再び高まるとみられるものの、冒頭でも触れたように、25 年 1～3 月分の電気・都市ガス代、ガソリンの負担軽減策が再び導入される予定であり、2 月以降、物価上昇率は再び 2% 台前半へ鈍化することが見込まれる。足元の原油安もエネルギー価格全体の下落を促すだろう。一方、再び円安が進行したほか、今夏のコメ品薄によって上昇したコメ価格が下げ渋っているが、食料を中心に一定の値上げ圧力が残るだろう。

とはいっても、先行き、コア CPI は徐々に鈍化傾向をたどり、25 年度半ばには 2% 割れが常態化すると予想される。



（注）日本銀行、日経NEED-FQ

## 金融政策：「時間的余裕がある」との

7 月の金融政策決定会合において日銀は追加利上げを決定し、今後とも景気回復が継続し、先行き、展望レポートで示す

## 表現を封印、12月会合で再利上げを検討する可能性

ように経済・物価が推移していくとすれば、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と方針を表明した。しかし、8月入り後にマーケットで不安定な動きが強まったこともあり、日銀は「政策判断には時間的余裕がある」と繰り返し表明、早期利上げに慎重な姿勢に修正、マーケットも再利上げの時期は後ずれするとの見方が広まった。

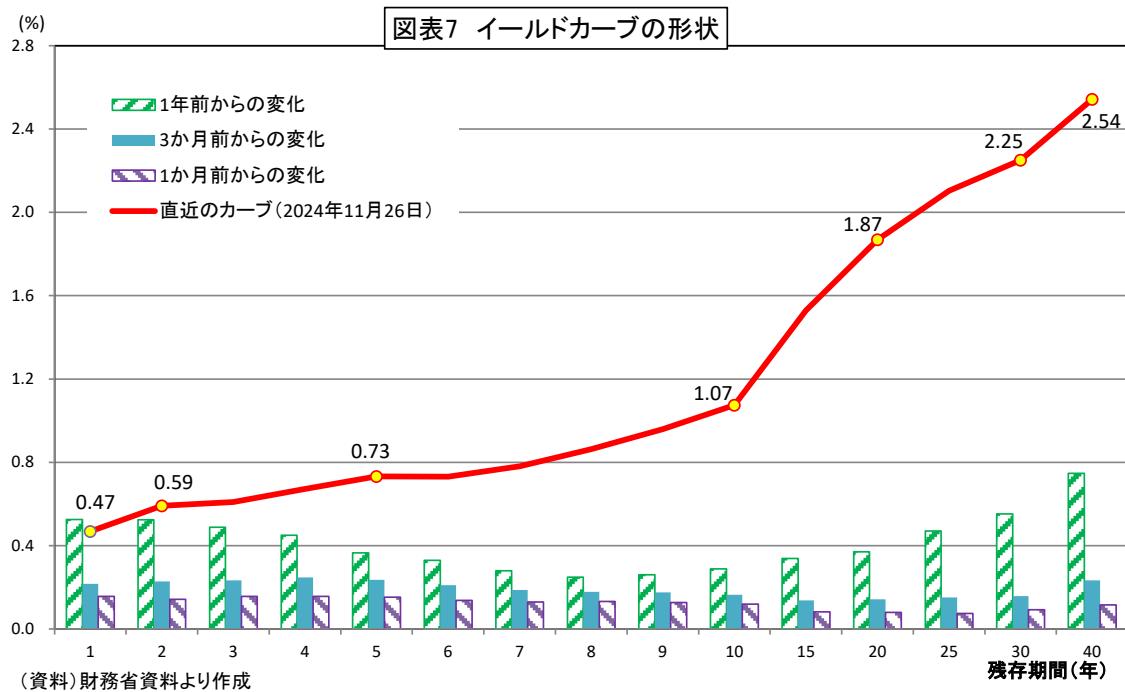
こうした中で10月30~31日に開催された金融政策決定会合では、大方の予想通り、追加利上げは見送られた。ただし、8月以降に用いてきた「時間的余裕がある」との表現は封印した。そして、今後の運営方針として、毎回の決定会合において利用可能なデータなどから経済・物価の現状評価・見通しをアップデートしながら、政策判断を行っていくとの方針を表明した。

ちなみに決定会合後に公表した展望レポート(10月)によれば、GDPの見通しはほぼ前回7月並みながらも、コアCPIの見通しは最近の原油安の影響を織り込み、25年度を前年度比1.9%(7月時点:同2.1%)へ下方修正した。26年度見通し(同1.9%)を考慮すると、日銀としては25年度下期以降、物価は2%を若干下回って推移するとみていることが推察される。

さて、前述のGDP統計や物価統計を眺めると、一部に鈍さはあるとはいえ、経済成長率は2期連続で潜在成長率を上回っているほか、2年半にもわたって目標としている2%を上回る物価上昇が起きるなど、日銀としては利上げを継続していく環境にあると認識していると思われる。実際、植田総裁は講演などの場で「経済や物価の改善に併せて、金融緩和の度合いを少しずつ調整していくことは、息の長い成長を支え、「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現していくことに資する」との考えを述べている。

それゆえ、今後とも「賃金と物価の好循環」が継続していることがデータなどから確認できれば、断続的に利上げを検討するものと思われる。米大統領選でトランプ氏が再選されたことで円安圧力が強まり、輸入インフレが再燃するリスクが高まっていることもあり、日銀は早ければ12月の金融政策決定会合において再利上げを検討・実施するだろう。

ただし、上述の通り、25年度半ば以降に物価上昇率が2%を下回った状態となれば、利上げ継続は困難になると思われる。



## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 長期金利は一時1.1%台へ上昇

11月5日の米大統領選でトランプ氏の再登板が決まり、合わせて上院も共和党が多数派となったことで、米国市場では株高・金利上昇・ドル高といった「トランプ・トレード」が一時活発となった。その影響が国内にも波及し、円安・金利上昇が強まる場面もあった。足元では新閣僚の顔触れやトランプ関税への影響などが注目され、実際にどのような政策運営がされるかを注視している。

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。

#### ① 債券市場

8月入り後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ることで、長期金利（新発10年物国債利回り）は一時0.75%まで低下した。その後、米国景気に対する過度な悲観論は後退したが、10月初頭まで長期金利は概ね0.8%台で推移した。しかし、10月上旬にかけて米国経済の堅調さを示す指標の発表が相次ぎ、Fedが先行き大幅利下げをするとの観測が後退することで米国金利が上昇した。それが国内にも波及し、長期金利は上昇傾向をたどり、11月には3か月ぶりに1.0%台へ上昇した。

その後も、米国長期金利の上昇や円安進行、日銀の12月利上げ観測などから7月下旬以来となる1.1%台となる場面も散見

## 長期金利は緩やかに上昇

された。

トランプ氏再登板によって米国内のインフレ懸念が再び高まれば、Fed は利下げを中断することもありうる。その場合、海外からの金利低下圧力は想定ほど強まらない可能性がある。一方で、日銀は今後とも断続的に利上げしていくとの方針に変わりはない。長期金利は当面、上昇傾向をたどるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 日経平均株価は一時 40,000 円を窺う動きを見せたが、11 月下旬にかけて軟調な展開

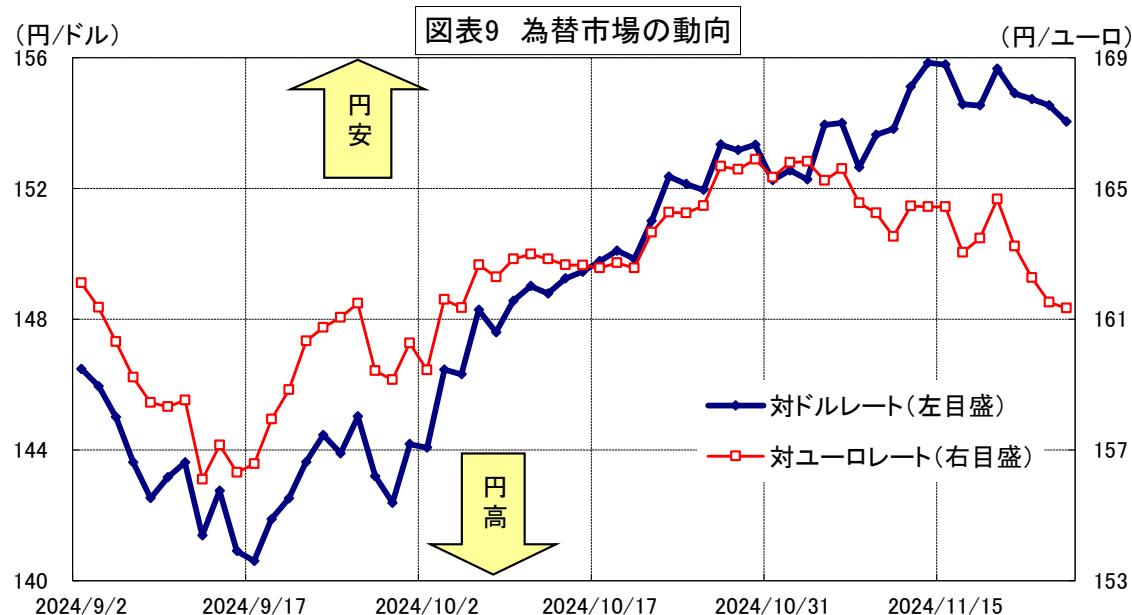
### ② 株式市場

8 月入り後には米国経済の先行き悪化懸念が台頭、かつ円高圧力が高まったこともあり、日経平均株価は一時 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、38,000 円台を回復したが、9 月中旬にかけて円高が進行した際には 35,000 円台に下落するなど、不安定な状態が続いた。一方、10 月中旬にかけて米国経済の堅調さが好感され、米国株価が断続的に史上最高値を更新した場面では、円安進行も好感され、日経平均も 40,000 円を一時回復した。

その後は 38,000 円を中心にもみ合う展開が続き、一時的にトランプ・トレードにつられて上昇する場面も見られたが、関税政策への懸念もあり、足元は弱含みで推移している。

先行きを展望しても、①海外経済は低成長状態が続く、②これ以上の円安進行の余地は大きくない、③24 年度の企業業績は減益見通しである、④トランプ関税への警戒、などから、株価はしばらく上値の重い展開が続くと思われる。ただし、国内の

経済政策運営において、「手取りを増やす」を掲げる国民民主党が主張する政策が取り入れられれば、内需関連株などには好材料となるだろう。



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

### ③ 外国為替市場

日米金利差が想定ほど縮小しないとの疑惑から円安圧力高まる

7月中旬に公表された米消費者物価（6月）がインフレ沈静化を示唆する内容となったことで、米国金融政策の利下げ転換が意識され、その直前に一時38年ぶりとなる1ドル=162円に迫ったドル円レートは円高方向に戻した。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。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が高まり、9月中旬には一時141円台まで円高が進んだ。

その後、米国経済に対する楽観論が台頭、Fed の大幅利下げ観測が後退したことで円安が進み、ドル円レートは一時 157 円に迫った。なお、直近はトランプ政権での次期財務長官人事を巡り、153 円台に戻している。

日米金利差はしばらく縮小するとみられることから、一方的に円安が進むとは考えづらく、むしろ円高方向に戻す場面もあるだろう。

9月中旬にかけて対ユーロレートは一時155円前後まで円高が進んだものの、その後はドル高につられて10月末には166円までユーロ高が進んだ。しかし、トランプ大統領の再登板が決

## トランプ再登板への警戒から円高ユーロ安気味の展開

またことで、先行き米国との関係が悪化し、ユーロ圏経済を圧迫するとの思惑が高まっており、ユーロは下落、11月下旬には一時 160 円割れとなる場面もあった。

独仏など主要国において景気失速懸念が根強く、既に 3 回の利下げを実施している欧州中央銀行（ECB）では次回 12 月の政策理事会でも連続利下げを決定するとみられている。それゆえ、先行きも円高ユーロ安方向での展開が続くと見込まれる。

（24. 11. 26 現在）

### 7~9 月期も堅調さが維持された米国経済

#### ~トリプルレッドで始動する第 2 次トランプ政権~

佐古佳史

##### 要旨

トランプ候補の大統領選勝利に加えて、共和党が上下両院とも過半数の議席を獲得したこと、25 年から始まる第 2 次トランプ政権の運営は容易になったと見込まれる。

こうしたなか、7~9 月期 GDP(速報値)は、前期比年率 2.8%と米国経済の堅調さが維持されている。第 2 次トランプ政権の政策が即座に実行されるわけではないことから、しばらくは堅調な個人消費と労働市場の減速、ペースは遅いながらインフレ率の鈍化が続くと考えられる。その後は、25 年終わりにかけて、景気の再加速やインフレ率と政策金利の高止まりなどが見込まれる。

また、一部の FOMC 参加者の発言からは利下げを急がない姿勢が確認されている。依然として 12 月 FOMC(17、18 日)にて 25bp の利下げが決定される可能性はあるものの、利下げの見送りも慎重に検討されていると考えられる。FOMC 後に公表される経済見通しでは、第 2 次トランプ政権の政策をどの程度織り込んだかという点にも注目が集まるだろう。

#### トリプルレッドとなつた米大統領・連邦議会選挙

11 月 5 日に行われた米大統領選において、共和党のトランプ候補が勝利し第 47 代大統領となることが決まった。あわせて行われた連邦議会院選挙の結果、上下院ともに共和党が過半数の議席を獲得したこと、第 2 次トランプ政権は政策が実現しやすい環境となった（いわゆるトリプルレッド）。足元では、論功行賞に基づきつつ、重要ポストの人事が続々と発表されている。こうしたなかトランプ次期大統領は 25 日、中国製品に対して 10%、カナダとメキシコの全ての製品に対して 25% の関税を課すことを表明し、対象国の通貨安がみられた。

選挙後の分析では、所得、学歴、人種、性別など様々な区分において共和党の支持が広がっており、共和党の「労働者の政党としての存在感」が強まったとの評価がみられた。また、物価高から多くの米家計が生活苦となるなか、民主党とハリス候補が支柱とするリベラルな考え方や政策が支持されづらい環境だったとも考えられる。このため、頻繁に指摘されていた「米国の分断」に関する考察は選挙後に減少した印象を受けた。

#### 堅調さが維持された 7~9 月期 GDP

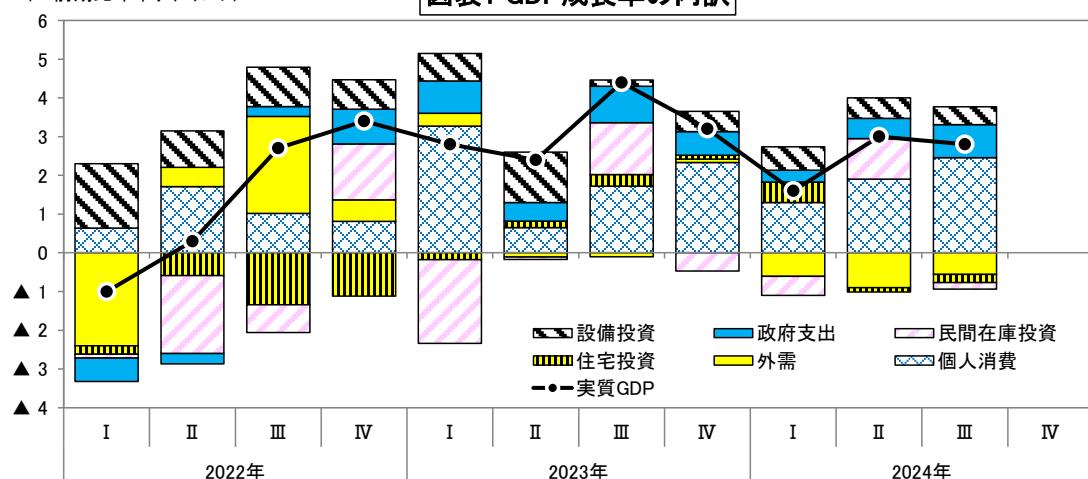
10 月 30 日に公表された 7~9 月期 GDP（速報値）は、前期比年率 2.8% と 4~6 月期の同 3.0% から小幅に鈍化したが、堅調

な成長率が維持された。2%程度と考えられる潜在成長率を上回るペースでの経済成長が続いている。内訳をみると、個人消費支出は同3.7%（寄与度は2.46ポイント）と4~6月期の同2.8%から加速し、実質可処分所得の鈍化や労働市場の減速がみられるなかでも堅調に推移した。特に、耐久財消費は同8.1%と高い伸びを示した。なお、貯蓄率は小幅に低下した。

価格指数をみると、GDPデフレーター、PCEデフレーター、コアPCEデフレーターはそれぞれ前期比年率1.8%、1.5%、2.2%となり、いずれも24年1~3月期からの鈍化傾向が継続している。全体としては、インフレ率の鈍化が継続するなか、好調な個人消費を背景に7~9月期にかけても米国経済は堅調に推移したことが確認できる内容となった。

(%前期比年率、ポイント)

図表1 GDP成長率の内訳



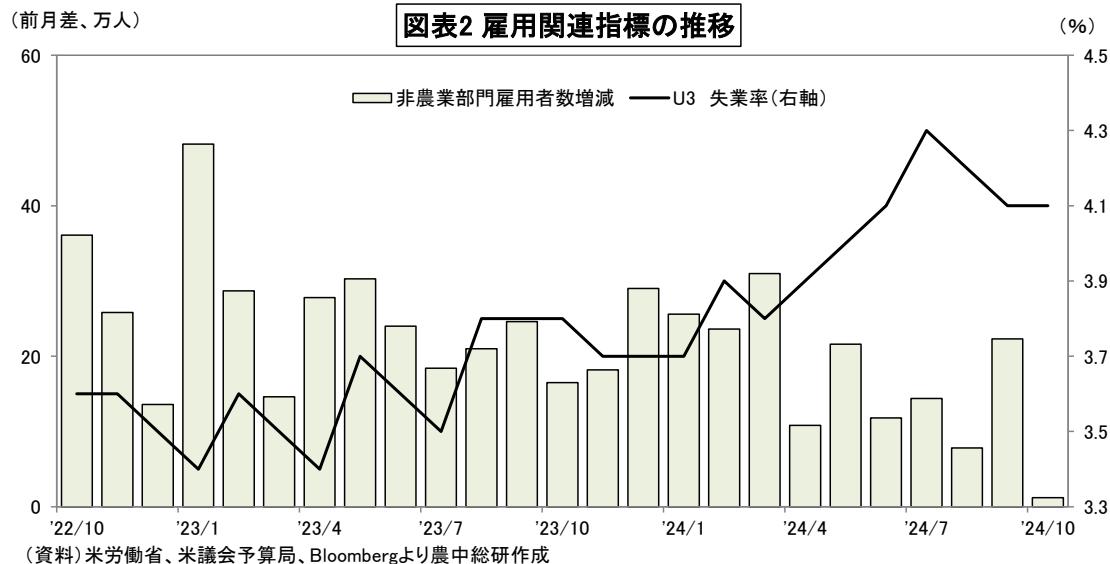
(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

## 全体としては、減速傾向が続く労働市場

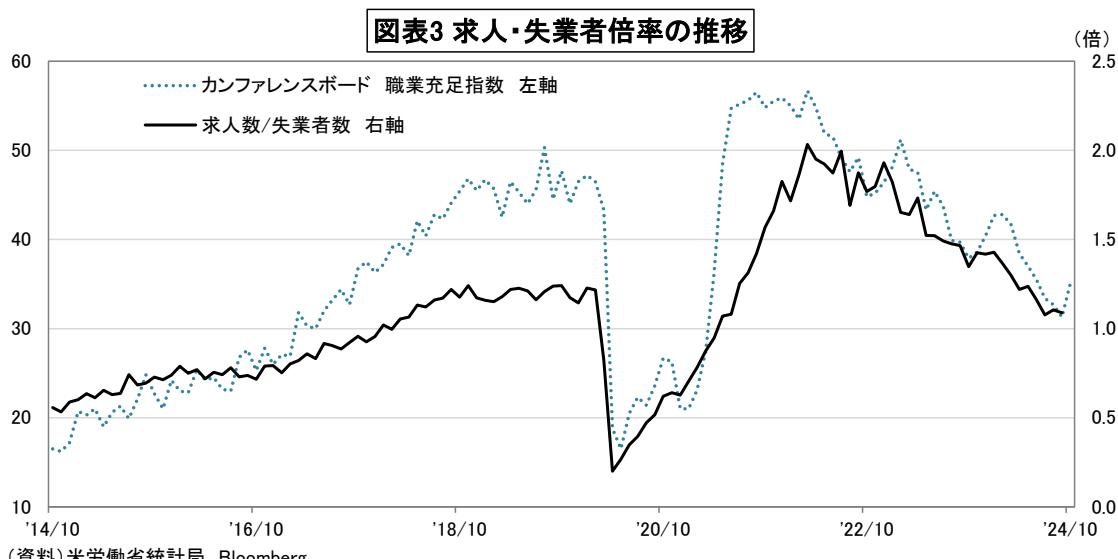
10月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月から1.2万人増（事業所調査）と雇用増加ペースは大幅に減速したもの、事前に指摘されていた通り、2つのハリケーンやストライキなどの影響を受けたと考えられる。加えて、8、9月の雇用増は11.2万人下方修正された。もっとも、失業率は変わらずの4.1%となり、労働市場の底堅さも維持されている。失業率の算出に用いられる家計調査では、ストライキ参加者が雇用者扱いされることや、悪天候のために働けなかった労働者は休業者と分類されるため、失業率はこうした特殊要因の影響をあまり受けなかったと考えられる。

10月の平均時給は前年比4.0%（前月比0.4%）、生産・非管理職の時給は同4.1%（同0.4%）の上昇となり、2%物価目

標と整合的な上昇率をやや上回っていると思われる。また、7～9月期の雇用コスト指数は同3.9%となり、雇用統計における平均時給の伸びと概ね同様な上昇率が確認できた。



求人数と失業者数の比率をみると、9月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.09倍の求人が確認された。同比率は低下が続いている、労働市場の減速傾向が維持されていると判断してよいだろう。10月の雇用統計は特殊要因が強かったことから判断材料にしづらいが、全体としては労働市場の減速傾向が続いている。



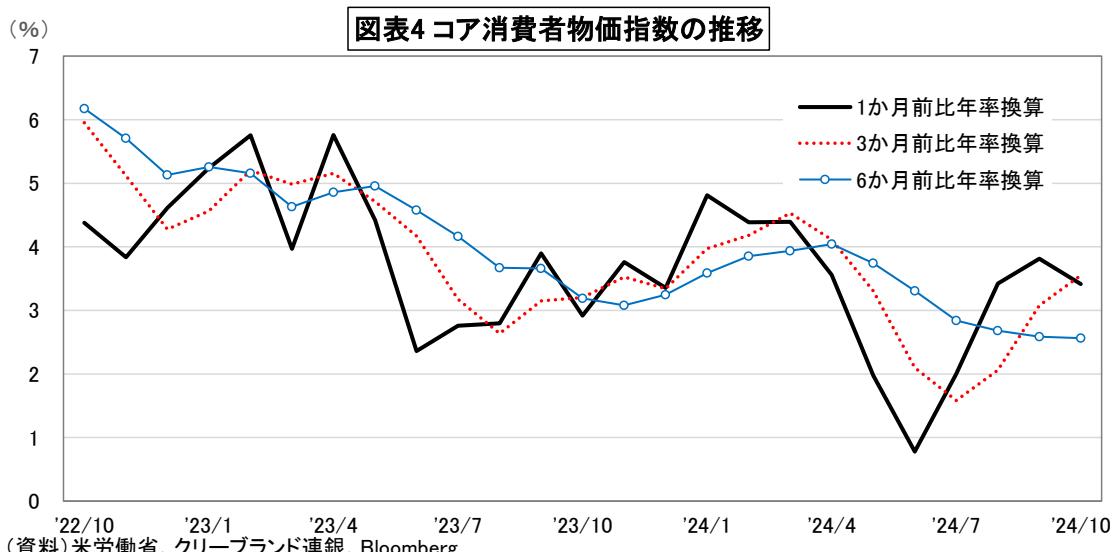
下げるコアインフレ率

10月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年比2.6%（前月比は0.2%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.3%（同0.3%）となり、総合ではインフレ率の鈍化が確認された一方で、コア

指数は下げ渋りが継続している。下げ渋りがみられるコア 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、10月はそれぞれ3.4%、3.6%、2.6%となり、（PCE デフレーターでの）2%物価目標と比較すると、やや高いといえる。

また、10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2.4%（前月比0.2%）、食料・エネルギー・輸送を除いた区分であるコアは同3.5%（同0.3%）となり、やはりコアでみると下げ渋りがみられる。

図表4 コア消費者物価指数の推移

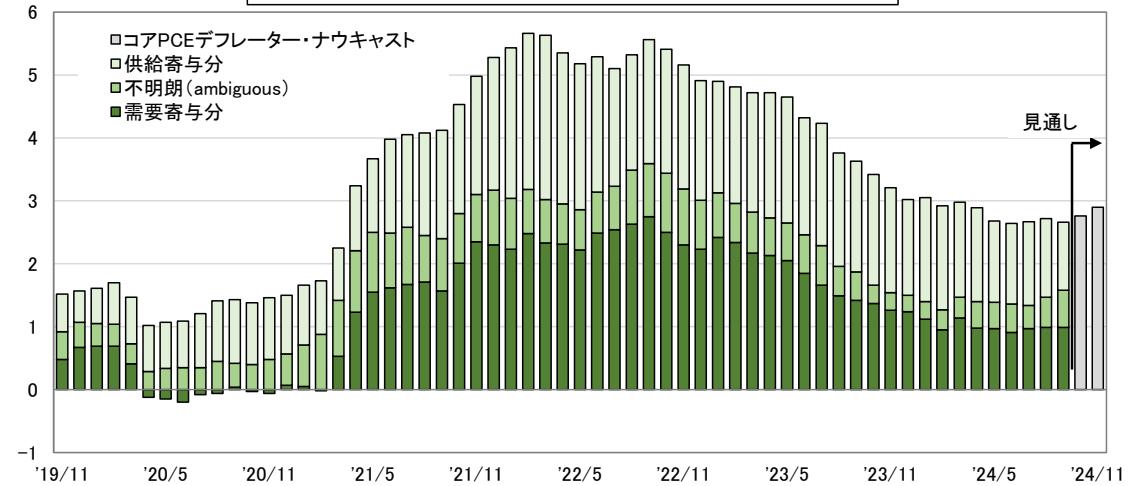


(資料)米労働省、クリーブランド連銀、Bloomberg

9月のコア PCE デフレーターは変わらずの前年比2.7%（前月比は0.3%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCE デフレーターも変わらずの同2.7%となった。CPI や PPI の動きとあわせて考えると、金融政策の判断上重要視されるコアインフレ率は下げ渋っている。

11月のミシガン大学調査（確報値）によれば、1年先期待インフレ率は前月から小幅に低下し2.6%となり、コロナ禍前の2年間にみられた範囲内に入っている。一方で、長期期待インフレ率は+0.2ポイントの3.2%となり、長期のインフレに対する不確実性が高まったと報告された。

図表5 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



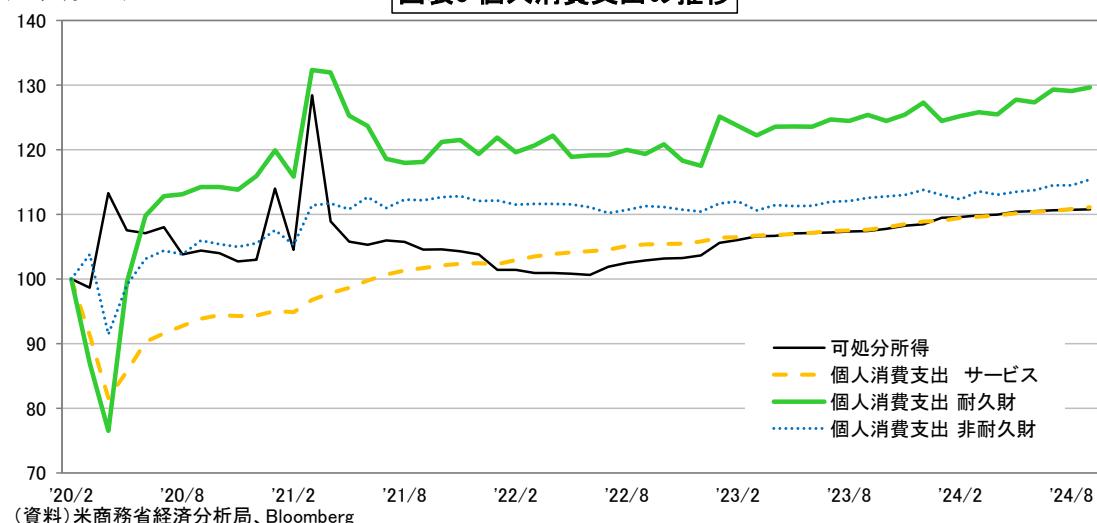
（資料）サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

### 堅調さが続く個人消費

個人消費をみると、9月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比▲0.1%、サービス消費は同0.3%となり全体としては同0.2%となった。前段の7～9月期GDPでも述べた通り個人消費支出は堅調といえる。また、10月の小売売上高（総合）は同0.4%となり実質値では0.2%程度の伸びと考えられる。加えて、9月分は0.4ポイント上方修正され、同0.8%となった。

（20年2月=100）

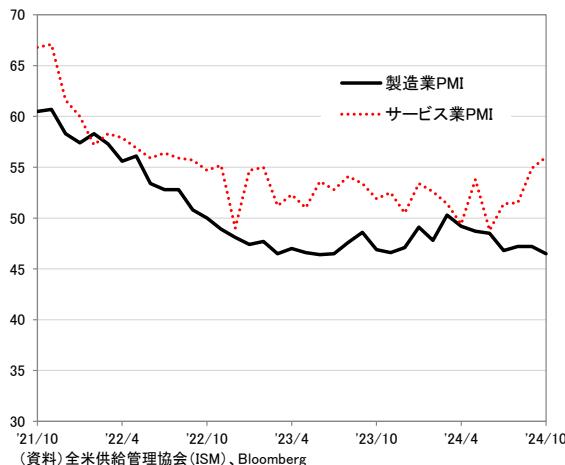
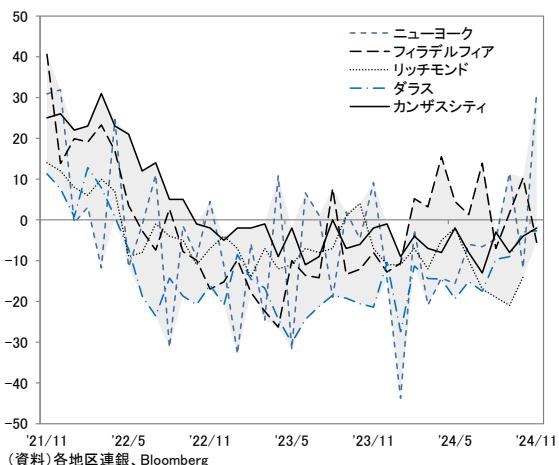
図表6 個人消費支出の推移



（資料）米商務省経済分析局、Bloomberg

### ISM指数はサービス業の堅調さを示唆

ISM指数を確認すると、11月のISM製造業指数は、前月から▲0.7ポイントの46.5%と、判断基準となる50%を7か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。一方で、サービス業指数は、前月から+1.1ポイントの56.0%と約2年の高水準となり、前月に引き続きサービス業の堅調さが示唆された。

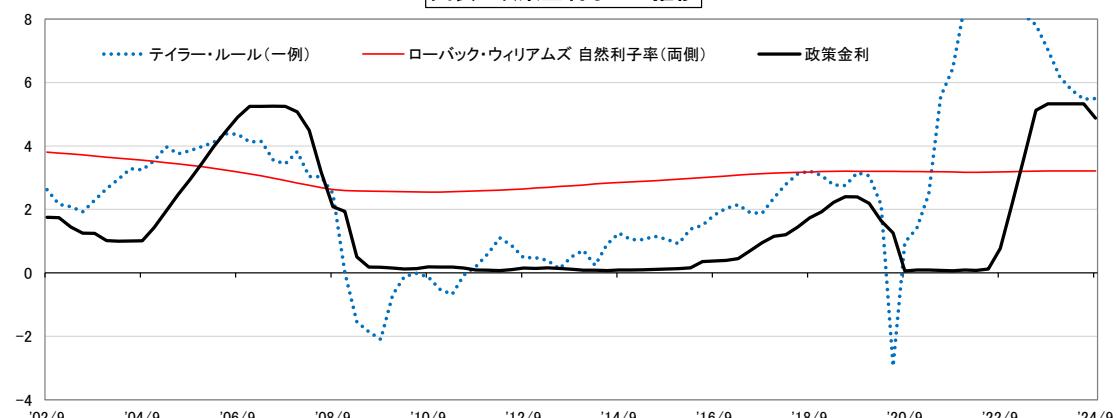
**図表7 ISM景況感指数の推移****図表8 地区連銀製造業景況指数**

## 修正が進む利下げ見通し

足元の米国経済は、労働市場こそ減速しているものの、個人消費が底堅いことやGDP成長率が比較的高いこと、コアインフレ率が下げ渋っていることなどから、利下げペースが鈍化する可能性も考えられる。26日に公開された11月FOMCの議事要旨では、インフレ率が高止まりする場合は利下げを休止し、金融引き締めを継続することができるとの意見もみられた。

こうしたなか、12月FOMC（17、18日）にて25bpの利下げが決定される可能性は依然としてあるものの、最近のFOMC参加者の発言からも利下げを急がない姿勢が確認できる。また、FOMC後に公表される経済見通しでは、第2次トランプ政権の政策をどの程度織り込んだかという点にも注目が集まるだろう。

25年半ば頃から、トランプ政権の政策がインフレ率に与える影響を確認する必要があると思われるため、利下げを一旦中断し、FRBは様子見姿勢となるのではないだろうか。

**図表9 政策金利などの推移**

## 景気の先行き：25年終わりにかけて景気の再加速も

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、米国民の資産増加ペースが速いこともあり、個人消費は堅調に推移している。

関税引き上げはほとんどの米家計の生活を圧迫するものの、トランプ政権は株高を志向し、減税や規制緩和によって景気拡大を後押しすると見込まれることから、個人消費や経済成長率にとっても追い風となるだろう。もっとも政策の調整や手続きに時間が必要なこともあり、政権発足から即座に米国経済に影響が及ぶことはなさそうだ。こうした政策の効果は 25 年後半から終わりにかけて出始めると見込まれる。

こうしたことから、しばらくは堅調な個人消費と労働市場の減速、ペースは遅いながらインフレ率の鈍化が続くと考えられる。その後は、25 年終わりにかけて、景気の再加速やインフレ率と政策金利の高止まりなどが現実味を帯びてきそうだ。筆者を含めて、ある程度コンセンサスがあったと思われるソフトランディング見通しは再考が必要になり、景気の再加速が中心的な見方になるだろう。

## 長期金利：上昇傾向が一段落

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 10 月前半は堅調な経済指標を受け、大幅利下げ観測が後退したことなどから、長期金利（米 10 年債利回り）は約 2 か月ぶりに 4.0% を上回った。10 月半ば以降は、大統領選においてトランプ候補の勝利予想が高まったことなどから長期金利は上昇傾向となり、30 日は 4.3% となった。

11 月 5 日の大統領選にてトランプ候補が勝利すると、インフレ高進や経済成長率が高まるとの期待が上昇圧力となった。加えて 11 月半ばには、パウエル FRB 議長が利下げを急がないと発言したことなどから利下げ織り込みが後退したこともあり、長期金利は 4.4% 台での推移が続いた。25 日は、著名投資家ベッセント氏の財務長官指名を受け、米財政への安心感から利回りは 4.2% 台へと低下した。長期金利の上昇傾向は一段落したと思われる。

先行きについては、主要閣僚人事や関税をめぐるこれまでの発言など材料が一旦出尽くしたと思われることから、現状と同じく 4.3% 前後の推移を見込む。もっとも、トランプ次期大統

領の発言やソーシャルメディアへの投稿などに左右される環境が続くだろう。



### 株式市場：上昇が続くと予想

株式市場では、9月半ば以降に長期金利の低下や好決算を反映して再度上昇傾向となり、10月18日のダウ平均は終値で43,275.91ドルと史上最高値を更新した。その後は小幅に反落したもののトランプ候補が勝利すると、減税や経済成長の加速などへの期待感からダウ平均は一旦上昇した。

11月半ば以降は、パウエルFRB議長の利下げを急がないとする発言などから、利下げ織り込みが後退するとともに長期金利が上昇したことを嫌気し、ダウ平均は14日から19日にかけて続落した。その後は、決算を消化するなか好調な経済指標や長期金利の低下を好感し再び上昇した。3営業日連続で市場最高値更新となり、26日の終値は44,860.31ドルとなった。

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が前年比10%台前半となっており、長期金利も上昇傾向が一旦は収まったと思われることから、ダウ平均は上昇が続くと予想する。

(24.11.26現在)