

Market Flash

**転換点を迎えた日米金融政策
～逆回転する市場～**

2024.09



日本アルプス電子株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



～ 高まるボラティリティ ～

1. 日経平均の暴落・急加速する円高

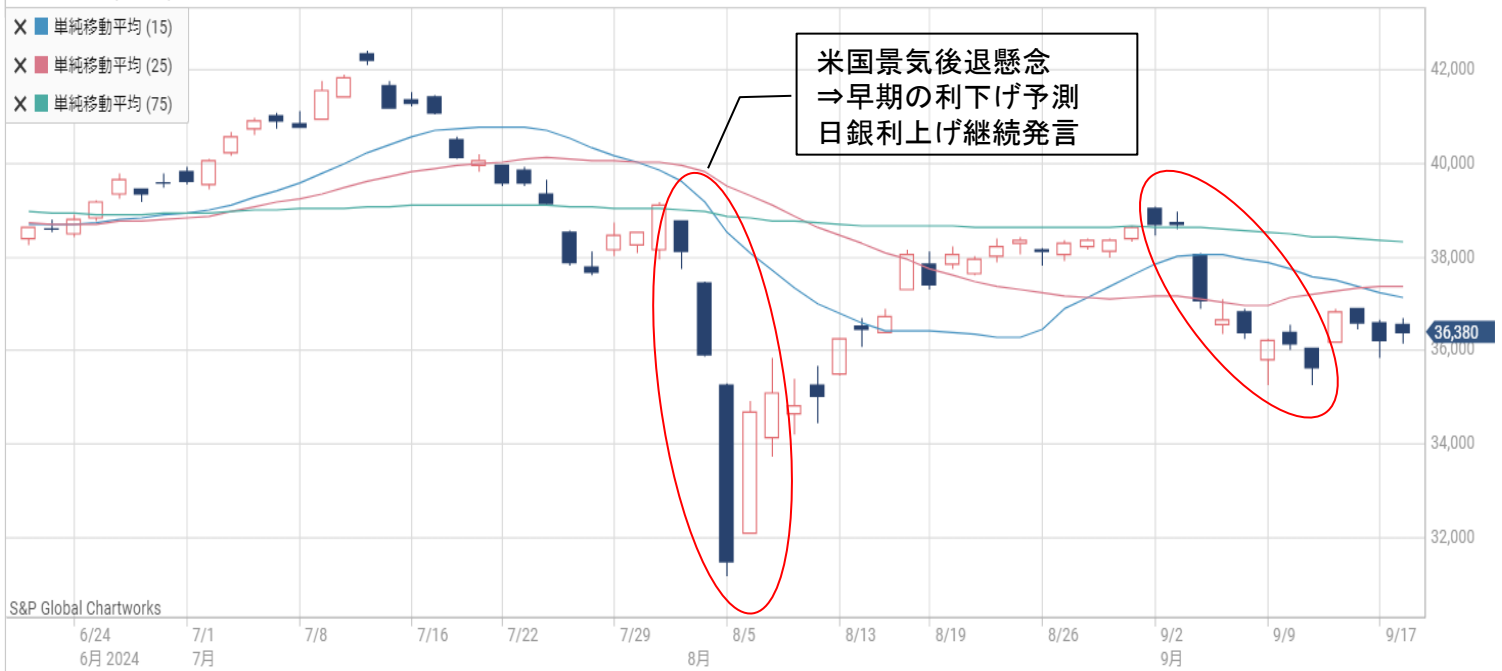
7月末から8月頭にかけて、日経平均は暴落、為替は急激な円高に動いた。日経平均は8月5日には前日比4,451円28銭安となり、過去最大の下げ幅を記録した。しかし、翌日には3,217円04銭高と今度は過去最大の上げ幅を記録。一方、7月の頭に161円台をつけていたドル円為替も8月5日には一時141円台まで円高となり、そのあとすぐに146円台まで戻すなど、市場はパニック的な動きとなった。その主な要因としては、米国経済の後退懸念、日銀総裁の利上げ継続発言などである。

まずはこれまでの日銀総裁の発言などからどのように市場が反応したのかを下の表にまとめてみた。

日付		事象	株式市場		為替市場
2023年4月	植田総裁就任	粘り強く金融緩和を継続する			円売りに安心感
2023年7月	日銀	長短金利操作（YCC）の柔軟化			円高に動くか？
2023年10月	日銀	YCCを再修正、異次元緩和廃止 インフレに拍車がかかる			
2024年4月	植田総裁発言	インフレについて円安の影響を軽視			円安に拍車
4月26日	植田総裁発言	長期国債買い入れ維持し計画通り実施する 緩和的な金融環境を容認			155⇒158円台
4月29日	植田総裁発言	円安は物価上昇に今のところ影響を与えていない			160円台
4月29日					1回目為替介入 153円
5月2日					2回目為替介入 151円
5月7日	植田総裁発言	円安を政策運営上十分注視していくと修正発言 インフレ継続、円安も再び160円台を目指す動き 株価も円安を受けて史上最高値を更新する			
7月11日			42,427		161.75
7月31日	日銀	植田総裁の追加利上げ及び利上げ継続発言	39,102		150.03
	FRB	9月利下げ示唆（FRB会合）			
8月1日			38,126	△975	149.32
8月2日（金）	米国	雇用統計の悪化⇒景気後退懸念	35,910	△2,216	146.56
	FRB	9月利下げ示唆			
8月5日（月）			31,458	△4,451	144.19（141.66）
8月6日			34,675	+3,217	144.41
8月7日	日銀	副総裁の火消し発言	35,090	+415	146.75



～ 高まるボラティリティ ～





～ 高まるボラティリティ ～

2. 日経平均の暴落・急加速する円高の背景

ドル円は7月3日に1ドル=161円95銭水準をつけた後、7月11日発表の6月米消費者物価指数（CPI）が市場予想を下回ったことをきっかけに、ドル安・円高方向へ急速に反転した。その後、**7月31日の日銀金融政策決定会合で追加利上げが決定され、米連邦公開市場委員会（FOMC）で9月に利下げ検討の可能性が示唆**されると、ドル安・円高の動きが加速し、8月5日には141円70銭水準に達した。

もともとドル円が161円台まで進んだ背景には、日銀と米連邦準備制度理事会（FRB）の慎重な政策運営の姿勢に、日米金利差はしばらく縮小しないであろうとの市場の見方があったと推測される。こうしたなか、先月の日銀追加利上げとFRBの9月利下げ示唆に加え、足元では米経済指標の下振れで景気先行き不安が急浮上し、日米金利差縮小の観測が強まったことで、一気にドル安・円高が進んだと考えられる。さらには、日銀植田総裁の不用意な発言が余計に市場を混乱させてしまったのである。

3. 一連の混乱の引き金

（1）日銀総裁の不用意発言

日銀は7月30日、31日に金融政策決定会合を開催し、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を、0～0.1%程度から**0.25%程度に引き上げることを決定**した。

この時の日銀総裁の発言は、4月時点と比べると、明らかに政策方針の表現を強めている。

特に、今後は、3か月ごとに更新される経済・物価見通しで想定通りの経済・物価情勢が確認されれば、**日銀はその度に利上げを進める**、と市場では解釈された。

また、**利上げで景気に強いブレーキがかかることはない、円安による上振れリスクがかなり大きいと発言した。**

植田総裁は4月にもインフレは円安の影響ではない、緩和的政策を継続するとの発言から一気に円安が進んで為替介入をせざるを得ず市場は大きく混乱した。

今年に入って**この2度の発言は大きく市場に影響を及ぼし市場が不安定になった要因を作り出したのである。**

就任から1年市場との対話がいかに大切なものであるかは身に染みたことであろう。

（2）日銀副総裁の火消し発言

植田総裁の発言により市場が混乱したことから、副総裁が8月7日に火消し発言を行った。

まず、四半期ごとなど一定のペースを念頭に置いて**強引に利上げを進めるつもりはない**、ことを強調。

さらに、**金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはない**、と強調したのである。

円安修正後押しの狙いもあった？ 日銀の金融政策運営方針の文章変化

4月時点の方針	「金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であり、この点を巡る内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い。以上のような経済・物価の見通しを実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」
7月時点の方針	「金融政策運営については、先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しを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と考えている」

(出所) 日銀の経済・物価情勢の展望（展望レポート）



～ 高まるボラティリティ ～

(3) 米国雇用統計の悪化⇒米国経済の後退懸念（詳細は米国経済の現状ご参照）

米景気の減速懸念が急速に強まったのは、8月1日に発表された米経済指標であった。

この日発表された7月27日までの1週間の**新規失業保険申請件数**は、249,000件と市場予想の236,000件を上回り、約1年ぶりの高水準になったことで、労働市場悪化の見方が広がった。その後発表された7月の米サブライマネジメント協会（ISM）**製造業景況感指数**も、**46.8**と市場予想の**48.8**を大幅に下回り、**米国景気が想定以上に減速しているとの警戒が強まったのである。**

この2つの経済指標を受け、米主要株価指数は大きく下落（一時900ドル下落）し、米長期金利が低下するなかでドル安・円高（一時146円）が進行、日経平均の大幅安（8月5日は前日比4,451円安）につながった。

(4) FOMC声明文

米連邦準備制度理事会（FRB）は、7月30日、31日に米連邦公開市場委員会（FOMC）を開催し、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を5.25%～5.50%で据え置くことを決定した。

FOMC声明について、第1段落（雇用とインフレの現状判断）では、労働需給の緩和やインフレの鈍化という最近の動向が反映された。第2段落（雇用とインフレのリスク判断）では、これまでの「インフレリスクに細心の注意を払っている」が、「**2つの責務（物価の安定と雇用の最大化）**の双方に対するリスクに細心の注意を払っている」に修正され、景気にも配慮する姿勢が確認された。

(5) 日経平均の急落を呼んだ海外投資家

これまでの日本の株式市場は、円安、物価高、金融緩和が相乗的に進む中で、並行して株価が押し上げられてきた。

日本株市場の特徴として、市場全体の売買代金合計額に占める**海外投資家のシェアが高い**ことがあげられる。2023年通年でみた場合、現物取引（東京および名古屋証券取引所合計）における**海外投資家のシェアは約60%**、金額は約1,199兆円。先物取引（日経225先物、日経225mini、日経225マイクロ先物、TOPIX先物、ミニTOPIX先物の合計）ではシェアが約75%に上昇し、金額は2,887兆円に達している。

今回は海外投資家（投機筋など）が、かなりまとまった金額で先物を売り、日経平均の急落を主導した可能性が高い。これが、裁定買い取引の解消や、個人投資家の信用買い残高（7月下旬で約18年ぶりの高水準）の整理などを通じた現物売りを誘発し、8月5日は売りが売りを呼ぶ「パニック相場」となり、下げ幅が急拡大したと思われる。



～ 高まるボラティリティ ～

(6) 円キャリートレードの巻き返し

キャリー取引とは一般に、①資金市場で低金利の通貨を調達し、②為替市場で低金利通貨を高金利通貨に交換（高金利通貨買い・低金利通貨売り）、③高金利通貨建ての短期債券などに投資する手法である。相対的に金利の低い日本円を調達通貨とする場合は、円キャリー取引と呼ばれ、為替市場で高金利通貨と交換する際に円売りを伴うため、年初からのほぼ一本調子の円安進行は、円キャリー取引の増加が一因との見方もある。

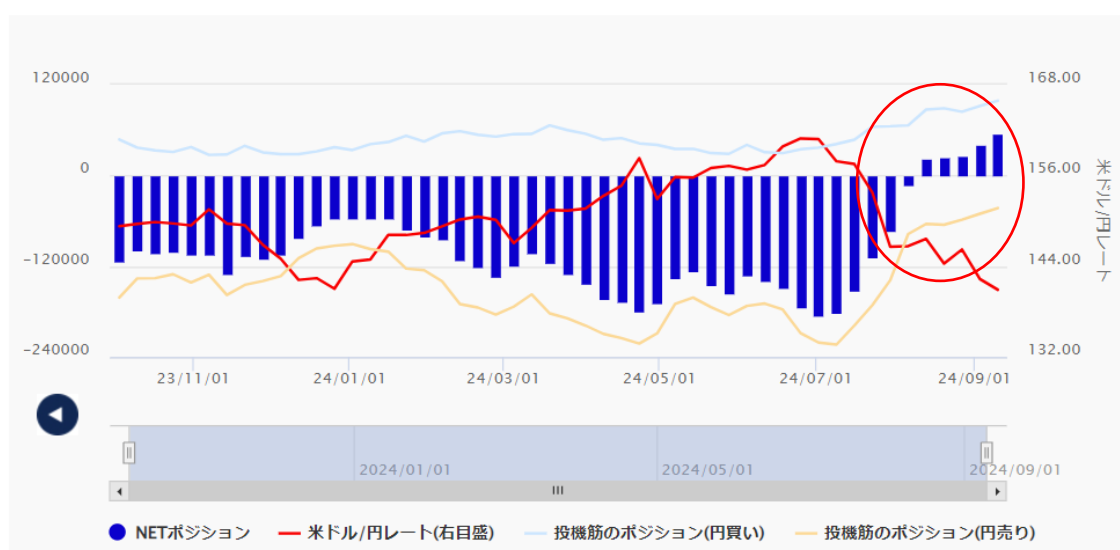
円キャリー取引を解消するときは、①投資していた高金利通貨建ての資産を売却し、②為替市場で手元に戻った高金利通貨を日本円に交換（高金利通貨売り・低金利通貨買い）、③資金市場で借りていた円を返済、という流れになります。取引解消時は、為替市場で日本円と交換する際に円買いを伴うため、7月11日以降の急速な円高進行は、円キャリー取引の解消が影響したものと思われる。

キャリー取引は、投機筋などが積極的に手掛けているとされているが、実際の取引を正確に示すデータは存在しない。ただ、シカゴ・マーカントイル取引所（CME）の1部門である、インターナショナル・マネー・マーケット（IMM）に上場されている通貨先物では、非商業部門（投機筋）の円ポジションとドル円レートに相応の連動性がみられることから（下の図）、投機筋の円取引を読む上で、これらは広く参照されている。

7月末から8月にかけてショートポジションが急激に減少して逆にネット円買いポジションに転換していることがよくわかる。

日本株対象外の円キャリーは株安の直接要因ではないが、ある程度は円高を通じた間接要因になったと思われる。（5）で見たように、これまでの円安⇒株高がこのキャリー取引の巻き返しにより円高⇒株安の逆回転になったと思われる。

シカゴ通貨先物(円)投機筋(Non-Commercial)のポジション





～ 高まるボラティリティ ～

3. 今後為替市場の見通し

日米金融政策が逆方向に動くという歴史的なイベントが生じると、2022年以来の歴史的な円安は修正局面に入り、緩やかに円安が修正されていくであろうと推測される。しかし、現時点で明確に日米が逆方向へ転換したとはいいがたい。特に、米国においては経済動向次第という面がある。

日米の政策金利についてみると、日銀の今回の利上げは、円安修正という意図があったものと思われる。ある程度円安傾向が抑えられれば、今後はインフレ状況と経済動向をにらんだ金融政策に移行するであろう。そういった意味で植田総裁の今後もしも利上げを継続していくといった趣旨の発言は不用意だったと言わざるを得ない。

一方、米国の金融政策については、今回50bpの利下げに踏み切ったが、決して経済後退リスクが高まってのものではないように思う。本来7月の失業率が予想以上に悪い数字であったためその直後にFOMCが予定されていたのであればそこで25bpの利下げが行われたものと思われ、その分も含めた今回の利下げ幅だったと解釈される。9月のFOMCの声明では、決して急激な利下げをするというコメントではなく、今後の経済情勢とインフレ動向を見極めた金融政策をとっていくというものであった。インフレ率が2%程度で落ち着いている限りにおいては緩やかな利下げが継続されていくものと思われる。

以上のことから、ドル円為替レートも緩やかに円高方向に進むものと思われる。

<チャート上のポイント>

フィボナッチ・リトレースメントでみると、2011年10月31日の1ドル=75円35銭水準から、2024年7月3日の161円95銭水準までの上げ幅について、23.6%の押しが**141円51銭水準**となる。

次のポイントとしては、**128円レベル**となる。

一方、長期トレンドのチャート（右の図）を見るとドル円は長期的に円安傾向を示している。

現状のサポートレベルとしては、**135～140円**レベルを示している。

ただ、短期的にはこの長期トレンドのサポート線を下に突き抜けていくような投機筋の動向に注意が必要で、仮に投機的な円買いが大きく膨らめば、2021年から続くドル高・円安のトレンドラインを突き抜けるリスクが高まるであろう。

【図表1：ドル円のフィボナッチ・リトレースメント】

2024年7月3日のドル高値（円安値）	161円95銭水準
23.6%押し（8/5にほぼ到達）	141円51銭水準
38.2%押し	128円87銭水準
50.0%押し	118円65銭水準
61.8%押し	108円43銭水準
76.4%押し	95円79銭水準
2011年10月31日のドル安値（円高値）	75円35銭水準

(注) フィボナッチ・リトレースメントは相場が反転（反落）した場合、高値（安値）から安値（高値）までの下げ幅（上げ幅）から23.6%、38.2%、50.0%、61.8%、76.4%戻した（押し）水準が戻り（押し）の目安と考える。到達が否かは取引時間中の値で判定。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：2021年から続くドル高・円安のトレンドライン】



(注) データは2021年1月から2024年8月。ローソク足は月足で、2024年8月は8月23日まで。下値支持線は2021年1月安値と9月安値を結んだ線。上値抵抗線は2022年10月高値を通るように下値支持線を上方に平行移動したもの。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



～ 高まるボラティリティ ～

4. 今後日経平均の見通し

最近の日経平均の下げは米景気不安、米ハイテク株安、ドル安・円高が主因である。

日経平均の不安定な動きの根底には、「①米国景気の先行き不安」があり、それに起因する形で「②米ハイテク株の下落」と「③ドル安・円高の進行」が重なり、9月4日の日経平均の大幅な下落につながったと推測される。実は、この状況は8月に入ってみられた日経平均の歴史的な急落と同じであり、この時は海外投機筋による先物の売り主導で下げ幅を拡大したが、今回も海外投機筋の先物売りが影響した可能性が高いとみられる。

「フィボナッチ・リトレースメント」をみると、日経平均は7月11日高値から8月5日安値までの下げ幅について、8月16日時点で61.8%戻しの水準まで到達した（図表1）。日経平均はその後、しばらく同水準近辺での揉み合いを経て、9月2日に一時39,000円台をつけた。しかし、その後は半導体関連の下落などの影響で36000円台まで落ちるなどもみ合いが続いている。

下の右の図で見るように、日経平均は長期的には上昇トレンドをたどっており、今年に入ってから上値抵抗線を突き抜けて史上最高値を記録する場面もあった。今後、上値線が抵抗ラインとなって再び新たな上昇トレンドに向かっていけるか注目である。

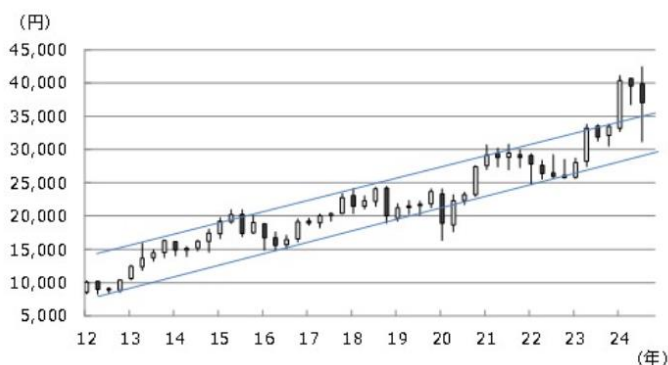
不安材料としては、やはり米国の経済動向であり、今後米国景気の軟着陸（ソフトランディング）の実現性が高まり、ドル円相場が安定し、中間決算で企業の業績予想の上方修正期待が高まってくれば市場も安定することになる。日本国内についてみれば、国内外の投資家から高い評価が得られるような資本効率改善の取り組みが企業に広がり、2025年春闘で大幅な賃上げが続く流れとなれば、更なる最高値更新にもつながっていくと思われる。

波乱要因とすればトランプ大統領の登場であろう。今トランプ氏が掲げている米国第一主義で関税の引き上げが実現すれば、日本企業への影響も懸念され、さらに、米中の対立も激化することから世界的分断が深まり市場にとって不安定材料が常に存在することにもなりかねない。

【図表1：日経平均株価のフィボナッチ・リトレースメント】

2024年7月11日高値	42,426円77銭
76.4%戻し	39,766円89銭
61.8%戻し（8/16に到達）	38,121円38銭
50.0%戻し（8/15に到達）	36,791円45銭
38.2%戻し（8/7に到達）	35,461円51銭
23.6%戻し（8/6に到達）	33,815円99銭
2024年8月5日安値	31,156円12銭

【図表2：日経平均株価の長期上昇トレンド】





～ 米国経済の実態 ～

5. 米国経済の現状

全体観：米経済は堅調も労働市場は減速

直近の指標は米経済活動が堅調なペースで拡大を続けたことを示す。2024年1～6月にかけて、米実質国内総生産（GDP）成長率は年率換算で2.2%となり、足元のデータも7～9月期もほぼ同様のペースで成長を続けたことを指す。

個人消費の成長もなお底堅く推移し、設備・無形資産投資は昨年の貧弱なペースから回復した。住宅市場では1～3月期の強い成長から一転し、4～6月期の投資は落ち込んだ。

供給状況の改善は過去1年間で弾力性のある需要と米経済の強いパフォーマンスを支えてきた。今後数年間のGDP成長率の中央値は2%と緩やかではあるが堅調な経済成長を予測している。

一方で、労働市場では減速が続いた。過去3カ月の就業者数の月平均は11万6000人と、24年前半と比べ明確にペースが落ちた。失業率は4.2%となお低く、名目賃金の伸びも過去1年間で緩やかになり、労働者に対する求人も全体的に減った。

多くの指標は労働市場の状態が19年のパンデミック（世界的大流行）直前よりも緩いことを示す。労働市場はインフレ圧力の元になっていない。

インフレは過去2年間で明確に和らいだものの、長期目標の2%をなお上回る。消費者物価指数（CPI）などのデータは個人消費支出（PCE）物価が8月、前年同月比で2.2%上昇したことを指す。変動の激しい食品とエネルギーを除いたPCEのコア指数は2.7%上昇した。24年のPCE物価指数の上昇率の中央値は2.3%で、25年はやや低い2.1%の予測となっている。

（1）7月の失業率

8月初の市場の混乱を招いたのは8月2日に発表された7月の雇用統計の結果であった。

非農業部門雇用者数は、前月対比で+11.4万人の増加1（前月改定値：+17.9万人）と+20.6万人から下方修正された前月を下回ったほか、市場予想の+17.5万人（Bloomberg集計の中央値、以下同様）を大幅に下回った。

失業率は4.3%（前月：4.1%、市場予想：4.1%）と前月から+0.2%ポイント上昇、横這いを見込んだ市場予想を上回った。労働参加率2は62.7%（前月：62.6%、市場予想：62.6%）と前月から+0.1%ポイント上昇、横這いを見込んだ市場予想を上回った。

いずれの数字も予測より悪化したため米国経済の後退懸念が急激に市場を支配した。

（2）8月の失業率

9月6日発表の8月の雇用統計は、非農業部門雇用者数は、前月対比で+14.2万人の増加1（前月改定値：+8.9万人）と+11.4万人から下方修正された前月を上回った一方、市場予想の+16.5万人（Bloomberg集計の中央値、以下同様）は下回った。

失業率は4.2%（前月：4.3%、市場予想：4.2%）と前月から▲0.1%ポイント低下、市場予想に一致した。労働参加率2は62.7%（前月：62.7%、市場予想：62.7%）と前月、市場予想に一致した。

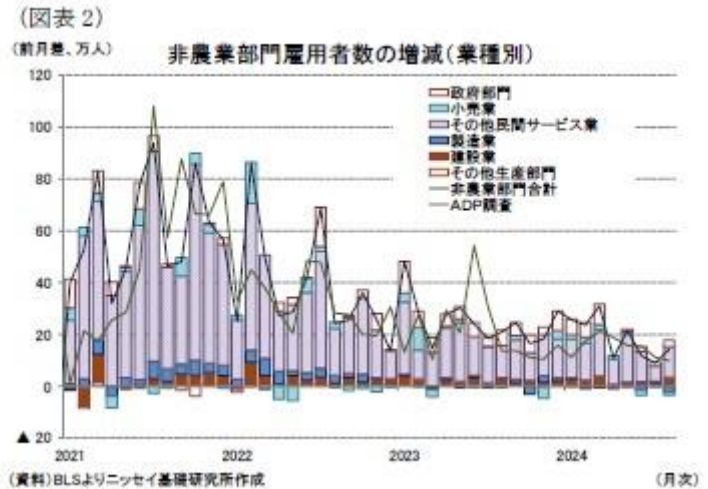
問題は、非農業部門雇用者数（前月比）は8月が前月を上回った一方、過去2カ月分が合計▲8.6万人の大幅下方修正された結果、過去3カ月の月間平均増加ペースは+11.6万人となり、24年上期の+20.7万人、23年通年の+25.1万人から大幅に伸びが鈍化したことである。



～ 米国経済の実態 ～

このようにみると、8月の雇用統計は失業率が5カ月ぶりに低下したものの、非農業部門雇用者数の過去3カ月平均の伸びが顕著に鈍化するなど労働市場の減速を確認した。

一方、時間当たり賃金上昇率が小幅ながら加速するなど、賃金上昇圧力の緩和が一服する結果となった。雇用者数の伸びが市場予想を下回ったことから金融市場では▲0.5%ポイントの利下げを50%織り込むようになったのである。



(3) ISM

米国サプライマネジメント協会 (ISM) は8月1日に7月の製造業景況感指数を、8月5日に7月のサービス業 (非製造業) 景況感指数をそれぞれ発表した。いずれも消費を抑制する動きや、高金利や先行き不透明感から生じる設備投資の差し控えによる影響を受け、製造業でより顕著に影響が表れ始めた。

製造業景況感指数は46.8で、前月 (48.5) より1.7ポイント下落し、4カ月連続で基準値の50を下回った。ブルームバーグによる市場予想 (48.8) では若干の改善が期待されていたが、予想に反して下落した。

続く8月の製造業景況感指数、サービス業 (非製造業) 景況感指数をそれぞれ発表 (9月5日)。業種によってバラつきはあるものの、米国大統領選挙に伴う政策変更リスクや、高金利を忌避した投資控えの傾向が散見される内容となっている。

製造業景況感指数は47.2と、前月 (46.8) からわずかに改善したものの、ブルームバーグによる市場予想 (47.5) をやや下回り、5カ月連続で基準値の50を割り込んでいる。

ISM製造業調査委員会のティモシー・フィオレ会長は結果について「現在の金融政策と選挙の不確実性により、企業が資本と在庫への投資に消極的なことから、需要は引き続き低迷している。生産は7月に比べて低下し、収益性にさらなる圧力をかけている」と指摘した。企業からも「ビジネスは冷え込んでおり、選挙が終わるまで回復は見込めない」(紙)、「顧客は設備購入のための資金拠出は可能なものの、選挙を巡る不確実性からプロジェクトを2024年第4四半期まで保留しているようだ」(一般機械)、「高金利により、家具などの高額な裁量的消費に対する支出が抑制されており、業界の販売見込みに影響を及ぼしている。ただし、潜在的な需要は高まっている」など、投資控えの影響を指摘する声が寄せられた。

米国の経済状態は、この2年のインフレの高まりによる金利の上昇が企業活動にボディブローのように効いてきている。金融当局はインフレ退治、経済後退懸念の狭間でぎりぎりの選択をしたのが今回の利下げである。金融政策の大きな転換点ということもできるが、まだまだ方向性が定まっているわけではなく、しばらくは手探り状態が続くであろう。

日本の株式、為替市場は日銀の金融政策 (今後の利上げ) も気になるころではあるが、どちらかといえば米国の経済情勢、金融政策の行方に大きく左右される傾向が強いであろう。



～ 米国経済の実態 ～

6. FOMCの長期予測

(1) 政策金利

年内残り2回の会合での追加利下げ幅について、FOMC参加者の中で0%から0.75%まで予想が分かれた。中央値の2回分（計0.5%）を支持したのは19人中9人で、7人は0.25%とした。2人はもう年末まで利下げが必要ないと主張した。反対に0.75%の追加利下げが必要との見方をする参加者も1人いた。インフレや経済動向の見通しがまだ不透明な証拠である。

一方で、25年は3.4%（前回：4.1%）と前回から▲0.75%ポイント下方修正され、利下げ回数は4回（前回：4回）と前回から維持された。

26年は2.9%（前回：3.1%）と前回から▲0.25%ポイント下方修正され、利下げ回数は2回（前回：4回）とこちらは下方修正された。

今回新たに提示された27年は2.9%となり、26年に利下げが打ち止めとなることが示された。

(2) インフレ率

2024年のインフレ率（個人消費支出、PCE）の予測中央値は2.3%、コアPCEは2.6%と、前回見通し（それぞれ2.6%、2.8%）からやや引き下げられている。現在の水準（PCE2.5%、コアPCE2.6%、2024年9月2日記事参照）と比べると、コアPCEについては依然厳しい見方をしていいる。2026年にいずれも2.0%を達成するというシナリオは前回見通しから変更はない。

(図表 2)



(3) 失業率

2024年の失業率の見通しは4.4%と前回見通し（4.0%）から大きく上昇し、現在の水準（4.2%）から引き続き上昇していく見通しとなっている。2025年は4.4%（前回4.2%）と高めの水準が継続し、利下げサイクルの進展に伴い2026年は4.3%（前回4.1%）、2027年以降は4.2%（前回4.2%）と徐々に低下していくシナリオとなっている。

(4) 経済成長率

失業率はやや上昇するものの、経済成長率の見通しは前回からほぼ変わらず、2024～2027年にかけていずれも2.0%の成長を見込む。

(図表 1)

FOMC参加者の経済見通し(9月会合)

	2024年					2025年					2026年					2027年					長期									
	2024年	2025年	2026年	2027年	長期	2024年	2025年	2026年	2027年	長期	2024年	2025年	2026年	2027年	長期	2024年	2025年	2026年	2027年	長期	2024年	2025年	2026年	2027年	長期					
GDP	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9% - 2.1%	1.8% - 2.2%	1.9% - 2.3%	1.8% - 2.1%	1.7% - 2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9% - 2.1%	1.8% - 2.2%	1.9% - 2.3%	1.8% - 2.1%	1.7% - 2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9% - 2.1%	1.8% - 2.2%	1.9% - 2.3%	1.8% - 2.1%	1.7% - 2.0%
前回	2.1%	2.0%	2.0%	-	1.8%	1.9% - 2.3%	1.8% - 2.2%	1.8% - 2.1%	-	1.7% - 2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9% - 2.1%	1.8% - 2.2%	1.9% - 2.3%	1.8% - 2.1%	1.7% - 2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9% - 2.1%	1.8% - 2.2%	1.9% - 2.3%	1.8% - 2.1%	1.7% - 2.0%
失業率	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.3% - 4.4%	4.2% - 4.5%	4.0% - 4.4%	4.0% - 4.4%	3.9% - 4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.3% - 4.4%	4.2% - 4.5%	4.0% - 4.4%	4.0% - 4.4%	3.9% - 4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.3% - 4.4%	4.2% - 4.5%	4.0% - 4.4%	4.0% - 4.4%	3.9% - 4.3%
前回	4.0%	4.2%	4.1%	-	4.2%	4.0% - 4.1%	3.9% - 4.2%	3.9% - 4.3%	-	3.9% - 4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.3% - 4.4%	4.2% - 4.5%	4.0% - 4.4%	4.0% - 4.4%	3.9% - 4.3%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.3% - 4.4%	4.2% - 4.5%	4.0% - 4.4%	4.0% - 4.4%	3.9% - 4.3%
コアPCE価格	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	-	2.6% - 2.7%	2.1% - 2.3%	2.0%	2.0%	-	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	-	2.6% - 2.7%	2.1% - 2.3%	2.0%	2.0%	-	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	-	2.6% - 2.7%	2.1% - 2.3%	2.0%	2.0%	-
前回	2.8%	2.3%	2.0%	-	-	2.8% - 3.0%	2.3% - 2.4%	2.0% - 2.1%	-	-	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	-	2.6% - 2.7%	2.1% - 2.3%	2.0%	2.0%	-	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	-	2.6% - 2.7%	2.1% - 2.3%	2.0%	2.0%	-

(注) GDPとコアPCE価格は10-12月期の前年同期比伸び率
(資料)FRB



～ 米国経済の実態 ～

7. 日米金融当局の発言の違い

米連邦準備理事会（FRB）が金融引き締めからの転換に動き始めた。9月18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）は通常の倍となる0.5%の幅で4年半ぶりの利下げを決めた。その時の議長の発言と金融政策決定会合後の日銀総裁の発言を比べてみよう。

（1）パウエル議長の冒頭発言

- ・本日、FOMCは政策金利を0.5%ポイント引き下げるにより、政策抑制の程度を軽減することを決定した。この決定は、政策スタンスを適切に調整すれば、**緩やかな成長とインフレ率が持続的に2%まで低下する中で、労働市場の力強さを維持できるとの確信が強まったことを反映している。**
- ・全体として、広範な指標は労働市場の状況が19年のパンデミック直前よりもタイトでなくなっていることを示唆している。**労働市場はインフレ圧力を高める要因にはなっていない。**
- ・過去3年間、インフレ率は目標である2%を大幅に上回り、労働市場の状況は極めて逼迫していた。我々はインフレ率を下げることに主眼を置いたが、それは適切であった。過去1年間の忍耐強いアプローチが実を結んだ。現在、インフレ率は目標にかなり近づいており、インフレ率が持続的に2%に向かっているという確信が強まっている。
- ・インフレ率が低下し、労働市場が冷え込むにつれて、インフレの上振れリスクは軽減し、雇用の下振れリスクは増加した。我々は現在、**雇用とインフレの目標達成に対するリスクはほぼ均衡しているとみており、我々のデュアル・マンデートの両側面に対するリスクに注意を払っている。**
- ・経済が発展するにつれて、金融政策は最大限の雇用と物価安定の目標を最良に推進するために調整される。

（2）植田日銀総裁の発言（日銀金融政策決定会合後）

- ・一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復していると判断。
- ・先行きについては、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
- ・物価については、足元は2%台後半となっており、先行きは、消費者物価の基調的な上昇率は、マクロ的な需給ギャップの改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想。
- ・リスク要因としては、経済・物価を巡る不確実性は引き続き高く、金融・為替市場の動向や、そのわが国経済・物価への影響を十分注視する必要がある。
- ・金融政策については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・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と考えている。

日米金融当局調の発言を比べてみると、米国の場合は何を見ているのかが明確であるが、日銀総裁の発言は抽象的な表現が多すぎる。

よく海外では、日銀総裁の発言からは、「日銀の政策反応関数がわからない」と言われている。この政策反応関数とは、日銀がどのデータを観察し、どのような重みづけで金融政策に反映するのかわからない、ということである。米国の場合は、「物価の安定と雇用の最大化」を重要視している。

日銀はこれまで超緩和的政策をとってそれ以上の打つ手がなかった時期が長く続いてきた。その間の総裁の発言もほぼ変化のないものが多かったが、これからは日銀総裁にも市場との対話について、より配慮した発言と明確な目標が示されるべきであろう。



～ もう一波乱 ～

9月27日午後、自民党総裁選挙が行われた。

第1回目の投票では、1位が高市氏、2位が石破氏で二人の決選投票となった。その結果がわかったのが14時半ごろ。市場ではその時点で高市氏優位とみられていた。アベノミクスを継承する高市氏の経済政策への期待で、株価は急伸し最終的には903.93円高で引けた。為替もそれまで143円台だったものが一気に146円台半ばまで円安となった。マーケットでは「高市トレード」と言われた。これは高市氏が掲げた経済政策が金融緩和・財政出動のリフレ的政策であったため、円安・株高が期待されたためである。

決選投票で石破氏が新総裁になったというニュースがマーケットに伝わったとたんに、日経平均先物（現物市場はクローズした後）で1600円ほど急落した。市場では、「この2日間で高市トレードがかなり進んでいたため、巻き返されるのは自然お動き」との声が聞こえた。為替については再び143円台の円高になった。

高市氏が新総裁になった場合、確かにアベノミクスが継承され、金融政策も「今頃利上げはあほじゃない！」と言っただけに日銀も動きにくくなることや、靖国参拝を公言していたことから、日韓、日中関係は再び最悪の状況になるなどマーケットにとっても波乱要因を含んでいたといえる。

石破氏は日銀の金融政策については独立性を重視しており、経済政策においては、非正規雇用者対策や地方での経済政策などで成長余地のあるところを底上げして伸ばしていける可能性があるとして述べている。具体策については不透明なところはあり、今後出てくる具体的な政策を見極めたいというのが市場の見方である。

野村証券の木内氏は、「正直ほっとしている。安定した政策運営が期待できるだろう。金融政策についても、日銀の自主性を尊重して緩和から正常化を支持する立場を示している。高市氏は日銀の正常化に否定的な姿勢を明言しており、これ以上円安が進むと物価上昇を通じて消費の悪化につながる懸念があった。株式市場では、石橋の打ち出した金融所得課税の強化や法人税の引き上げについて懸念も出ている。しかし、これらは払える層には相応の負担を求めるといふ、リベラルな経済運営姿勢を示していると思う。金融政策・財政運営ともに功罪の両面があったアベノミクスについて総括が必要と明言している点でも石破氏を評価している。課題は成長戦略で、総選挙の期間を通じて地方再生に軸足を置いた成長戦略がどこまで可能なのかなど、具体策を聞きたい。これまであまり触れられてこなかった、労働市場改革や外国人労働力などについての課題、岸田政権の掲げた資産運用立国に向けた政策運営などに期待したい。」と述べている。

シカゴ先物市場ではその後2400円の下落となっているため週明けの月曜日の日経平均は大きく下落することが予想される。しかし、それは下落局面に入ったということではなく、ここ数日の巻き返しで売られたということであり、これからはじっくりと経済政策の行方を見た動きになっていくであろう。株式市場にとってはアベノミクスの継続期待があったのだろうが、異常な金融緩和を続けデフレから脱却できず円安便りの株式市場よりも、ようやく金利政策の正常化が進み始め、賃金上昇も期待されデフレからの脱却が見えてきた流れを消すべきではないと考える。本当の意味での日本企業の実力が問われる株式市場に期待したい。

次の波乱は11月5日の米国大統領選挙か！

米国大統領選挙については、10月のレポートでまとめる予定である。