# 経済を読む眼

## 米国・カナダ出張の印象記1

2023 年 12 月 18 日 JST 資金運用本部 チーフエコノミスト 鵜飼博史

### 要旨

- 1. 11 月 27~12 月 1 日、カナダトロント、米国ニューヨーク・ワシントンに 出張した際、世界/米国経済と金融政策の先行き、国際商品市況の展望、米 国の政治情勢に関して意見交換を行った。
- 2. 米国経済の先行きについては、ハードランディングの見方は聞かれず、小幅のリセッションとソフトランディングに分かれていたが、前者も後者に近付いているとの印象。両者の差は、失業率の上昇を伴わずに労働需給が緩むか、金融引き締め効果が大きいかの見方の違いに概ね由来していた。
- 3. Fed の利下げについては、米国景気に特に強気の先を除けば、コア PCE デフレーターが 2%台半ばまで鈍化すれば開始されるとして、2024 年半ばから年末までに開始されるとの見方が大半であった。利下げ幅の見方は、2024 年中は 0.25%~1%まで幅があったが、2025 年は 1%利下げとの見方が多かった。
- 4. 米国議会は 2024 年まで立ち往生して何も決まらないとの見方。大統領選はバイデン大統領 vs.トランプ前大統領になるかすら不明だが、2025 年末が期限の減税策の扱いが大統領選と議会選の結果次第で変わるとの見方。
- 5. カナダ経済は、米国経済と概ねパラレルに推移するとの見方ながら、家計の債務負担やモーゲージ金利の長期固定比率の違い等から、金融引き締めの景気への影響を米国よりも心配する見方が聞かれた。
- 6. 原油価格については、2024 年は需要が弱めでも OPEC+の減産も続くので、ブレントで 80 ドル/バレル台半ば~後半で横這い推移との見方が聞かれた。しかし OPEC+の減産が長くは続かず、世界的にエネルギー効率が向上し EV 車生産も軌道に乗ってきたので 2025 年には低下を見込んでいた。
- 7. 日本に対しては、日銀の YCC 撤廃・マイナス金利解除のタイミングとその 後の金利推移への関心が高かったが、非常に不確実性が高いとみている印 象であった。日本経済・企業が今度こそ構造変化を遂げて成長経路を歩め るのかへの関心も高まっていた。

<sup>1</sup> 本稿は、2023年12月14日現在のデータに基づいている。

#### 1. はじめに

11月27日~12月1日の間、大学ファンドのCIO喜田、Co-CIO杉本、筆者の3名でトロント、ニューヨーク、ワシントンに出張した。コロンビア大学のセミナーのパネルに参加する機会を捉え、金融機関やアセットオーナー、国際機関等21先を訪問し、主として2024年の米国の経済金融と政治情勢の展望、カナダの経済金融とエネルギー等コモディティ価格の展望について、意見交換を行った。民間の調査機関はちょうど来年の展望を公表したばかりというタイミングであった。それ以外に、アセットオーナーの投資姿勢についても議論したが、この点は本稿では省略する。また、先方のリクエストに応じて、こちらからは日本の金融経済の展望について説明した。以下では、意見交換を通じて印象に残った点を述べる。

#### 2. 米国金融経済の展望

今回の意見交換における最大の焦点は、米国経済が足許では巡航速度程度まで減速 している中、2024年にソフトランディングするのか否か、その下で Fed の利下げはい つからどの程度行われるのか、であった。

米国の景気に関する今回の面談の印象は、投資家側ではソフトランディングを見込む先が多いほか、エコノミストの中では小幅のリセッションを標準シナリオとして見込む先が引き続き多いものの、彼らもソフトランディングになる可能性も認識しており、中には2024年末から2025年にかけてどちらになるのか結論が出ていない先もあった。

とは言え、このソフトランディングと小幅リセッションのどちらを見込むかは、(例外もあるが)大きく括れば2つの要素に関する意見の違いが反映されていた。第1の要素は、労働市場が失業率の顕著な上昇を伴わずに引き緩み、賃金・物価上昇率を鈍化させるかという点である。楽観的な考え方は、労働市場は求人数の調整によって有意に引き緩むとみている。これは、コロナ禍でベバレッジ曲線(縦軸に欠員率・横軸に失業率をとった曲線)<sup>2</sup>が、雇用需給の摩擦(マッチングの効率性)の高まりによって右上方にシフトした後、現在は求人数の減少によって垂直に降りてきているが、今後も求人数の減少だけで更に垂直に降りるだけで労働需給が緩むと考えるのであれば、経済はプラス成長を維持できると考えられる。ただし、この見方に立って失業率の悪化・経済の失速がないとみる立場の見方は、賃金やインフレの鈍化のラストワンマイルがなかなか収束しないことを強調していた。一方で求人数の減少だけでは調整し切れず、失業率の上昇を伴うと考えれば、小幅のリセッションを経験するという見方になる。

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 詳細は鵜飼博史他 (2023)「米国のベバレッジ曲線からみたソフトランディングの可能性」経済を読む眼第 15 回、科学技術振興機構を参照。

第2の要素は、金融引き締めが今次局面では効きにくくなっているとみるか、時間差を伴って結局は大きな効果を持つとみるかという点である。今次局面では効きにくくなっているとみる先は、家計も企業もバランスシートがかなり健全であることや、モーゲージ借り入れが30年の固定になっていること、更には学生ローンの免除が違憲とされた後も政府の代替策によってローン返済負担は軽減されていることを重視している。これに対して、金融引き締めはモーゲージ借り入れの長期固定が多い等の理由でこれまではなかなか効かなかったが、これから大きく出てくると考える先は、これまでの金融引き締めが来年央ないし後半から景気を小幅のリセッションへ導くとみている。この点、Fedは、彼らの情報発信によれば、ソフトランディングとの見方を最近はとっているが、金融引き締めの効果はこれから大きくなるとみていることが窺われる。

なお、米国経済に対して非常に強気の先は、2024年の財政支出も、政治がスタック している中央政府ではなく、地方政府がインフラ投資向けに支出を増やすことも、織 り込んでいた。

次に、Fed の 2024 年以降の金融政策姿勢(high for longer の程度)についての面談の印象は、特に景気に対して強気の先を除けば、コア PCE デフレーターが前年比 2.75%程度では利下げに踏み切れないものの、2%台半ばに達すれば利下げを開始するとみている先が多く、開始時期としては 2024 年央から末までの間に集中していた。市場が織り込んでいるような来年春にも利下げ開始との見方は聞かれなかった。ソフトランディングの見方の先は、来年央から利下げを開始する場合は 2024 年中に 50bp、小幅のリセッションの見方の先は、2024 年中に 100bp の利下げを見込み、どちらも 2025 年に更に 100bp 程度の利下げを見込む先が多かった。この点、今週開催の FOMC(12 月13 日)では、ソフトランディング・シナリオを維持しつつも経済成長率とインフレ率の見通しを引き下げ、金利ドッツの中央値を 2024 年に 75bp の利下げとした。上述の民間の見方の中間を走っている観がある。ただし、少数意見としては、ソフトランディングの先で、利下げを行うとインフレが再燃するので 2024 年中には Fed は利下げできないとの意見や、逆に小幅リセッションの下でも 2024 年中に 200bp の利下げを見込むとの意見も聞かれた。

また、Fed の情報発信に関し、先般の Waller 理事の講演3のように、彼らが少し姿勢を変えると、市場はすぐに過剰に反映して金融が緩まり過ぎてしまうリスクがあるため、市場とのコミュニケーションが難しいとの指摘も聞かれたところである。

なお、米国の中長期の自然利子率 (r\*) や中立金利については、公表している見通 しに示しているかは別として、実際には上昇しているとみる先が圧倒的に多かった。 ただし、その程度は小幅 (moderate) であり、金融政策に大きな影響までは及ぼさな

-

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Waller Fed 理事の 11 月 28 日の講演" Something Appears to Be Giving"の際の質疑応答で、将来の利下げの可能性について言及したところ、債券市場が大きく反応した。その後、12 月 13 日の FOMC でも利下げの議論が開始されたことが明らかになり、債券市場はさらに反応した。

いとみていた。今週開催された FOMC でも、中立金利の中央値は 2.5%で変更されず、米国経済がこれまでよりも高金利の局面に入っていくとはまだみていないことが窺われる。

最後に、2024年のFedの政策の方向感とr\*の上昇の程度が大きくないことを根拠に、2024年は債券投資の年だとする見方が聞かれたことを追記しておく。

### 3. 米国政治情勢の展望

議会での民主党と共和党の対立はますます深刻さを増して、機能不全に近い状況にあるようだ。ワシントンで議会と折衝を行っている先から話を聞くと、まず本年末に期限を迎える Federal Aviation Administration Reauthorization Act や National Defense Authorization Act が延長できるか見通しが立っていないということであった。さらには、本年度予算を形成する12の法案が本年9月末、11月と暫定的に延長されたものの、来年1月19日、2月2日に再び期限を迎え、上下両院で可決されなければ政府が閉鎖されるにも拘らず、可決される目途が全く立っていないとの感触であった。このままだと、来年4月末には政府支出の一律1%削減が発動されることになる。

また、バイデン大統領が要求しているウクライナや台湾の支援、国境防御策が盛り込まれた 1,060 億ドルの追加補正予算も議会でドラフティングすらされていないようで、このままでは雲散霧消してしまうリスクもあるようだ。

来年の最大の焦点は大統領選である。現時点ではバイデン大統領 vs.トランプ前大統領の一騎打ちにみえるが、まだわからないということであった。民主党内ではバイデン大統領の支持率が低く、特に若者から支持されていないほか、政府内でも高齢への不安が聞かれているようだ。一方、トランプ氏も国内全体では支持率が低いが、支持者層は強固である。両者が名乗りを上げた場合、今回はノーレーベルズ(超党派)が第3の候補を擁立する可能性もあり、その場合は民主党の票が流れるので、バイデン大統領が不利になることも十分に考えられるということであった。

ニューサム・カリフォルニア州知事が大統領選への出馬の準備をしているが、バイデン大統領本人が降りない限り出馬しないようである。また、ホイットマー・ミシガン州知事等も出馬する可能性があるようだ。しかし、大統領選に向けた候補者指名争いを共和党では1月19日から、民主党では2月3日に開始するので、大統領選への準備の観点からみれば、本年中にバイデン大統領が大統領選を降りる意思表示をするなら間に合うが、来年になると間に合わない可能性が高まるようであった。一方、共和党ではトランプ氏が他の候補者を共和党支持者の支持率で圧倒的に引き離しており、過去の事例からすれば候補に指名されない訳がないのだが、一方で法的問題を多数抱えているので、その展開次第では共和党の候補者に決まるかもわからないようだ。最近はヘイリー氏が支持を伸ばし、富豪からの寄付も増えているが、トランプ氏が立候

補しない場合は、他にも元々有望とみられていた候補がいるため、誰がフロントランナーになるかも決め打ちできないというニュアンスだった。

議会選挙の方は、改選数等を勘案すると、上院は共和党が過半数を獲得する可能性を語る先がいた一方、下院は民主党が過半数を獲得する可能性が僅かに高いとか、どうなるかはわからないとの見方が聞かれた。

このため、今回面談した先では、バイデン大統領とトランプ氏が大統領選に出ることを前提とすれば、議会選の展望を合わせてみた時に、経済政策はどうなるのか、という議論をしていた。特にどちらになるかで決定的に変わるのが、トランプ氏が大統領時代に導入した減税策の期限が 2025 年末に来た後の処理である。この減税策では、法人税は恒久化されているのだが、家計の減税が期限を迎える。今後の展望としてよく聞かれたのが、①バイデン大統領が新大統領になり、民主党が上下院を制すると、家計の減税は切れて元に戻り、法人はむしろ増税、②トランプ氏が新大統領になり、共和党が上下院を制すると、減税が全て延長されるか、さらに減税を進める可能性もある、③バイデン大統領が新大統領になり、民主党が下院を制し、共和党が上院を制してねじれると、全てが交渉次第となるが、妥協の目途が立たない、という見方であった。

なお、2024年は全世界で、米国、インド、EU、ロシア、台湾、南ア等で70もの総選挙が行われる。しかし、結果次第で他国に多大な影響を及ぼすのは、基本的には米国の選挙のみ、という意見も聞かれた。

#### 4. カナダ金融経済、エネルギー価格の展望

カナダ経済は、景気展開は米国経済とほぼパラレルに動くと認識されている。しかし、仔細にみれば、異なる点も多い。今回の面談でも、①金利上昇局面では住宅金利の上昇が米国のように 30 年固定ではなく、5 年固定が多いのですぐに家計の債務負担を高めることや、②米国以上に移民が大量に入り続けていることで失業率が大幅に悪化しつつあること(現在すでに 5.7~5.8%)、③労働生産性上昇率がマイナスであるため、単位当たり労働コスト(ULC)が上昇しており、コア CPI が高止まる要因になっていること、が強調されていた。カナダは米国に先んじて利上げを行ってきたため、BoC がこれ以上利上げを行わなくても、特に住宅投資にこれから強い引き締め効果が表れてくることから、実質 GDP 成長率は本年第 2 四半期に米国に先んじて小幅マイナス成長になった後、第 3・4 四半期と 3 四半期連続で小幅のマイナスが続く可能性が高い4、といった見方が聞かれた。

 $<sup>^4</sup>$  カナダ経済に関する面談の後、カナダの実質 GDP 成長率が公表され、第 2 四半期がプラスに転じた後、第 3 四半期が小幅のマイナスになった。

2024年には、BoC の利下げへの転換もあって、2024年はプラス成長を徐々に高めていく展開を見込んでいる。こうした状況下、コア CPI 上昇率は、現在は前年比 3.5~4%とまだ高いが、米国よりも速いスピードで鈍化し、2024年下期には 2%を若干割り込むと見込まれていた。BoC の利下げは市場では来春早々にも開始されるとみているものの、意見交換先からは来秋に開始されるとの見方が聞かれた。

また、原油価格については、何先かと意見交換をしたところ、来年はブレント価格でみて80ドル/バレル台半ば〜後半で横這いで推移するとの見方が多かった<sup>5</sup>。これは、需要面では世界の経済成長率鈍化を反映するほか、EV車の生産も軌道に乗ったことによって、減少するものの、供給面では、OPEC+の減産が少なくとも春までは続くことや、西側諸国は脱炭素を目指しているのでエネルギー産業の再投資が低調であり、米国のシェール業界も規制が強いことから投資を拡大できないためである。

しかし、OPEC+、とりわけサウジアラビアやロシアの自主減産も長くは続かないであろうから、2025年の原油価格は2024年よりも若干低下する可能性が高いとみていた。こうした見方には、エネルギー価格に端を発するインフレは徐々に心配しなくてよくなっていくという含意がある。

### 5. 日本金融経済への先方の関心

米系の金融機関やアセットオーナーと議論をすると、先方からは日本経済に関する質問を受けることが多かった。特に、日銀がいつイールドカーブ・コントロールを撤廃し、マイナス金利を解除するか、その後の金利の展開をどうみるかについての質問が多かった。本年6月に米国に出張した時には、この点に関心を持ちつつもやや冷静になっていたように感じたのだが、今回は前回よりもその時期が近付いているだけに、関心が再び高まっていた。それにも拘らず、日銀の行動をどう整合的に理解すればいいのかがわからないという様子の先が多かった。

筆者からは、①日銀は市場の予測よりは政策変更に慎重な姿勢を維持しており、来年度の春闘の結果と賃金の上昇が CPI に反映されていくことの両方を確認するためには基本的には7月、早まる場合には4月に両方を撤廃・解除する可能性があること、②日銀が大幅に behind-the-curve の姿勢をとっている以上、解除で終わりではなくその後も利上げをある程度コンスタントに行う可能性があること、③10年長期金利は2%を若干下回る程度に収斂していく可能性があること、④ただし、世界経済が大きなリセッションに見舞われる場合にはこうした判断が全て後ずれするリスクがあること、といった筆者の考え方を伝えた6。

-

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> 現在はブレント価格が70 ドル/バレル台後半まで低下しているが、面談時点では80 ドル/バレル台であった。議論はこの水準を出発点としている。

 $<sup>^6</sup>$  詳細は、鵜飼博史 (2023)「日銀の YCC・マイナス金利政策解除後の金利を展望」経済を読む眼第 17 回、科学技術振興機構を参照。

また、日本株への関心も着実に高まっており、やや長い目でみて、日本がディスインフレを脱却できて名目経済成長率が伸びる世界に変われば、経済活動にポジティブな変化が生じるのか、さらには企業の構造転換が進むのか、といった点への関心が高かった。筆者から現在の日本経済・企業はそうした転換の分岐点にいて、どちらかと言えば変化を期待できると考えている、という説明を行ったが、先方からはこうした変化を期待する声と、期待できないとの声の両論が聞かれた。

### 著者紹介

### 鵜飼博史

1983 年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト(マネージングディレクター)として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士(経済学)。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL (アドレス) の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。 それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。