

## market:update

金融経済の見通し

2024年2月13日

## 米国は奇跡の経済大国？

## 米国：2023年からの教訓

我々が予想した2023年での米国の景気後退は、実際には起こりませんでした。この悲観的な予想の背景には、金融政策が顕著に引き締められたことがありました。

当時、金融政策が期待通りの効果を上げていたことはすでに明らかでした。米国の銀行は、貸出基準を大幅に引き締めました。過去の例に倣えば貸出基準の引き締めは、企業の設備投資の顕著な減少と雇用の一時解雇を招いてきました。しかし今回のサイクルでは、企業の設備投資には信用収縮の影響がみられず、堅調な成長を続けました

(図1)。

図表1

米国：貸出基準の引き締めにもかかわらず企業の設備投資は堅調を維持  
銀行の貸出基準および設備投資（前年比）



出所：データストリーム、メツラー；2024年2月8日現在

予想通り、貸出の伸びは2023年初頭の前年比+12.0%程度から2023年末にはわずか同+2.0%程度まで減速しました(図2)。経済成長に影響を与える信用インパルスは大幅なマイナス(約-10%=-2.0%-12.0%)となり、これは過去の景気後退の時期とほぼ同水準となります。

図表2

米国：信用サイクルは予想通りに展開  
企業および家計向け貸出（前年比%）



出所：データストリーム、メツラー；2023年12月31日現在

しかし予想外に、米国経済はマイナスの信用インパルスの影響を受けなかったとみられ、GDP成長率は2022年の前年比+1.9%から2023年には同+2.5%に加速しました。その理由は以下の3つだとみています。

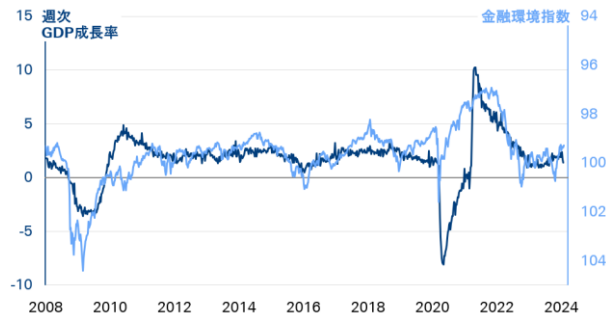
1. 過去に例を見ない財政の拡大：民間部門におけるマイナスの信用インパルスは、公的部門におけるプラスの信用インパルスによって補われたみられる。財政政策のGDP成長率への寄与度は約1.0%ポイントだった。
2. 企業の強固なバランスシートと、人工知能がもたらすビジネスチャンスにまつわる高揚感により、非常に魅力的と考えられた情報技術への投資を企業は自己資金で賄い行った。
3. マイナスの信用インパルスから金融市場が異例の乖離を起こしたことで、企業にとって有利な資金調達条件が確保された。1月の社債発行額は記録的な水準だった。

図表3は、ゴールドマン・サックスの金融環境指数と週次の経済成長率指標を示しています。金融環境指数は年間を通じて着実に改善し、年後半の成長率加速の主因になったとみられます。

# market:update

図表 3  
米国：良好な資金調達環境により 2023 年に成長が加速

GDP 成長率（前年比）と金融環境指数



出所：ゴールドマン・サックス、データストリーム、メッツラー；2024年2月2日現在

結論として、財政政策と人工知能の活用が予想以上に迅速に進んだことが、昨年の米国経済を景気後退から救ったとみられます。米国における技術革新の成功は、2023年にも生産性上昇率が加速し、インフレ圧力を高めることなく堅調な経済成長を達成したことに表れているとみられます。インフレ率は1月も低下すると見る向きも多く、間もなく利下げが始まるとの期待は維持されるとみられます。

## 米国：2024年への展望

図表1は、米国の銀行が最近、企業に対する貸出基準をほとんど引き締めていないことを示しています。この点において、企業にとって設備投資環境はすでに改善されていると考えられます。図表3も、金融市場での資金調達環境が、最近再び改善していることを示しています。

我々の見通しでは、技術革新による生産性の伸びは、2023年だけでなく、今後数年間においても加速すると考えます。

これは、米国経済の成長見通しが、景気循環の観点からだけでなく、構造的にも年初から改善したことを意味します。このような背景から、2024年の米国成長率見通しを前年比+1.0%から同+2.0%に引き上げました。

従って、NFIB景気指数（火曜日）、小売売上高（木曜日）、フィラデルフィア連銀製造業景気指

数（木曜日）、鉱工業生産（木曜日）など、良い結果が期待されます。

加えて、景気先行的な住宅市場も持ち直す可能性もそれなりにあると考えられることから、NAHB指数（木曜日）、新規住宅着工件数（金曜日）、建設許可件数（金曜日）などが注目されます。

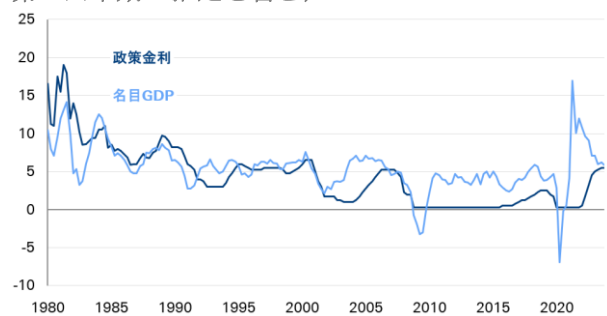
経済成長率が堅調でインフレ率もインフレ目標に向かっているのであれば、なぜ米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げを行う必要があるのかという疑問が生じます。利下げを行えば景気を刺激し、FRBはインフレ率の上昇リスクを受け入れることとなります。失業率は3.7%と、労働市場がすでに逼迫していることを示しています。景気が刺激されれば、失業率はさらに低下し、賃金とインフレ率の関係が非線形的に強まる影響を与える可能性もあるとみられます。

仮に失業率が10.0%から9.5%に低下しても、失業率は依然として非常に高いため、おそらく賃金との線形の動態には影響を与えないとみられます。一方、失業率が3.7%から3.2%に低下した場合、企業は労働者を確保するために大幅な賃上げを余儀なくされる可能性があると考えられます。

図表4

米国：FRBは政策金利を引き下げる必要があるのか？

政策金利（%）と名目GDP（前年同期比）（2023年第4四半期の推定を含む）



出所：データストリーム、メッツラー；2023年12月31日現在

過去、2010年から2019年までの例外を除き、FRBはしばしば名目経済成長率に基づいて金利政策を決定してきたと考えられます。第4四半期の米国経済は前年比+6.0%弱の名目経済成長を記録しました。このような高い経済成長率のなかでFRBが利下

# market:update

げを行うことは、非常に異例なことになると思われます。

従って、FRBが最初の利下げを行うのは遅くとも6月以降になると予想し、2024年の利下げ幅は合計で75bpにとどまると予想します。経済指標が予想以上に堅調であれば、今年中に利下げが行われな可能性さえあると考えます。

## ユーロ圏と日本の経済指標

ZEW景気指数（火曜日）は安定を維持するとみられ、今年下半期のユーロ圏の成長が緩やかに改善することを示唆しています。しかし、こうした良好な見通しは、欧州中央銀行（ECB）による利下げ期待に基づいていることを忘れてはなりません。金融市場は、ECBによる150bp程度の利下げを織り込んでいますが、我々もこの予想に沿った利下げ幅を予想しています。インフレ動向が弱いため、利下げ幅はさらに拡大する可能性さえあるとみています。

日本では第4四半期のGDPが発表されます（木曜日）。名目経済成長率は前年比+5.0%以上に達しているとみられ、これは日本経済が名目ベースで1990年代初頭と同程度に強く成長していることを意味します。とはいえ、最近のインフレは顕著に減速しており、賃金の勢いもまだ弱いため、日本銀行による利上げのハードルは高いとみられます。しかし、このような環境下でも、企業収益のダイナミックな成長は期待できるとみています。



メツラー・アセット・マネジメント GmbH  
チーフ・エコノミスト  
エドガー・ヴァルク

- 1) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損
- 8) 害について一切責任を負いません。
- 9) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10) 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社  
〒100-0011  
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階  
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会