

Topics

- ▶ 2023年の米国経済は、2%を上回る経済成長となる一方で、高インフレが和らいだ。ただ、マイナスだった長短金利差がプラスに近づきつつある点などは、米経済の失速が近づきつつあることを示している。
- ▶ 銀行の融資姿勢は厳しいが中小企業の資金繰り悪化は限定的で、金融引き締めの影響は峠を越えた模様。また、労働市場の一部では人手不足が続いており、労働市場は大幅な調整には至らない見込み。更に、インフレ抑制が順調に進む中でFRBによる利下げが早期に実現する可能性があり、経済の下振れリスクは低減する。
- ▶ 2024年の米国経済の減速は緩やかとなり、ソフトランディングは続くと思込まれる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

2024年も米経済の成長は続くか

2023年は、米国では高インフレが和らぐ一方で、年後半に成長率が高まり、年間では2%を上回る経済成長が実現したとみられます(図表1)。ほぼゼロ成長と停滞したドイツなどの欧州・低インフレが懸念される中国経済が冴えず、これらが23年の世界経済の足を引っ張りましたが、米国経済の安定が世界経済の成長を支えました。

24年も米国の経済成長は続くのでしょうか。23年初は過熱気味だった労働市場の需給バランスが緩やかに改善する中で、23年末まで経済は底堅く推移しました。一方で、23年半ばまでの利上げの引き締め効果がタイムラグを伴いながら強まり、経済が急失速(いわゆる景気後退)に至る、との見方は根強く残っています。いくつかの金融市場のシグナルや経済指標は、米国経済が近々に変調を迎える兆候を発しています。

不吉な兆候～長短金利差が上昇に転じる兆し

例えば、米債券市場での長短金利差(10年国債金利-2年国債金利)は、2022年半ばからマイナスとなる、いわゆる逆イールドが続いています。過去をみると、長短金利差縮小でマイナスあるいはゼロとなった後に、長短金利差がプラスに転じると、景気後退が訪れる傾向がみられます(図表2)。FRB(米連邦準備理事会)が利下げに転じ、短期金利が低下して長短金利差が拡大すると、経済が景気後退に至る場合が多い、ということです。

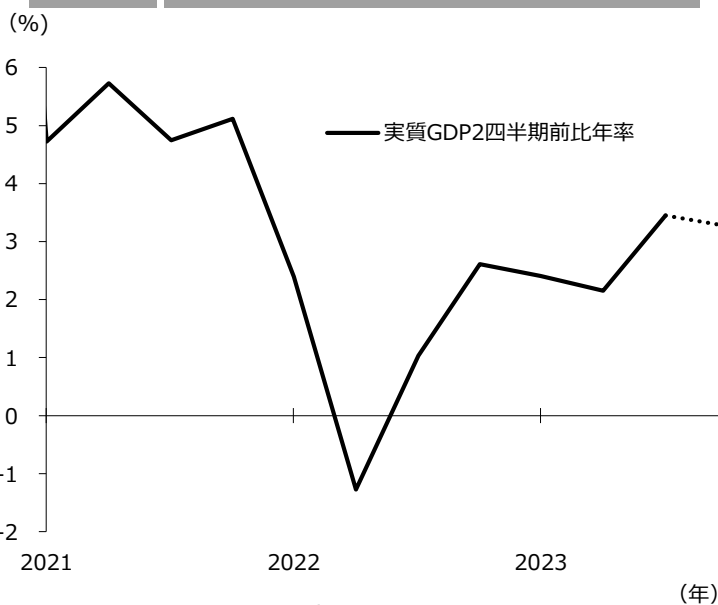
23年後半から長短金利差はかなり縮小し、23年12月からFRBによる利下げ転換に対する期待が強まり、24年1月は約-0.2%ポイントまで長短金利差が縮小して、ゼロに近づいています。長短金利差が今後プラスに転じて上昇すれば、過去の経験則を踏まえると、米国経済の先行きにとって一つの不吉な兆候と言えます。

長短金利差は、景気サイクルを考える上で、有用なシグナルの一つです。ただ、2010年代以降、FRBによる量的金融緩和が繰り返されてきたため、長期金利に低下圧力が強まりました。このため、景気動向をあらわすシグナルとしては、長短金利差の有用性は、以前より低下している可能性が指摘できます。

また、コロナ禍後の景気回復が、産業間のバラツキを伴いながら続いたことに加えて、1980年代以来となる予想外の高インフレが伴った、など異例の経済状況がこれまで続いてきました。米国の経済動向を考えるには、特定の指標に拘らずに、米国経済の状況を俯瞰的に把握することが肝要でしょう。

図表1

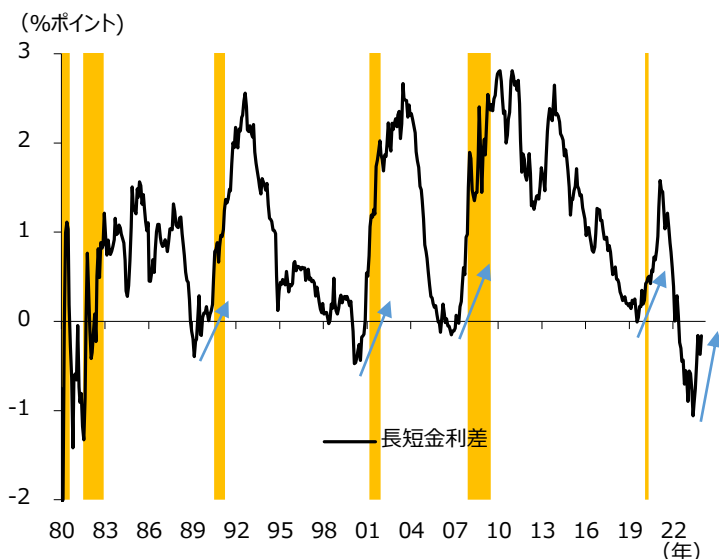
米 実質GDP(2四半期前比年率)



期間：2021年Q1～2023年Q3(四半期)、23年Q4は当社予想  
(出所) 米商務省よりアセットマネジメントOneが作成

図表2

米 長短金利差(10年国債金利-2年国債金利)



期間：1980年1月～2024年1月、月末値、24年1月は1月16日時点、シャドーは景気後退局面  
(出所) BloombergよりアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 銀行の融資姿勢は厳しくなったが、中小企業の資金繰りへの影響は限定的

筆者は、2023年のような2%超の経済成長は難しいにしても、24年も米国経済は大きく減速せず、ソフトランディングが続く可能性が相応に高いと考えています。

一つの理由は、金融引き締めによる景気押し下げ効果は既にピークを過ぎつつある、とみられる点です。22年から1年超にわたりFRBによる急ピッチな利上げが続く中で、銀行の融資姿勢（貸出基準）は厳しくなり、信用仲介が低下することで経済に下押し圧力が強まりました。銀行の融資態度は有力な景気先行指標の一つで、23年半ばまでの銀行の融資姿勢は、過去の景気後退局面に匹敵する厳格化がみられています（図表3）。

ただ、23年に銀行の融資姿勢は厳しくなる中で、中小企業からみた資金繰り（借入が容易か困難か）のサーベイの悪化は限定的に止まっています。23年3月の銀行破綻直後には悪化しましたがその後下げ止まり、23年末時点ではほぼ2014年と同様の資金繰り状況となっています。銀行貸出の推移をみても、銀行破綻後の貸出減少は極めて軽微で、23年後半から中小企業向けの銀行貸出は若干ながらも増加しています。

また、企業向けの銀行の融資姿勢の「厳格化度合いは」、政策金利が高止まる中で、23年10月ころから和らぐ兆しもみられます。これらは、銀行の信用仲介の経路を通じた引き締めは峠を越え、2024年に強まらない可能性を示していると言えるでしょう。

## 労働市場では、人手不足感が一部で強い

ソフトランディングを支えるもう一つの要因は、労働市場の調整が限定的にとどまる点です。2023年の年間を通じて労働市場の減速は続いています。ペースは緩やかで大幅な調整には距離がある状況です。この調整局面において、23年半ばから製造業、小売、輸送、IT関連など景気動向に敏感な産業では、雇用者数の伸びはかなり低くなっています。一方で、医療教育、レジャー娯楽、政府の3部門における雇用増が目立っています。

限られた部門の雇用増加は持続可能ではない、との見方もあります。ただ、政府部門を含めた3部門は、雇用者数全体の約40%を占めます。これらの部門の求人数をみると、2021年のピークから減っていますが、コロナ禍直前（2020年1月）よりも依然として多いためです。特に、医療・教育関連の求人数は、コロナ禍前を大きく上回っており、人手不足が顕著です（図表4）。

コロナ禍からの正常化は続き、米国では移民の数が戻っていますが、それでも労働集約的な分野では人手が足りない部分が残っている、と言えます。人手不足が続く部門における雇用の増加余地が、雇用者数全体の減速を緩やかにするとみられます。金利上昇の悪影響はすでに消費を抑制していますが、雇用が増え続けることが、個人消費を支えるでしょう。

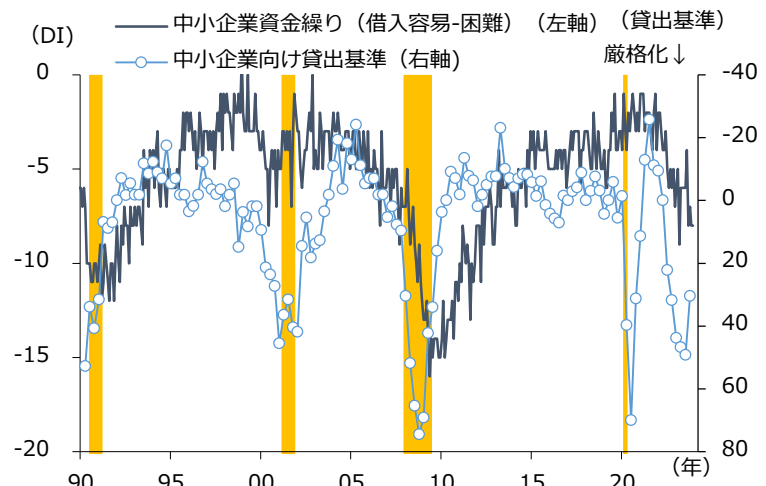
## インフレ抑制が進みFRBの利下げが近づく

更に、2023年後半からインフレ抑制が鮮明になっている点も、米国経済にとっては明るい動きです。12月のFOMC（連邦公開市場委員会）後にパウエルFRB議長は、利下げに転じる可能性について議論を始めたことを、明らかにしました。金融市場では、3月のFOMCから利下げを始めるかについて、予想は揺れ動いています。

FRBの高官からは、早期利下げに対して距離をとる発言も目立ちます。ただ、最近のインフレ指標はFRBの想定よりも抑制ペースが速いとみられるため、3月のFOMCにおける利下げ開始は十分想定される、と筆者は考えています。

図表3

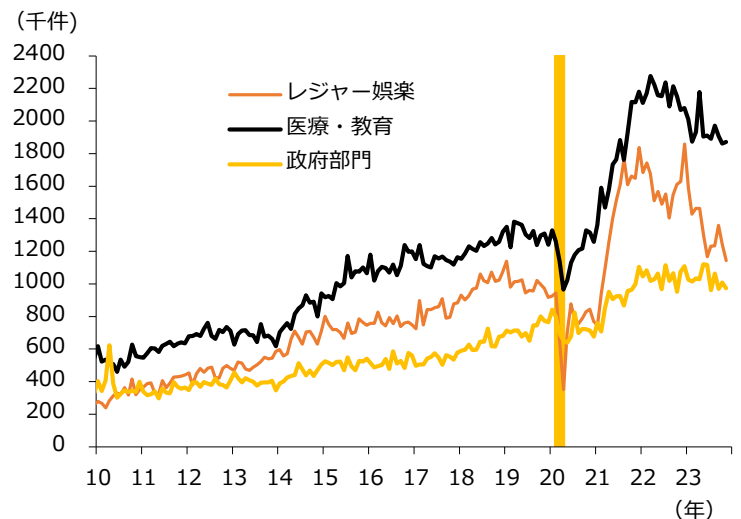
米 中小企業の資金繰りと銀行の融資姿勢



期間：資金繰りは1990年1月～2023年12月（月次）、銀行貸出基準は1990年Q2～2023年Q4（四半期）、シャドーは景気後退局面  
（出所）リフィニティブよりアセットマネジメントOneが作成

図表4

米 求人件数の推移



期間：2010年1月～2023年11月（月次）、シャドーは景気後退局面  
（出所）リフィニティブよりアセットマネジメントOneが作成

米国では、21～22年までの供給・需要双方のショックが複合的に重なり、急ピッチにインフレが高まりました。23年に供給制約が和らいだことで、22年までのインフレの動きが反転、23年半ばからインフレ抑制が急ピッチに進んでいるとみられます。24年も、供給要因に起因するインフレ圧力は、更に弱まる余地があると見込まれます。

インフレ抑制が明確になる中で、FRBの政策発動余地が広がるでしょう。この点も、米国経済の緩やかな減速・ソフトランディングを支える要因になる、と見込まれます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。