

高金利環境下でもなぜ米国経済は堅調なのか

本稿は、PGIMフィクスト・インカムのグローバル・インベストメント・ストラテジストであるGuillermo Felices、米国チーフ・エコノミストのTom Porcelli、グローバル・マクロ経済リサーチ・チームのGeorge Jiranekが4月2日に執筆したブログ“The U.S. Economy’s Remarkable Resilience to Higher Interest Rates”の内容をPGIMジャパン株式会社が要約したものであり、情報提供のみを目的として作成されたものです。

<要旨>

前例のない利上げが実施され、景気制約的な金融政策が続く一方、米国経済は依然として底堅く推移している。これまでにない金融引き締めと米国債利回りの逆イールド化を踏まえ、2023年は米国の景気後退入りが広く予想されていたが、これに反して米国の経済成長は加速した。ここで生じる疑問は、「経済成長と金利の歴史的な関係性は変化したのか?」、仮にそうであれば「どの程度変化したのか?」である。PGIMフィクスト・インカムでは、コロナ禍後の非常に旺盛な需要とサプライチェーンの回復が、経済の金利上昇に対する感応度を低下させたと考えている。こうしたトレンドは2024年には退潮していくのだろうか?それとも2023年の力強い成長が持続するのだろうか?本稿では、底堅い米国経済を下支えしている要因と今後の見通しについて考察する。

今利上げサイクルでは、金利敏感セクターに過去ほどの減速が見られていない

- PGIMフィクスト・インカムが2023年に実施した米国経済の金利に対する感応度に関する検証では、コロナ禍関連の特殊事情により金利上昇の影響が軽減された可能性があることが分かった。つまり、サプライチェーンの回復、前例のない大規模な財政刺激策と消費トレンドの変化などによって需要がコロナ禍前を上回る水準まで押し上げられた結果、歴史的に金利に敏感なセクターは予想よりも金利上昇に反応しなかった。こうしたセクターは、過去の利上げサイクルにおいて10-12%のマイナス成長を記録した一方、今回のマイナス幅は1%程度にとどまった。

一部の金利敏感セクターで見られた、金利上昇下での異例の回復

- PGIMフィクスト・インカムでは、金利感応度の高いセクターの中で、今サイクルにおいて金利上昇に反応したセクターとそうでなかったセクターの分類を試みた。住宅セクターは、予想通り金利上昇とともに住宅投資が大きく減少した。また、産業セクターにおける設備投資が減少したことも予想通りであった。一方、自動車や家具といった、これまで金利上昇に敏感な一部のセクターでは減速が見られなかった。これらのセクターにおける生産と消費は2021年のサプライチェーンの混乱期に大きく落ち込んだが、2022年に米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げを開始すると同時期にサプライチェーンが回復に向かい、生産が加速した。こうした一連のサプライチェーンの混乱と回復が、米国経済の金利上昇に対する耐性を強めたと考えられる。

金利敏感セクターは、今サイクルにおいてFRBの利上げに対して段階的に反応

- しかし、これをもって米国経済が金利上昇に対して敏感に反応しなくなったとは言えない。コロナ禍からの回復という特殊事情を背景に、金利感応度の高い様々なセクターがFRBの利上げに対して異なる調整プロセスで段階的に反応した結果、広範な経済の金利に対する感応度が低下したと考えられる。また、これに加えて、家計の力強いバランスシートや移民の急増も底堅い米国経済の原動力となったことが明らかになっている。

2023年の力強い経済成長は今後も継続するか？

- 米国経済の金利感応度の低下は今後、退潮していくのか？あるいはパラダイムシフトが起こったのか？これに対する答えは、その中間のいずれかの点にあるとPGIMフィクスト・インカムでは考えている。一方で、金利上昇時に見られる通常の関係性は機能していないとは言えず、最終的には一部のセクターがストレスに晒されることになると考えられる。同時に、財政刺激といった永続的な要因によって、今後も経済の金利に対する感応度は低く抑えられ続けるだろう。こうした見方は、我々の米国経済に対する基本シナリオにも反映されている。

上振れ、下振れの両方向に広がる今後の成長見通し

- マクロ経済情勢を予想することは依然として困難である。こうした不確実性を踏まえて、PGIMフィクスト・インカムでは広範なシナリオを考慮している。
- 下振れシナリオとしては、労働市場の減速と金融引き締めを背景とした「景気後退」（発生確率20%と予想）、上振れシナリオとしては、底堅い労働市場が消費者需要を支え、生産性の向上が米国経済のトレンドを上回る成長をもたらす「名目GDP高進」（同15%）や「狂騒の20年代」（同10%）を想定している。
- 基本シナリオは、引き続き、「ウィークフレーション」（同30%）であり、「ソフトランディング」（同20%）がこれに続く。これらのシナリオでは、旺盛な需要、脱グローバル化に伴うサプライチェーンの再構築、潜在的な国防費の増加、エネルギー転換に伴う財政支出などが推進力となってプラスの経済成長がもたらされ、ほんの数カ月前に市場が予想していた以上に長期にわたって高金利環境が維持される可能性がある想定している。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIMフィクスト・インカム、2024年4月2日現在。

留意事項

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した “The U.S. Economy’s Remarkable Resilience to Higher Interest Rates” をPGIMジャパン株式会社が要約したものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIM インクの債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ107395
