

来年も債券投資家は気を緩めるな

今年は米国経済が減速するとの期待が裏切られたが、来年も景気が上振れる可能性がある。

森田長太郎

オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&ブリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で20年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影・大澤 誠



写真：Hiroko Masuoka/The New York Times

米国経済ではようやく景気後退の兆しが見え始めたが、景気刺激要素はなお多い

今

年は本邦投資家も含め、世界的に債券投資家にとって受難の年となった。米長期金利は10月のCPI（消費者物価指数）の落ち着きなどから足元で低下しているとはいえ、10月下旬には10年債金利が一時5%を超えた。昨年末時点での今年末の市場コンセンサス予想は、10年債金利が3・9%（昨年末水準）から3・4%に「低下」とするというものであった（ブルームバーグ集計）。

これだけ大きく予想が裏切られたのは、鈍化したとはいえインフレ率が高止まりしたためだが、なぜ高止まりしたのか。端的にいえば米国の経済成長率が期待したほど減速しなかったからである。第3四半期の7～9月期までの平均成長率は3%超と、2%弱とみられる潜在成長率を大きく上回っている。1年前の時点で、市場は2

023年の米国経済のマイナス成長入りあるいはリセッションを予想していた。

では、なぜ米国のリセッションは回避されたのか。現時点で誰もが納得する明確な解答があるわけではない。しかし、現象的には消費が想定以上に堅調だったということに対して異論はないだろう。消費堅調の要因は、「過剰貯蓄の残存」、「経済再開需要」、「雇用堅調」、「資産効果」など複数の指摘されている。1つに特定することは難しいが、「消費の持続力」に絞っていえば、過剰貯蓄の枯渇が想定より遅れているという点を第一に考えるべきだろう。

過剰貯蓄に関していえば、貯蓄は消費の活発化で機械的に減少するという先入観が予測を誤らせた部分があるように思う。貯蓄をマネーストック（M2などで計測される）で置き換えて見た場合、消費支出の活発化がマネーストックを減少させないことは直観的にも明らかだろう。消費支出はその反対側で企業にとっては売り上げであり、それが所得として家計に還流する限りにおいて、マネーストックは消費によって減少はしない。それでは、マネーストックの増減を左右する大きなファクターは何かといえば、民間の債務増減と

財政収支の増減だ。このうち、民間債務もコロナ後は米国企業が臨時的に資金確保に動いたことで一時的に増加したもの、この期間における急激なマネーストック増加を生んだ主因は間違いなく財政収支赤字の急増であった。

この米国の財政収支赤字のコロナ後の変化を見てみると（ここでは6カ月平均を見る）、20年7月に月額4000億ドルと過去最大に達した後、22年5月にはいったん120億ドルまで縮小したものが、22年11月には再び2100億ドルまで拡大した。この財政赤字の再拡大が、マネー拡大効果を通じて23年の消費と景気を延命させる重要なドライバーになったと考えられる。現在これは再び1400億ドルまで縮小してきているものの、コロナ前の平均的な赤字水準（12、19年平均で月額600億ドル）をまだ大幅に上回っている。米国の財政赤字を通じたマネー創出効果はまだ消失していない。

先行きについても、CBO（米議会予算局）やIMFの予測に基づけば、赤字の縮小ペースは24年以降も極めて緩慢なものにとどまることになっている。バイデン政権は財政再建に積極的ではなく、来年11月の米大統領選挙後の政権が突然財政緊縮方向に転じること

も考えにくい。この長期にわたる米国の緩和的な財政スタンスは、経済成長対比で高めのマネーストック水準を継続させることになり、最終的には消費支出を下支えし続けるだろう。その分、FRBによる金融引き締め効果はオフセットされ、FRBはインフレ抑制において後手に回りやすい状況が続くだろう。

想定される景気刺激3点

今後、想定しておくべき追加的な景気刺激要素としては、現時点で3つを挙げることができる。1つ目は株価と住宅価格が一段と上昇することによる資産効果である。2つ目は長期金利の低下。そして3つ目は、中国経済反転なども含めたグローバル景気サイクルの上振れである。1つ目と2つ目の要素は表裏一体ともいえ、起点にあるのは長期金利の動向である。長期金利が過剰に低下してしまうことがあるのが最大の焦点といえる。それが起きた場合には、一定期間後にインフレ圧力が再燃し、FRBはさらなる引き締め措置を取らざるをえなくなるだろう。そ

れは最終的に長期金利の再上昇をもたらすことにもなる。

一方、今回の米中首脳会談がどの程度の経済的なインプリケーションを持つのかは何ともいえないところだが、悲観論の多い中国経済の状況が24年に若干でも改善することになれば、これはこれで米国経済に過剰な景気刺激効果をもたらす要素にもなりうる。

いずれにせよ、米国で財政マネーの十分な縮小が見られない中では、24年も金利市場は引き続き景気のアップサイドの材料に対する警戒感を緩めるべきではない。今年と同じように大きく期待を裏切られる結果になる可能性（すなわち想定外の金利上昇の可能性）も、まだ十分に残っている。

11月27日～12月3日の経済日程

11月27日(月)

核兵器禁止条約第2回締約国会議

29日(水)

米地区連銀景況報告

(ベージュブック) 公表

米7～9月期GDP改定値発表

30日(木)

10月鉱工業生産・出荷・在庫指数速報発表

11月消費動向調査公表

米10月個人消費支出(PCE)

物価指数発表

ユーロ圏11月消費者物価指数

(速報値) 発表

中国11月製造業購買担当者

景気指数(PMI) 発表

国連気候変動枠組み条約第28回

締約国会議

(COP28、ドバイで12月12日まで)

2025年大阪万博前売り券販売開始

12月1日(金)

7～9月期法人企業統計発表

11月新車販売台数発表