

# 成長率見通し、地方銀行についての懸念、そして力強い米雇用統計



クリスティーナ・フーパー  
チーフ・グローバル・  
マーケット・ストラテジスト

---

2024年2月5日

---

### 【要旨】

- **成長率見通し**：IMFが、主により堅調な米国経済と中国の景気刺激政策を背景に、2024年の世界成長率見通しを2.9%から3.1%に上方修正
- **地方銀行**：ニューヨーク・コミュニティ・バンコプが、商業用不動産ローンの問題を理由に配当金を減額し、市場を驚かせたが、この問題は広がらず概ね収束したと思われる
- **米雇用統計**：米雇用統計は、最も注目される賃金の伸びを含め、端的に言うと非常に強い内容だったが、これは異常値である可能性

---

### 2024年の経済成長率見通しは概ね改善

米地方銀行に関する懸念が投資家にとってのサプライズに

FRBが3月の利下げ予想に水を差す

米雇用は1月に急増

イングランド銀行は利上げバイアスを除去

決算シーズンは引き続き混戦模様

悲観論が中国株の売りにつながる

ジェットコースターのような債券市場

今週の見通し

注目の日程

先週は、経済成長率見通しの修正、地方銀行のサプライズ、米連邦準備制度理事会（FRB）による3月の利下げ観測への冷や水、そして力強い米雇用統計など、マーケット・ウォッチャーにとってめまぐるしい1週間となりました。以下は、先週の主なポイントとその理由となります。

---

## 2024年の経済成長率見通しは概ね改善

国際通貨基金（IMF）は、10月に発表した見通しに一部修正を加えた最新の世界経済見通しを発表しました<sup>1</sup>。

- **世界経済。**2024年の世界成長率見通しは、主により堅調な米国経済と中国の景気刺激政策を背景に、2.9%から3.1%に上方修正されました。IMFはハードランディングの可能性が低下したことを認め、より迅速にデフインフレが進む可能性に言及しました。
- **米国。**2024年の米国成長率見通しは1.5%から2.1%に上方修正されました。これは2023年からの成長鈍化には変わりありませんが、過去の利上げの影響が引き続き景気を圧迫していることから、既に予想されていたことです。
- **ユーロ圏と英国。**2024年のユーロ圏成長率見通しは1.2%から0.9%に下方修正されましたが、それでも2023年成長率見通しの0.5%から改善となります。IMFは、2024年の英国成長率見通しについて0.6%と更に小さいと予想しています。
- **日本。**2024年の日本成長率見通しは、1.0%から0.9%に下方修正されました。これは日本の2023年成長率見通しの1.9%を大きく下回りますが、潜在成長率はまだ上回っています。
- **新興市場国。**2024年の新興市場国成長率見通しは、4.0%から4.1%に上方修正されました。特に注目されるのはアジアの新興市場国と発展途上国で、2024年のこれらの国々の成長率は4.8%から5.2%に上方修正されました。これは、中国の見通しの改善が寄与している可能性があります。2024年の中国成長率見通しは4.2%から4.6%に上方修正されましたが、これは2023年の成長率が予想を上回ったことによる「ゲタの効果」及び、政府支出の増加を反映しています。

---

## 米地方銀行に関する懸念が投資家にとってのサプライズに

先週、ニューヨーク・コミュニティ・バンコプは決算報告で、問題を抱えた商業用不動産ローンと引当金積み増しの必要性から配当を減額し、市場を驚かせました。市場はこのニュースに動揺し、去年の地方銀行ミニ危機は終わっていないのではないかと懸念が広がり、KBW地方銀行株指数は先週7%以上下落しました<sup>2</sup>。

しかし、この問題は広がらず、概ね収束しているようです。ニューヨーク・コミュニティ・バンコプは、商業用不動産ローンへのエクスポージャーが高く、それでいて商業用不動産への引当金比率が低いという点で、かなり特殊でした。また、昨年創設された与信枠（地方銀行のミニ危機を落ち着かせる上で重要な要因となった）がまだ残っており、銀行が必要に応じて利用できるという点も重要です。

---

## FRBが3月の利下げ予想に水を差す

米連邦公開市場委員会（FOMC）は先週会合を開き、政策金利の誘導目標を現在の5.25-5.50%に据え置くことを決定しました。今回で4回連続の据え置きとなります。市場は、良好なインフレデータやニューヨーク・コミュニティ・バンコプの問題に関するニュースがあったことから、3月利下げの可能性について聞けるかと期待しましたが、パウエルFRB議長は、FRBが3月に利下げを開始するのではないかとの見方に冷水を浴びせ、市場にとっては落胆する結果となりました。

しかし私は、パウエル議長の記者会見を前向きに受け止めました。先週の本レポートで述べたように、FRBが3月に利下げを行わないとしても特に問題はないと考えています（3月20日と5月1日に大きな違いはありません）。利下げがいつ始まるかではなく、2024年にどれぐらいの利下げが行われるかが重要であり、利下げ幅はFRBが12月に予想したものよりも高くなると私は見ています。

私は、パウエル議長がFRBの考え方の変化を認めたことも重要だと考えています。FRBは1年前、インフレが十分低下するには米経済データの軟化が必要だと考えていました。しかしFRBは今や米国経済の強さに好感を持っており、インフレ抑制のために経済が弱まる必要はないと考えているようです。他にもいくつか分かったことがあります：

- パウエル議長は、労働市場が予想外に弱まれば、利下げ開始が早まるだろうと認めました。しかし同時にタカ派的なトーンを維持し、インフレがより持続的になれば、利下げ開始時期が逆方向に動く（より遅くなる）可能性もあると述べました。
- また、これまでのところFRBのバランスシート縮小は非常にうまくいっており、3月にバランスシートに関する詳細な議論を開始する予定だと述べました。
- 更に、FRBは利下げと、バランスシート縮小の修正を同じ会合で行う可能性があると付け加えました。パウエル議長は、これらを別々のツールとして考えているようですが、これは歓迎すべきことです。FRBの柔軟性が高ければ高いほど良いからです。

FOMCの会合後、パウエル議長は「60Minutes」というテレビ番組のインタビューに応じ、FOMC記者会見での発言を繰り返し、更に広げました。そこで議長は、3月の利下げが行われる可能性が低いことを改めて述べつつ、より良いデータが必要なのではなく、より多くのデータが必要だと説明しました：「データの内容が良くないと言っているのではない。まだ6カ月分のデータであり、このような良好なデータをより多く見たいだけだ。これまで見てきたよりも良い内容である必要はないし、同程度である必要さえない。ただ良好なデータである必要がある。だから我々は、そういうデータが出ることを期待している<sup>3</sup>」。

---

## 米雇用は1月に急増

米雇用統計は、端的に言うと非常に強い内容でした。1月の非農業部門雇用者数は35.3万人増となり、コンセンサス予想を大幅に上回りました<sup>4</sup>。また12月の非農業部門雇用者数は、21.6万人増から33.3万人増に上方修正されました。失業率は3.7%で横ばいとなりました。

私が注目するのは、平均時給とそれがインフレに与え得る影響です。1月の平均時給は前月比0.6%増、前年同月比4.5%増でしたが、これらは率直に私が見たい数字よりも高過ぎました。これは、おそらく週当たりの平均労働時間が驚くほど短かったことから来る異常値だろうと、私は楽観的に見ています。先週発表された雇用コスト指数で、全体的な報酬の伸びがより小さくなっていることが示されたように、私は、今後の雇用統計ではより緩やかな所得の伸びが見られるだろうと予想しています。

---

## イングランド銀行は利上げバイアスを除去

イングランド銀行（BOE）は、FRBや欧州中央銀行（ECB）と同様、先週の会合で主要政策金利の据え置きを決定しました。また同時に、利上げバイアスを取り去る発言を行いました。ベイリー総裁は、「私にとって重要な質問は、「どの程度抑制的である必要があるのか」から「どの程度の期間このポジションを維持する必要があるのか」に移った」と説明しました<sup>5</sup>。

BOEによる成長率とインフレの見通しの改定に鑑みると、「どの程度の期間このポジションを維持する必要があるのか」という問いに対しては、「それほど長くない」というのが答えになるかもしれません。BOEは、英国消費者物価指数（CPI）の2024年見通しを3.25%から2.75%に、同2025年見通しを2.5%から2.0%に見直しました<sup>6</sup>。見直し前の予想は11月に発表されたばかりだということに留意することが重要です。

---

## 決算シーズンは引き続き混戦模様

先週、いくつかの大手テクノロジー企業の決算が発表されましたが、いくつかの例外を除いて、概ね良好な結果でした。人工知能はいくつかの企業にとって引き続き重要なテーマでしたが、これまでのところ、欧州での業績はより期待外れの内容となりました(欧州はプレッシャーにさらされており、厳しい成長環境を考えれば当然です)。

---

## 悲観論が中国株の売りにつながる

先週、中国株が売られたことに触れないわけにはいきません。これにより、中国株は現在、歴史的なバリュエーション・レンジの下限にあります。言うまでもなく、この状況は売られすぎの感があります。あたかも投資家が、今年の経済成長が予想を上回ったことや、最近の購買担当者景気指数の改善といったポジティブな要素を全て無視しているかのようです。

私たちの見解では、バリュエーションは短期にはほとんど予測できません。株価が上昇するにはきっかけが必要です。そのきっかけとは、政策的支援ではないかと私は考えています。週末に中国の規制当局から、資本市場支援のため追加措置を講じるとの発表が既になされています。

---

## ジェットコースターのような債券市場

先週、債券利回りは乱高下しました。週の初めに、米財務省が2024年1-3月期の国債発行額見通しを下方修正し、市場に前向きな驚きを与えました—1月から3月までの純借入額は、8000億ドル超との前回見通しから、7600億ドルに減少する見通しです<sup>7</sup>。債券発行額の減少が予想されたため、債券価格は上昇しました。米10年物国債利回りは木曜日に3.86%まで低下しましたが、予想を上回る雇用統計を受け、金曜日に4%を超える水準まで反発しました<sup>8</sup>。

最後に、株価は引き続き債券利回りの影響を受けています。債券のボラティリティ上昇により株価のボラティリティも上昇するケースが今後更に見られると予想されますが、こうした状況は、FRBの政策の不確実性により牽引されています。

## 今週の見通し

今週は、重要なデータ発表や市場イベントが少なく、比較的ゆっくりとした週になりそうです。今週の予定は以下となります：

## 注目の日程

公表日	指標等	内容
2月5日	ドイツ総合PMI	製造業とサービス業の景気 の方向性を示す指標
2月5日	ユーロ圏総合PMI	製造業とサービス業の景気 の方向性を示す指標
2月5日	米国ISM非製造業PMI	400社以上の非製造業（ま たはサービス業）の購買・供給担 当者を対象とした調査に基づく 経済指標
2月5日	オーストラリア準備銀行 決定会合	金利の道筋に関する最新の 決定を発表
2月7日	カナダ銀行議事要旨	金利の道筋に関する最新の 決定を発表
2月7日	米国消費者信用残高	個人に供与された与信残高を 報告
2月7日	中国CPI	インフレの動向を示す
2月9日	カナダ雇用統計	労働市場の健全性を示す
2月9日	ドイツCPI	インフレの動向を示す

1. 出所：“Moderating Inflation and Steady Growth Open Path to Soft Landing”、世界  
経済見通し改訂版、2024年1月
2. 出所：ブルームバーグ、2024年2月2日
3. 出所：ジェローム・パウエル：2024年60分インタビュー全記録、CBSニュース、2024年2月4日
4. 出所：米労働統計局、2024年2月2日
5. 出所：“Bailey speaks after Bank of England holds rates at 5.25%”、ロイター、2024年  
2月1日
6. 出所：金融政策報告書－2024年2月、イングランド銀行、2024年2月1日
7. 出所：“Treasury Announces Marketable Borrowing Estimates, US Department of  
the Treasury”、米財務省、2024年1月29日
8. 出所：ブルームバーグ、2024年2月2日

---

### 当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

---

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会