



2024年3月

今月のトピック

米国の高い回復力の裏に隠れた脆弱性 に関する6つの質問

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



今月のトピック

米国の高い回復力の裏に隠れた脆弱性に関する6つの質問

MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL
MACROECONOMICS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

ANNALISA USARDI, CFA

SENIOR ECONOMIST -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

重要ポイント

米国経済には減速の兆しが見られている。利益率や景気先行指数の低下は、今後数四半期における景気減速の可能性を示唆している。

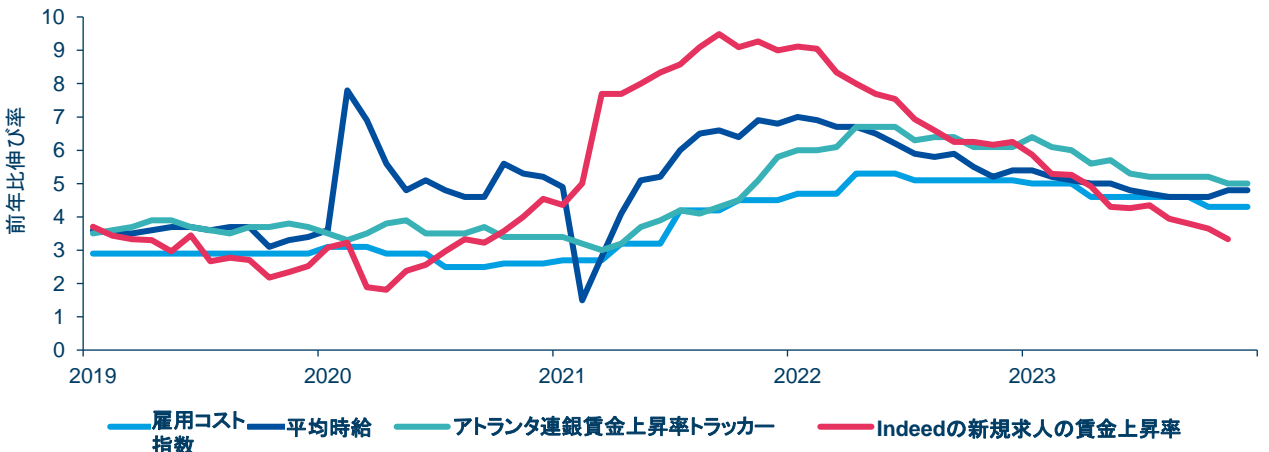
クレジットカードや自動車ローンの延滞率の上昇は、特に若年層や低所得世帯における経済的ストレスの増大を示唆している。

抑制的な金融政策と高い住宅ローン金利の影響で住宅市場は低迷しているが、この傾向は2024年も続くだろう。

米国経済指標は、最近においても、依然、インフレの粘着性の高さを示唆しているか？1月の輸入物価、生産者物価、ヘッドラインCPI、コアCPI、PCEデフレーターなどの指標を見ると、いくつか上方サプライズがあった。しかし、これらは、昨年と同様、通常の季節調整では十分に対応されていない季節要因によって物価が押し上げられたものと考えられる。コア・サービス・インフレの一部は依然として旺盛な内需によって支えられているが、住居、特にサービス・インフレの主要部分である家賃の上昇率の低下に伴い、コア・ディスインフレは年内は継続すると予想される。

米国経済は2024年も回復力を維持できるか？消費はどうか？1月の小売売上高が低下し、11月と12月の数値も下方修正されたことは、個人消費が下振れする可能性を示唆している。ミシガン州の消費者信頼感指数など、いくつかの調査データは6ヶ月ぶりに低下した。しかし、一部の低下は、年末年始での消費増の反動と思われる。実質での余剰貯蓄は、インフレ指数には反映されていない物価高と借入コストの増加によって抑制されつつあるとアムンディは考えており、これが今後の消費のさらなる減速につながると予想している。

賃金の伸びは、より正常な水準に向かって緩やかに低下すると予想



出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、労働統計局、Indeed、アトランタ連銀。データは2024年2月29日現在。ECI=雇用コスト指数、AHE=全従業員の平均時給。



家計の借入コストの上昇の最近の傾向は？ ニューヨーク連銀の報告書によると、クレジットカードと自動車ローンの延滞率は上昇し続けている。これまでのところ、余剰貯蓄の取り崩しが消費を支えてきたが、米国の家計では負債も増えており、それらのローンの一部は延滞に陥っている。特にクレジットカードと自動車ローンでの延滞は、コロナ前の水準を超えてきており、昨年第4四半期には、クレジットカード残高の約8.5%、自動車ローンの7.7%が延滞となった。この増加傾向は、特に若年層や低所得世帯における経済的ストレスの増加を示唆しており、金利の上昇により毎月の支払額が増加し続け、購買力に悪影響が及ぶ可能性がある。

労働市場をどう評価しているか？ 労働市場は複雑なシグナルを発している。雇用者数は上振れのサプライズとなったが、失業率においては歴史的な低水準が継続している。景気循環上の雇用の鈍化と週所定労働時間の減少（現在はコロナ以前の水準に戻っている）は、労働需要の鈍化を示す証拠であるとアムンディは見ている。実際、低い労働参加率によって、十分な労働力が供給されず、そのため、企業が人員削減を遅らせている可能性がある。しかし、労働市場における労働者の行動は変化している。離職率は低下しているが、これは労働者が転職をより困難と感じていることを示唆しており、実際、多くの労働者が2つ以上の仕事を兼職している。このことは、今後の雇用の伸びが弱まり、賃金の伸びも弱まることを示している。

賃金の伸びはどのように推移すると見ているか？ アトランタ連銀が計測した賃金上昇率はピークから大幅に低下している。また、Indeedの新規求人における賃金上昇率は2019年のレンジに戻っており、賃金上昇率の正常化が続いていることを意味している。

今後の大幅な景気減速を示す兆候は他にあるか？

先行指標： コンファレンス・ボードの景気先行指数は1月に22ヵ月連続で低下し、景気後退を示唆し続けている。この指標は、景気後退が目前に迫っている可能性を指摘している。通常であれば、より早期の景気後退が予想されたところであるが、今回は、家計の余剰貯蓄に加え、失業率が低いことが、財政政策の効果を異常に高めたと考えられる。

鉱工業生産の停滞： コンピューターや防衛関連の生産が好調で、増加傾向にある一方で、製造業全体の生産は悪化しており、特に消費者向けビジネスでの悪化が顕著となっている。地区連銀製造業景況感指数は依然低下傾向にあり、最新の製造業ISMは16ヵ月連続で50を下回り、製造業の低迷が長期化していることを示している。

利益率の低下： 利益率の低下（FactSetによるS&P500など）は、企業が不採算投資や不要なコストを削減するインセンティブとなる。また、米国の雇用の約40%を占める中小企業の収益見通しが弱く（NFIB調査）、景気後退局面にある。このため、非住宅投資、設備投資、雇用が減少する可能性が高い。

国内総生産(GDP)と国内総所得(GDI)の比較： 実質GDPの伸びは再加速しているが、需要を牽引すべき実質GDIは7四半期にわたって横ばいであり、これは非常に異例なことである。GDPとGDIの乖離は、需要が、借入と貯蓄の取り崩しに依存する傾向が強まっていることを示唆している。

抑制的な金融政策： 住宅ローン金利の高騰により、2023年の住宅市場動向（売買取引）は20年ぶりの低水準となった。2024年には回復するとの見方もあるが、30年物住宅ローン金利は再び7%を超えた。住宅動向はおそらく回復するだろうが、非常に低いベースからの回復となる。

労働市場は、週平均労働時間の減少、低水準の労働参加率、求人と雇用の減少など、減速の兆しを見せている。

景気先行指標、鉱工業生産、地区製造業指標はすべて、景気減速の可能性を示している。



アムンディのアセットクラス見通し

今月の注目

- **米国のメガキャップ**：メガキャップについては懐疑的であり、米国バリューを含め、このセグメント以外にも投資機会があると考えます。グローバル・グロースについてはほぼ中立。
- **英国債**：ヘッドライン・インフレ率は急速に低下する見込みで、BOE金融政策委員会では利下げ派が多数を占めている模様。したがって、アムンディは英国債にややポジティブな見方をしている。

株式

地域	1ヶ月での変化	--	-	=	+	++	ファクター	1ヶ月での変化	--	-	=	+	++
米国				◆			グロース				◆		
欧州				◆			バリュー					◆	
日本					◆		小型				◆		
新興国						◆	クオリティ						◆
中国				◆			低ボラ				◆		
除く中国					◆		モメンタム				◆		
インド					◆		高配当					◆	

債券および通貨

国債	1ヶ月での変化	--	-	=	+	++	クレジット	1ヶ月での変化	--	-	=	+	++
米国					◆		米国 投資適格債				◆		
欧州中核国				◆			米国 ハイイールド債			◆			
欧州周縁国				◆			欧州 投資適格債					◆	
英国					◆		欧州 ハイイールド債			◆			
日本			◆										
新興国債券	1ヶ月での変化	--	-	=	+	++	通貨	1ヶ月での変化	--	-	=	+	++
中国国債				◆			米ドル					◆	
インド国債				◆			ユーロ			◆			
ハードカレンシー債券					◆		英ポンド			◆			
現地通貨建て債券					◆		円					◆	
新興国社債					◆		人民元			◆			

▼ 前月比で引き下げ
▲ 前月比で引き上げ

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2024年2月時点。ユーロベースの投資家に対する見解。本資料は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の事象の予想や将来の結果を保証するものではありません。本情報は、読者が調査、投資助言、または特定のファンドや証券に関する推奨として依拠すべきではありません。本情報は厳密には例示および教育目的であり、変更される場合があります。本情報は、アムンディ商品の現在、過去または将来の実際の資産配分やポートフォリオを表すものではありません。



アムンディの予想

マクロ経済予想

2024年3月現在のマクロ経済予想						
年間平均, %.	実質GDP成長率、前年比			インフレ率(CPI), 前年比, %.		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
先進国	1.6	1.1	1.2	4.7	2.5	2.1
米国	2.5	1.8	1.1	4.2	2.7	2.1
ユーロ圏	0.5	0.2	1.0	5.4	2.4	2.1
ドイツ	-0.1	0.1	0.9	6.1	2.4	2.2
フランス	0.9	0.5	1.3	5.7	2.7	2.0
イタリア	0.7	0.5	1.1	5.9	1.5	2.2
スペイン	2.5	1.3	1.5	3.4	2.8	2.2
イギリス	0.1	0.0	1.0	7.5	2.5	2.3
日本	1.9	1.1	1.5	3.3	2.0	1.4
新興国	4.3	3.7	3.7	5.8	5.4	4.0
中国	5.2	3.9	3.4	0.2	0.2	0.2
インド	7.7	6.3	6.0	5.7	5.4	6.0
インドネシア	5.0	5.1	4.8	3.7	3.1	3.9
ブラジル	2.9	1.8	2.2	4.6	3.7	3.6
メキシコ	3.2	1.7	1.9	5.6	4.5	3.8
ロシア	3.2	1.6	2.0	6.0	6.4	4.5
南アフリカ	0.5	1.0	1.3	5.9	4.8	3.5
トルコ	4.1	2.8	3.6	53.4	59.0	29.0
世界	3.2	2.7	2.7	5.3	4.3	3.2

中央銀行の政策金利予想, %.					
	2024年3月	アムンディ 2024年第2四半期	コンセンサス 2024年第2四半期	アムンディ 2024年第4四半期	コンセンサス 2024年第4四半期
米国*	5.50	5.25	5.10	4.50	4.50
ユーロ圏**	4.00	3.75	3.70	2.75	3.00
イギリス	5.25	5.00	5.10	4.00	4.50
日本	-0.10	0.00	0.09	0.00	0.27
中国***	3.45	3.25	3.30	3.25	3.20
インド****	6.50	6.50	6.40	6.00	6.00
ブラジル	11.25	9.75	9.75	8.75	9.00
ロシア	16.00	16.00	15.05	12.00	11.50

出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート。予想は2024年3月7日現在。CPI:消費物価指数。*:FRBの目標レンジ上限。**:預金金利。***:1年物ローンプライムレート****:レポレート。2024年第2四半期は2024年6月末、2024年第4四半期は2024年12月末。



アムンディの予想

金融市場予想

債券利回り

2年債利回り予想, %.

	2024年3月	アムンディ 2024年第2四半期	フォワード・レート 6ヶ月後	アムンディ 2024年第2四半期	フォワード・レート 12ヶ月後
米国	4.56	3.80-4.00	4.20	3.70-3.90	4.03
ドイツ	2.89	2.30-2.50	2.47	1.90-2.10	2.21
イギリス	4.29	3.60-3.80	3.91	3.40-3.60	3.84
日本	0.18	0.10-0.20	0.24	0.10-0.20	0.28

10年債利回り予想, %.

	2024年3月	アムンディ 2024年第2四半期	フォワード・レート 6ヶ月後	アムンディ 2024年第4四半期	フォワード・レート 12ヶ月後
米国	4.21	3.70-3.90	4.17	3.80-4.00	4.18
ドイツ	2.41	2.20-2.40	2.37	2.00-2.20	2.35
イギリス	4.11	3.80-4.00	4.06	3.70-3.90	4.09
日本	0.72	0.80-1.00	0.83	0.80-1.00	0.92

為替レート

	2024年3月	アムンディ 2024年第2四半期	コンセンサス 2024年第2四半期	アムンディ 2024年第4四半期	コンセンサス 2024年第4四半期
ユーロ/米ドル	1.09	1.08	1.09	1.14	1.11
ユーロ/円	162	154	159	154	156
ユーロ/英ポンド	0.85	0.87	0.86	0.87	0.87
ユーロ/スイスフラン	0.96	0.96	0.97	1.01	0.98
ユーロ/ノルウェー・クローネ	11.39	11.28	11.20	11.31	11.12
ユーロ/スウェーデン・クローナ	11.20	11.37	11.20	11.46	11.13
米ドル/円	148	142	145	135	139
豪ドル/米ドル	0.66	0.65	0.67	0.70	0.69
ニュージーランド・ドル/米ドル	0.62	0.60	0.62	0.63	0.64
米ドル/人民元	7.19	7.10	7.15	7.00	7.06

出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート。予想は2024年3月7日現在



AII* CONTRIBUTORS

SERGIO BERTONCINI

SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

POL CARULLA

INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

UJJWAL DHINGRA

INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

SILVIA DI SILVIO

CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

PATRYK DROZDIK

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

DELPHINE GEORGES

SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

GIAUSA GABRIELE

JUNIOR MACRO STRATEGIST

KARINE HERVÉ

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

SOSI VARTANESYAN

SENIOR SOVEREIGN ANALYST

CHIEF EDITORS

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

GROUP CIO

MATTEO GERMANO

DEPUTY GROUP CIO

EDITORS

CLAUDIA BERTINO

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT

HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

DEPUTY EDITORS

FRANCESCA PANELLI

INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

TRISTAN PERRIER

MACROECONOMIST AND INVESTMENT INSIGHTS SPECIALIST

GIANLUCA GALLARATE

INVESTMENT INSIGHTS & PUBLISHING

DESIGN & DATA VISUALIZATION

CHIARA BENETTI

DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

VINCENT FLASSEUR

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

* Amundi Investment Institute

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 8 March 2024. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 11 March 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

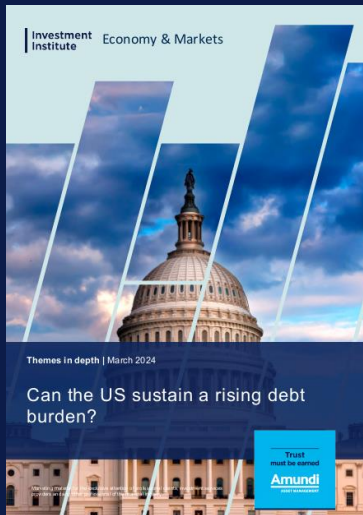
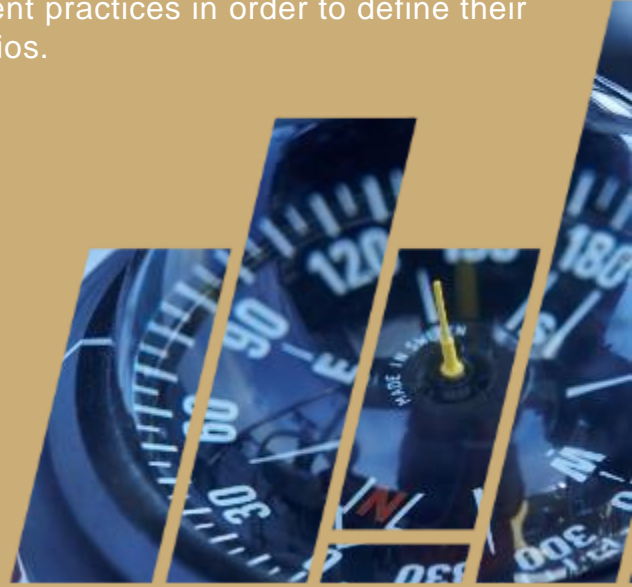
Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus – Matthias Clamer.



Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Institute. Its aim is to produce and disseminate research and **Thought Leadership** publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.



Get the latest updates on:

-  Geopolitics
-  Economy and Markets
-  Portfolio Strategy
-  ESG Insights
-  Capital Market Assumptions
-  Cross Asset Research

[Visit our Research Center](#)



Visit us on



本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第350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

日本証券業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会