

# 米金利が高止まったまま、米株高と高成長は続くか

## Topics

- ▶ 米金融市場では、金利が年初から上昇する中で、株高基調は崩れない。金利が高止まったまま、米経済の高成長と株高が続く、1990年代後半のような状況が再来する可能性が意識されている。
- ▶ 政策金利が5%台で推移した1990年代後半は、技術革新の広がりとともに企業の設備投資拡大が高成長をもたらした。ただ23年まで米企業は投資支出の抑制が続き、1990年代後半のような高成長や労働生産性の高まりが起こる兆候は限定的。金利高止まりと株高（高成長）が長期間続くのは確率30%のサブシナリオ。
- ▶ FRBなどの想定どおりに、これまでの引締めで経済成長が減速、インフレも鈍化するのがメインシナリオ。この場合、金利高止まりと株高は長続きしないだろう。

シニアエコノミスト 村上 尚己

## 金利上昇と株高の共存は長引くか

2024年に入っても、米国経済の底堅い成長が続いています。23年後半に米国経済は個人消費を中心に2%を大きく上回る成長となった後、24年も潜在成長率に近い経済成長で推移しているとみられます。22年までの高インフレはピークアウト、24年に入りインフレ指標は再び上振れましたが、経済は過熱・失速もしない状況と言えます。

こうした中で、米国の金融市場では、24年1月から、株高が続く一方で、長期金利が4%台で緩やかに上昇しています（図表1）。23年までは長期金利が4%を超えると、金利上昇が株安を招いていましたが、24年に入り金利と株式市場の関係が変わりつつある可能性があります。

米金利が4-5%で高止まりしたまま、株高が続くのであれば、高金利が続いても経済は減速せずに、業績拡大が続くことを意味します。これは、筆者を含めた多くのエコノミストが想定するソフトランディングではなく、高成長が続く中でインフレ減速が滞り、金利の高止まりが長引くシナリオです。

23年以降の株高を牽引したビッグテック企業群のバランスシートが健全であることなどから、金利上昇の悪影響は限られるとの見方があります。であれば、株高で金融環境がより緩和化して景気刺激的に作用する経路が強く働き、金利が高止まったままでも経済が減速しない可能性がでてきます。この場合、FRB（米連邦準備制度理事会）による利下げが後ずれ、政策金利が長期間5%台で高止まるシナリオが考えられます。

## 高金利で株高が続いた1996年～2000年

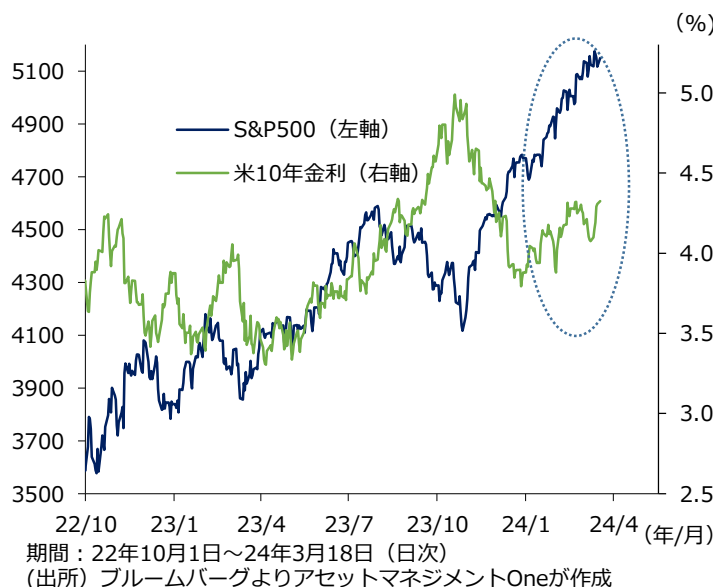
5%台まで上昇したFF金利が数年にわたり高止まったケースは、1990年代後半にみられました（図表2）。FRBは95年に利下げに転じたあと、2000年まで政策金利は5～6%前後で推移。当時、IT・ドットコム関連株中心にブーム的に株式市場が上昇、また労働生産性も高まり、4%前後の経済成長が続きました。

1990年代後半以降のように、今後、金利高止まりが続く中で、高成長とブーム的な株高が続く状況が訪れるのでしょうか。以下では、中期的なシナリオ分析を行います。

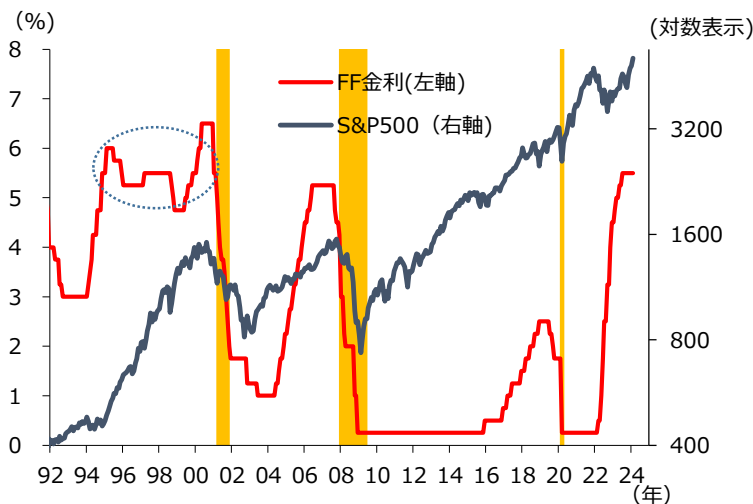
1990年代後半と同様に、金利高止まりと経済の高成長が続く展開は、可能性が低いサブシナリオ（生起確率30%）と見込みます。メインシナリオ（同60%）は、今後の金利低下とともに経済の安定成長が続くシナリオです。また、可能性はかなり低い10%のリスクシナリオでは、経済失速で株価が下落、それに対する対応でFRBが大幅に利下げを余儀なくされるシナリオを想定しています。

次ページへ続く

図表1 米国株と米国長期金利の推移



図表2 FF金利とS&P500の長期推移



※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。

## 金利上昇で個人消費に減速の兆し

1990年代後半のように金利が高止まる中で株高が長期間続く展開は、可能性が高くないサブシナリオと考えています。一つの理由は、23年半ばまでの金利上昇が、経済成長の勢いを弱める効果が、表れつつあることです。

パウエル議長など多くのFRB高官が想定するように、現在のFF金利は抑制的な水準との認識には、相応に説得力があります。米国の潜在成長率が2%程度で、既に完全雇用に近い状況です。労働生産性の大幅上昇を想定しなければ、4-5%のFF金利は経済成長を抑制するとみられます。

実際に、金利上昇の影響から、個人消費支出などにブレーキがかかり、個人消費は24年初から減速、労働市場でも失業率が4%近くまで上昇するなど緩やかな調整が始まる兆しがあります。既に、若年世代や低所得者などで、クレジットカード債務などの延滞率が上昇しており、高金利に起因する引締めへの支出抑制効果が広がっています。

このため、24年末にかけてFRBの利下げで、経済成長が支えられる。これを可能性が高いメインシナリオと位置付けています。年央からFRBが緩やかに利下げに転じる中で、米国経済は安定します。であれば、1990年代後半のように、高金利と株高が長期にわたり続かないこととなります。

## 企業の設備投資は安定、投資姿勢は依然慎重

企業部門に目を転じると、金利上昇などの抑制効果は、家計ほど明確には表れていません。政府からの補助金支出で製造業の工場投資が活発化する中、企業の設備投資は22年から、4-5%程度の安定した伸びが続いています（図表3）。

営業利益などとのバランスで設備投資をみても、営業キャッシュフロー以下の水準に、設備投資は抑制されていました（図表4）。設備投資の先行指数の耐久財受注などは、総じて横ばいで推移しており、企業の投資行動は積極化していません。

コロナ後の経済状況や政治情勢に対する、経営者の不確実性の高まりなどが、22年以降企業の支出行動を慎重にさせていた可能性があります。更に、2010年代以降のグローバル化の反転で、中国などの新興国経済の停滞とともに貿易活動にブレーキがかかりました。グローバル企業の成長フロンティアが伸びない環境変化が、米企業の設備投資を抑制した可能性があります。

企業の投資・支出意欲が高まらない中では、個人消費の減速がGDP成長率低下に直結するので、緩やかに経済成長が減速するメインシナリオの可能性が高まります。

## 30%想定できる軽視できないサブシナリオ

ただ仮に、これまで慎重だった、企業の投資意欲が強気に転じ、1990年代後半のように設備投資が増えれば、金利高止まりが続いても、経済の高成長が長引く可能性がでてきます。

1990年代後半に、企業の設備投資は年率10%ものペースで拡大しました（図表3）。PCやインターネットサービスの広がりとともに関連する設備投資が増えて、企業の期待成長率が高まるとともに、労働生産性の上昇が観測されました。当時のように企業の投資意欲が積極化すれば、金利の高止りが続いても、経済の高成長が実現し得ます。

実際には、先述したとおり足元の企業の投資行動は、FRBの利上げが始まる以前から慎重なままで、企業による投資積極化の兆候は僅かです。また、生成AI関連投資が影響するとみられる知的財産投資についても、21年以降総じて安定した伸びに留まっています。

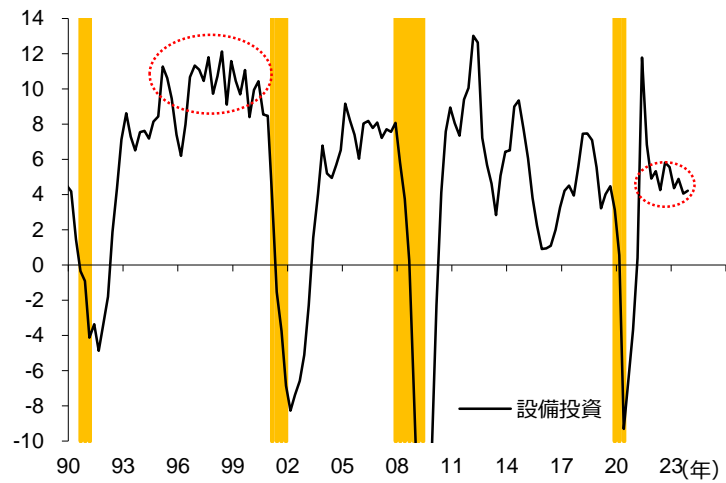
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※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。

図表3

米 設備投資の推移

(前年比%)

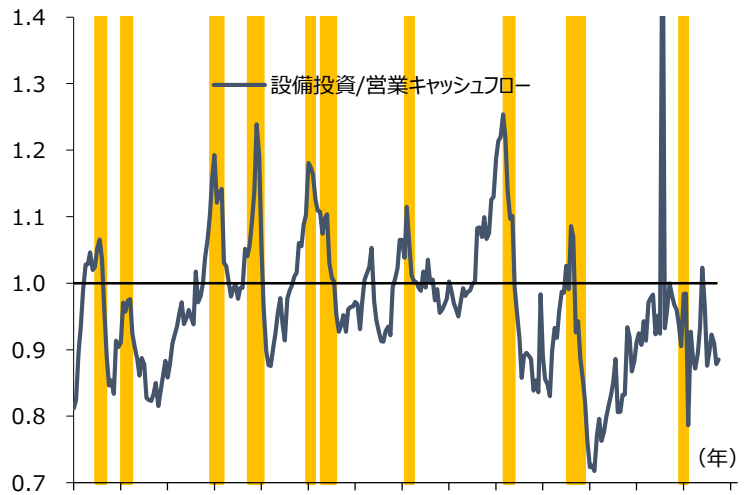


期間：1990年Q1～2023年Q4（四半期）、（出所）ブルームバーグよりアセットマネジメントOneが作成、シャドウは景気後退局面

図表4

米 設備投資/営業キャッシュフロー比率

(倍)



期間：1955年Q1～2023年Q4（四半期）、（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、シャドウは景気後退局面、非金融部門

ただ、コロナ克服とリセッション懸念の払しょく、新たな技術革新に伴う投資需要の広がりとともに、今後、企業の支出行動が積極化するシナリオは軽視できないでしょう。24年11月に大統領選挙が終われば政治情勢に関する、経営者の不確実性が低下する可能性があります。現時点で、メインシナリオとまでは言えませんが、30%程度は期待できる、軽視できないサブシナリオと位置付けられるでしょう。

サブシナリオの場合、株式・債券など金融市場はどうかでしょうか。政策金利は5%前後での高止まりが続く中で、経済成長が途切れず株高が続くでしょう。

FRBによる利下げ期待は株高要因にならないので、株式市場では、企業業績動向の株価への影響がより大きくなります。このため、企業の決算発表の前後に、株価が上昇する場面が増えると考えられます。

# 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。

## 【当資料で使用している指数について】

- 東証株価指数の指数値および東証株価指数にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。
- S&P 500 種株価指数は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC またはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングス LLC またはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ストックス・ヨーロッパ 600 指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はストックス・リミテッド社に帰属します。
- MSCI エマージング・マーケット・インデックス、MSCI オールカントリー・ワールド・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は MSCI Inc. に帰属します。また、MSCI Inc. は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- Nasdaq®、NASDAQ-100 Index® は Nasdaq, Inc. (Nasdaq, Inc. およびその関連会社を「Nasdaq 社」と総称します。) の登録商標であり、これを利用するライセンスがアセットマネジメントOne株式会社に付与されています。