



## 中空 麻奈の 飛耳長目 クレジット編

*BNPP Sales Commentary, Not Research*

### 米国景気の上振れリスク

中空 麻奈 (BNPパリバ証券 グローバルマーケット統括本部 副会長)

Markets360 の Andrew Husby, CFA (Senior Economist, US) による『US Q4 2024 GDP: Better than it looks, adds upside risk to Q1 (1月30日付)』の抄訳である

- 2024年第4四半期のGDP統計は、季節調整済み前期比年率2.3%という表面的な成長率(当社予測:2.4%、コンセンサス予想:2.6%)が示唆したよりも力強く、2025年前半も勢いが続くという当社の見方を裏付けている
- 統計の詳細を見ると、第1四半期のGDP成長率に関する現在の当社予測(2.5%)には上振れリスクがある。消費の力強い勢いが今四半期に一部持ち越されるとみられるほか、第4四半期の成長を下押しした特殊要因が後退する可能性が高いためだ
- 今回の統計は、Fedが(当社の考えでは来年まで)かなりの期間にわたって金利を据え置くという当社の見方と非常に整合的である

表面的な数字が示すよりも力強い：米国の2024年第4四半期のGDP統計は、内需が前期比3.1%の堅調なペースで拡大したことを反映し、中でも個人消費は2023年第1四半期以来の高い伸びで2024年を締めくくった。個人消費の4.2%というペースでの拡大が2025年第1四半期にも繰り返される可能性は低い(特に、自動車への消費支出は第4四半期に目覚ましく増加した後で減少に転じると予想される)。だが、他の特殊要因(在庫と航空機は第4四半期のGDPの大きな足かせとなった)の反転が予想されることから、リスクは第1四半期の成長率が現時点での当社の基本予測である2.5%よりも高くなる方向に傾いていよう。

目先的には、賃金所得と雇用の堅調な伸び、資産効果、企業調査と消費者調査に見られる選挙後の楽観の兆しを踏まえると、経済活動は底堅い上向きの軌道を維持する公算が大きい。

今後については、当社の分析では、トランプ政権の政策措置の全体的な組み合わせは物価を押し上げるとともに米国の経済活動を抑制すると予想され、成長率は2025年後半には2%を下回るだろう。当社は、第1四半期のGDP成長率に対するリスクについては概ね上振れ方向にあるとみている。ただし一様ではないことには注意したい。

- 上振れ方向では、在庫と貿易の反転が当社の予想よりも大きくなる可能性があるほか、消費者が関税を見越して消費を前倒しすることが考えられる。
- 下振れ方向では、山火事による第1四半期のGDP成長率への影響が、当社が暫定的に想定している0.1-0.3%ポイントを超える可能性がある。当社は引き続き連邦政府職員の新規雇用凍結を注視しているが、これが目先に重大なマクロ的影響を及ぼすとは予想されない。一方、移民政策による潜在的な足かせと、信頼感、個人消費、生産への波及的影響は当社の予想を上回る公算がある。
- 大統領令や移民政策措置を踏まえて、当社は非正規移民の純流入者数に関する予想を半分(今年15万人)に引き下げている。
- 関税の動向、すなわちその規模と範囲は上下両方向のリスクになる。

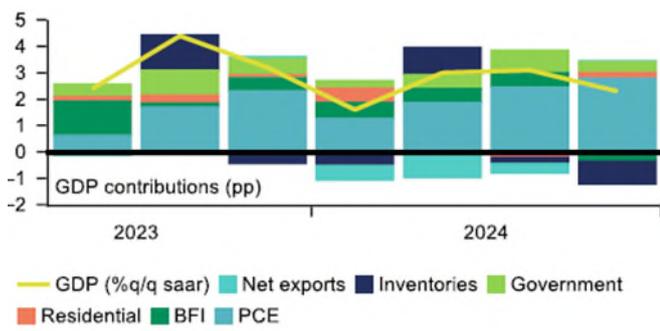
金利の据え置き：総合的に見て、今回のGDP統計はフェデラル・ファンド(FF)金利の足元の水準が特に引き締めたのではないことを示すさらなる証左だ。統計の詳細と労働市場が安定化している兆候を考慮すると、第4四半期のGDP統計は、Fedが(当社の考えでは来年までの)長期間の金利据え置きに備えているという当社の見方を裏付けている。

主な詳細：

- 個人消費は4.2%増加した。耐久財消費（12.1%増）と、サービス消費（3.1%増）が当社の推定よりも力強く拡大したことが押し上げ要因となった。新車販売台数は10-12月に3ヵ月間の販売数としては2021年以来の高さを記録して2024年を終えた。
- 在庫積み増しが鈍化し、成長率を0.9%ポイント下押しした。
- 米ボーイングのストライキの結果、航空機投資が減少したことがGDP成長率をさらに0.3%ポイント押し下げた。この項目が、企業の設備投資の年率7.8%の減少の大部分を占めた。当社はすでにこの項目の回復を第1四半期の予測に織り込んでいるが、回復の規模はさらに大きくなる可能性がある。
- 国内民間最終需要（貿易と在庫を除くGDP）の伸びは当社の予想と一致する3.1%で、基調的なモメンタムをより正確に反映している。
- 政府セクターの支出は成長率に0.4%ポイント寄与し、連邦支出と州/地方支出の寄与は比較的均衡していた。

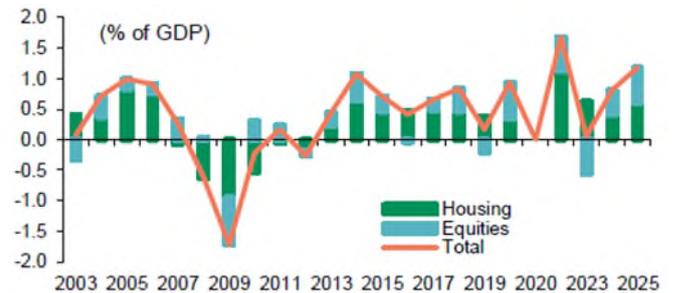
カリフォルニア州の山火事による第1四半期のGDPの押し下げは小幅にとどまる見通し：第1四半期のGDP成長率に関する当社予測では、カリフォルニア州の山火事による若干のマイナス寄与を織り込んでおり、年率GDP成長率が0.1-0.3%ポイント下押しされると推定している。また、今回の災害は雇用者数も減らす可能性があり、1月の非農業部門雇用者増加数は1万4000人から2万7000人押し下げられると推定される。もっとも、こうした影響は一時的なものに終わる公算が大きく、Fedの経済に関する考え方には影響しないだろう。

図表 1: GDP 寄与度



出所: BEA, Macrobond, BNP パリバ

図表 2: 資産効果が大きい



出所: BEA, ブルームバーグ, BNP パリバ



この文書は有価証券・外国為替等の購入、売却その他の取引を勧誘し、または推奨するものではありません。ご提供いたします情報は、十分信頼できる情報源に基づいておりますが、BNPパリバ証券株式会社は、情報の正確性および完全性について、保証はいたしません。本資料に記載された意見は表記の日付時点での弊社の判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。弊社または弊社の関連会社は本資料に記載された有価証券・外国為替等（デリバティブを含みます）について、自己勘定でまたは他人の委託を受けて売買を行うことがあります。本資料を使用することにより生ずる、直接または間接のいかなる種類の損失に対しても、弊社は責任を負いかねます。この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものです。投資に関する最終決定はお客様ご自身でなさるようお願い申し上げます。

#### （金融商品取引法第37条に定める事項の表示）

金融商品取引を行うにあたっては、各金融商品等に所定の手数料等（たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなリスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産等の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります（お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていないため算出できません。）。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、金融商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/BNPパリバ証券株式会社（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2521号）

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### （無登録格付に関する説明書）

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

#### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

#### 格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス格付グループの呼称：  
ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：  
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第2号）

S&Pグローバル・レーティング格付グループの呼称：  
S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：  
S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第5号）

フィッチ・レーティングス格付会社の呼称：  
フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：  
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

#### 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について



ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト (<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>) の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載されております。

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ (<http://www.spglobal.co.jp/unregistered>) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」 (<http://www.spglobal.co.jp/ratings>) に掲載されております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ (<http://www.fitchratings.co.jp/web/>) の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

### 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズ：ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

S&P：S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

フィッチ：フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。

© BNP Paribas (2025). All rights reserved.

