

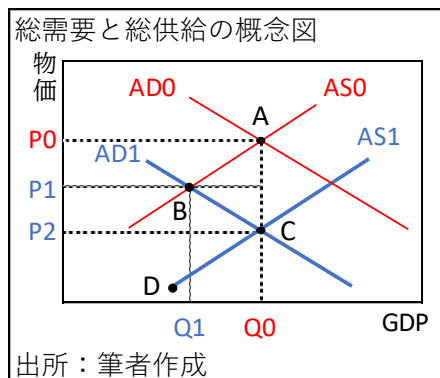


米国経済がソフトランディングするための 総需要と総供給の複雑な条件

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

米国経済の見方が混乱している。通例であれば、経済が良い方向に向かうには、全ての景気指標が良い方向に向かうことが望ましい。しかし、現在の米国経済がソフトランディングするためには、良い方向に向かうのが望ましい景気指標と、悪い方向に向かうのが望ましい景気指標が混在している。ポイントを単純化して整理しておこう。

米国経済の最大の問題は、インフレの根本原因となっている総供給<総需要という状態にある。そこでFRBは、金融引き締めによって総需要を減退させる政策に着手した。需要の減退とは総需要曲線を左下に押し下げを意味する。将来のシナリオについて、FRBなど楽観派は景気後退を招かずに物価を沈静化させるソフトランディングが可能だと主張する。一方、サマーズ元財務長官やブランチャール前IMFチーフ・エコノミストなど慎重派は、そんなことは不可能で景気後退(ハードランディング)は不可避だと主張する。両サイドの見方の違いを単純化した概念図で示すのが総需要(AD)と総供給(AS)の関係を示す下の図表で、縦軸は物価(上昇率)、横軸はGDP(成長率)だ。金融引き締めの効果で総需要曲線が従前の赤線のAD0から青線のAD1へ左下にシフトすると、供給曲線がAS0のまま変化がないなら、物価の押し下げは景気の悪化を必ず伴う。均衡点Bは従前のAと比較すると、物価はP0からP1へと低下する一方、GDPもQ0からQ1へと低下する。これがハードランディングを主張する慎重派の見立てだ。しかし、供給曲線が赤線のAS0から青線のAS1へと右側にシフトすると、物価の押し下げには成功しつつ、横軸のGDPは変化しない。均衡点Cでは、物価はP0からP2へと大きく低下する一方、GDPはQ0のまま変化しない。これがソフトランディングを主張する楽観派の見立てだ。



楽観派と慎重派では、金融引き締めで需要曲線が左下にシフトする(赤線のAD0から青線のAD1)ことについては意見の一致がある。しかし、供給曲線は想定が全く違う。慎重派は人手不足もあり簡単にはシフトしないと観る。楽観派は、コロナ禍で先送りされた省力化など設備投資に期待する。たとえば、今こそロボットやAIなどコロナ禍の前までは雇用を奪うことが懸念された新しい技術の出番で、可能な限り雇用を奪って人手不足を解消すればよいと期待する。見方を分けるポイントは設備投資にあるのだ。尚、パウエルFRB議長は供給曲線がDCA点を結ぶような屈折した形状である可能性を示唆したことがある。ただ、これでは供給曲線が右にシフトすると、物価の押し下げと景気の拡大が同時に実現するので、現実的ではない。

現実の経済がどちらに向かうかを見定めるポイントを簡略化してまとめると以下ようになる。

- (1) 個人消費 減速は需要曲線の左下へのシフトなので楽観派にも慎重派にも想定通りで◎、加速は真逆
- (2) 住宅投資 同上
- (3) 設備投資 加速は供給曲線の右へのシフトなので、楽観派には◎、慎重派には想定とは違って×、減速は真逆

この簡便なマトリックスから分かるように、個人消費や住宅投資の減速と、設備投資の加速が、ソフトランディングに向かう最良の組み合わせなのだ。単純に全ての景気指標が良い、あるいは悪いではなく、悪いものと良いものの組み合わせで全体として良いのか悪いのかが決まる。ここに見方が混乱する原因がある。言うまでもないが、最悪なのは正反対の個人消費と住宅投資が加速して設備投資が減速する組み合わせだ。雇用統計は全体の増減より、業種別雇用者数の増減を同様の見方で見るのが肝要だ。7月の消費者物価がピークアウトしたことで市場には楽観的なムードが強まっている。しかし、同様に大事なものは、本質的に同時に決まるGDPである。(脱稿8月17日) 以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、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。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。