



ソフトかハードか 米国経済ランディングの議論が秋口に再燃する可能性

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

年末年始に金融市場で最も関心が高かったのは米国経済のランディングの議論だった。ランディングは直訳すると着陸である。すなわち、利上げによって米国経済は深刻な景気後退に陥るハードランディングか、あるいは軽微な減速で済むソフトランディングか、だ。既に今年も上半期が終わって一応の区切りはついた。これまでの米国経済は、深刻な景気後退はおろか軽微な景気減速にもなっていない。年央段階での暫定的な答えはノーランディングだった。

今年春先以降の米国株価の上昇は2つの力に牽引されたと考えられる。1つは生成AIへの期待だ。代表的な銘柄は米国ならエヌビディア、マイクロソフト、パランティア、日本ならアドバンテスト、イビデンなどだ。今年前半の投資リターンはこれらの銘柄を保有していたかどうかで明暗が分かれた。もう1つは、ショート(空売り)筋の買戻しだ。景気のハードランディングに備えて株式のウェイトを大幅に引き下げた投資家が、想定したように景気がハードランディングにならず、株価が下がらないために、損切り覚悟の買戻しを相当大きな規模で実施したとみられる。2022年3月から始まった利上げ局面は、0.5%や0.75%など異例の利上げ幅が実施されたこともあり、累積的な利上げ幅は過去と比較しても相当に大きい。この事実を重視した一部の大手証券会社がハードランディング説を声高に主張したこともあり、株式のショートポジションを取ったり保有ウェイトを引き下げた投資家は多かったようだ。

ただ、ノーランディングで最終的な決着がついたと見るのはまだ早計だ。というのも、インフレ圧力が去っていないためFRBの利上げはまだ続く。FRB筋からは6月のFOMCで年内2度の利上げが示唆された。市場は当初は懐疑的だったが、7月に入り堅調な景気指標を受け年内2回の利上げはFF金利先物にほぼ織り込まれた。ここは重要なので詳述するが、市場が懐疑的だったのも無理はない。物価は川上の国際商品市況、川中の企業物価、川下の消費者物価と順番に価格変化が波及する。川上の国際商品市況は、2022年4月にピークをつけた後、素材産業でシェアの高い中国経済が二番底を付けるほど不振なこともあり、金属系素材を中心に下落が続いている。これを受けて図2のように当然のことながら川中の企業物価減速が続いている。中国に続きEUでもマイナス圏に入り、米国もマイナス圏が目前だ。日本は円安の影響でまだ大きくは減速していないが、大幅な減速はもはや時間の問題だろう。

図1 CRB国際商品市況指数

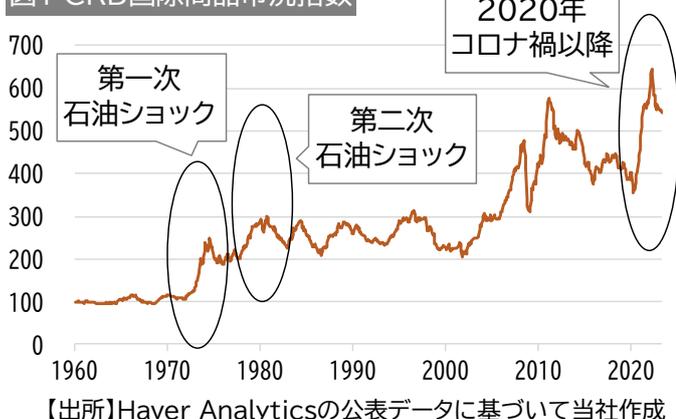
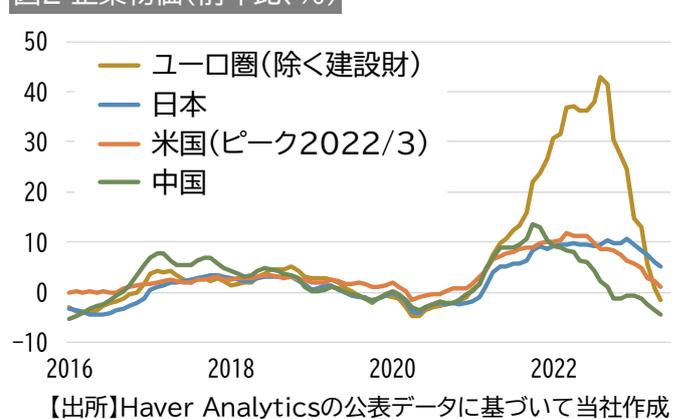


図2 企業物価(前年比、%)



※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

そして、川上・川中で物価が減速し続けている以上、川下の消費者物価も減速が続く可能性が高い。図3のように、長期間の米国のグラフをみると、企業物価と消費者物価が別々の方向に向かったことはほぼ皆無だ。川上の国際商品市況に全く反転の兆しがない以上、もう暫く消費者物価上昇率は減速が続くとみて良いだろう。

なお、1970年代のように二段階ジャンプのような形で物価が2024年後半以降に再び上がるリスクはあるが、今の時点で論じるのは、時期尚早だ。

また、秋口には更に3つの大きな景気を抑制する要因がある。1つは学生ローンの徳政令取り消しだ。バイデン政権は2022年8月に一度は4,300億ドルの学生ローン残高について返済不要という徳政令を出した。しかし、今年6月に最高裁がこれを違憲とする司法判断を示したため徳政令は取り消された。結果として10月以降に新たに年間700～2,160億ドルの返済が始まると推計されている。推計値の幅が広いのは、制度の複雑さに起因する。中間値は約1,400億ドルで直近の名目GDP比は0.5%である。2つめはコロナ禍でバラまいた給付金が年内に遂に底をつく可能性が高いことだ。利上げや物価の高騰にもかかわらず、米国で個人消費が大きくは減速しなかった最大の要因はこのバラマキを原資とする過剰貯蓄の存在だった。図4をみると、米国全体の流動性預金残高は年内にはトレンドラインにまで減少するだろう。これをもってコロナ禍に積み上がった給付金は使い尽くされるとみて良い。最後は秋口に集中する商業不動産ローンの借り換えだ。テレワークの増加による空室率の上昇や金利の上昇で資金繰りが行き詰った商用不動産ファンドは、銀行が貸出金の回収を優先して借り換えに応じなければ破綻する。FRBはつなぎ融資や返済免除に応じる要請を6月に出した。リーマンショック後の負債比率の規制強化が効いて銀行セクターで大きな損失が出るまで見る必要はないが、エクイティ投資家の損失は避けがたい情勢だ。

問題は、これまでの利上げの累積的な効果で貸し剥がしが始まった今の状況で、追加の利上げと景気押し下げ要因により、暫定的な景気のノーランディングが揺らぐ可能性があることだ。貸し剥がしは、図4にある通り、銀行が商業向け貸出残高を減らし始めたことで確認できる。商用不動産向けの貸し剥がしは全体ではまだ始まっていない。しかし、借り換えが集中する秋口のタイミングで表面化する可能性が高い。となると、ハードランディングかソフトランディングの議論は、決着の付くのが遅れただけで、秋口以降に再び蘇る可能性がある。

図3 米国物価上昇率

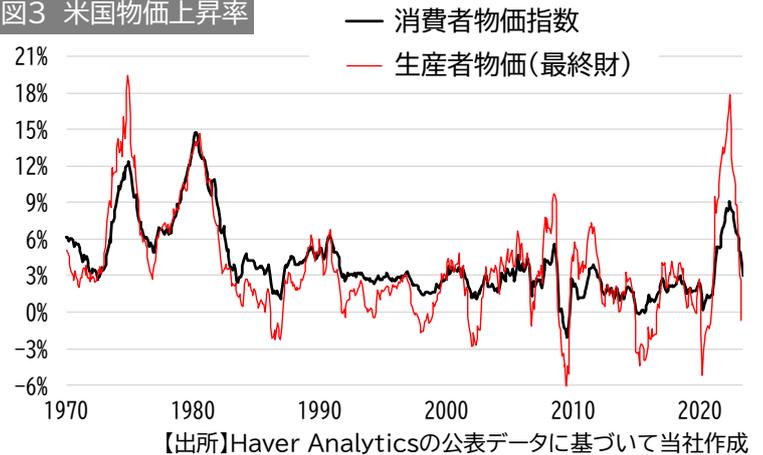
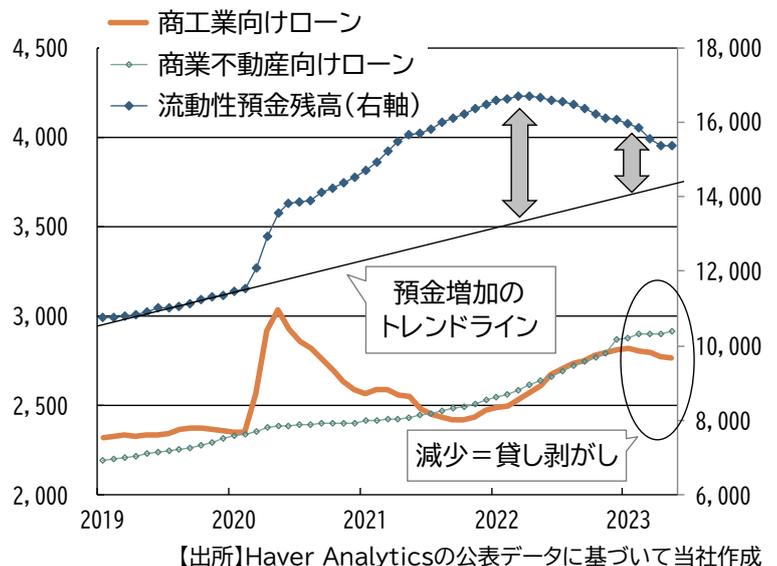
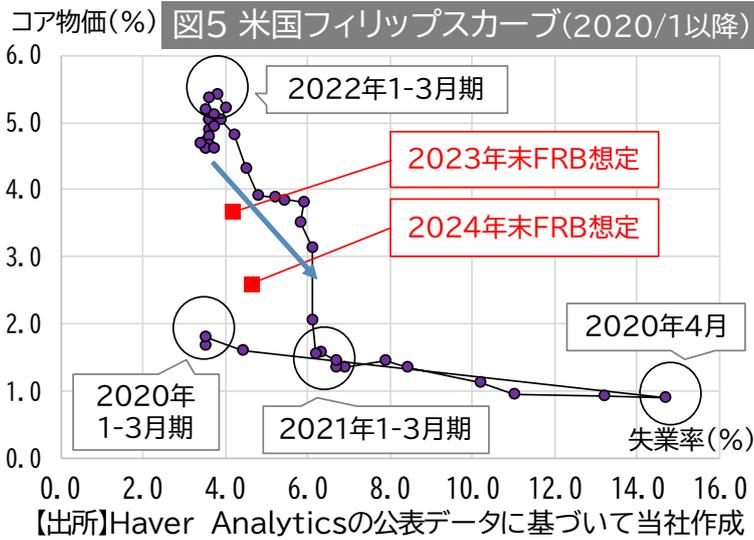


図4 米商業銀行の主要統合勘定(10億ドル)



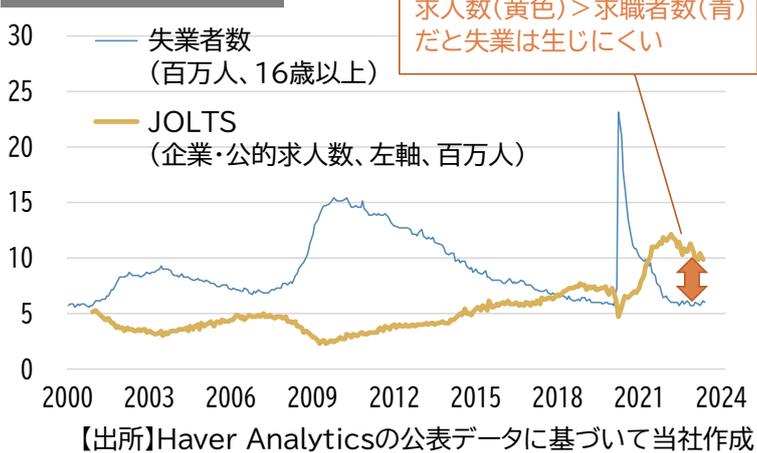
※当資料の使用に際し、最終ページの＜当資料に関するご留意事項＞を必ずご覧ください。

ここでカギを握るのが失業率だ。FRBの6月の見通しでは、失業率(直近の6月では 3.6%)は、2023年末に 4.1%、2024年末に 4.6%に上がると想定している。物価は、コア個人消費デフレーターでみて、直近5月の 4.6%



が2023年末には3.9%、2024年末に2.6%へと低下する想定だ。ここで挙げた 2 つの経済変数は、縦軸にコア個人消費デフレーター(物価)、横軸に失業率をプロットするフィリップスカーブとして1つの図表に表せる。コロナ禍以降は図5のように推移した。今後の方向性について、赤い点は FRBの2023年末と2024年末の想定で、真下より少し右下に下がる方向性であり、これこそがソフトランディングの姿である。一方、ハードランディングは水色の矢印で FRB の想定より右上方向への上振れで、失業率はより高く、物価もより高い方向だ。

図6 米雇用関連指標



経験則としてフィリップス曲線は右肩下がりの曲線になる。物価が下がれば失業率は上がる関係性だ。しかし、今の局面では、過去にない特殊な条件がある。それは、コロナ禍で基礎疾患や健康不安のある高齢者が引退したことだ。それが故に、図6のように求職者数(=失業者数、水色線)と企業からの求人者数(黄色線)を比較すると、遥かに求人者数(黄色線)の方が多い、言い換えれば、解雇が生じても直ぐに他の仕事が見つかるため失業が生じにくい状況にある。この極めて特殊な状況を考えれば、失業率が大きく上昇するとは想定しがたい。

結論だが、米国経済の方向性について、暫定的にノーランディングとして答えは出た。株式市場でも弱気派による損切りの買戻しで踏み上げ相場が示現した。しかし、秋口以降に控える利上げの累積的な効果と3つのマイナス要因を勘案すれば、本当の決着はその後になる可能性が高い。ここで重要なのが、コロナ禍によってもたらされた求職者数を遥かに上回る求人者数という労働市場の構造変化だ。総合的に見れば、米国経済は大きくは失業率が上昇することなく、物価の抑制に成功するソフトランディングとなる可能性が高いのではないか。(脱稿 7月 12日)

以上

<当資料に関するご留意事項>

■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とは限りません。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しの「目論見書補充書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。