

米国経済、牽引役のシフトで何が起きるか

Topics

- ▶ 米国GDPは僅か1年でコロナ禍前まで戻ったが、財消費や住宅販売の需要が大きく伸びたことが回復を牽引した。一足早くピークアウトした住宅販売にやや遅れ、21年半ばから財消費も低下。財消費の拡大一服で、世界的な製造業の需給ひっ迫が和らぎ、財市場における価格上昇には総じて歯止めがかかる見込み。
- ▶ 成長の牽引役が財消費からサービス消費にシフトする中で、米経済の成長率は緩やかに減速。一部のサービス消費がコロナ禍前のトレンドに早期に戻らないため、22年のGDP成長率は鈍化する見通し。財価格上昇に歯止めがかかることに加えて、GDP成長率の減速がもう一つのインフレ抑制要因になるだろう。

シニアエコノミスト 村上 尚己

財消費と住宅販売が牽引 12%GDPは拡大

米国では、新型コロナ（以下、コロナ）発生直後の経済封鎖が終わった2020年4-6月から急ピッチな経済正常化が続き、僅か1年間で実質GDPは約+12%も伸びました。コロナによる経済押し下げは戦後最大規模のインパクトでしたが、その後の経済復調ピッチは相当早く、コロナ禍前の19年10-12月の水準まで経済活動は戻りました。

急ピッチな経済回復は、家計による財（モノ）消費や住宅販売が、稀にみるペースで伸びたことが牽引しました。米政府は大規模な現金給付や失業給付上乗せなど、過去の景気後退への対応と比べてもかなり大規模に、家計所得を押し上げる対応を繰り返しました。コロナによって対人接触型のサービス消費が抑制されたので、未曾有の規模で上乗せされた支援策の多くはモノに偏って支出されました。この結果、財消費や中古住宅販売はコロナ禍前対比で一時的約2割拡大、これらがコロナ後の米経済の成長を牽引しました（図表1）。

住宅販売拡大が止まり、木材価格は下落

2020年後半から、住宅材料の木材をはじめとした原材料市場、広範囲な製品の材料になる半導体市場などで需給がタイト化し、原材料や素材価格の上昇が起きました。更に21年には特に半導体市場などで、拡大する需要に生産が追いつかない需給ひっ迫が深刻化しました。

製造業の生産拡大で貿易量が増え、港湾でのコンテナ船の滞留、船賃価格が急騰するなど、1990年代以降ほとんどみられなかった事象も起きました。2018年以降米中覇権争いの構図が明確になる中でも、高付加価値製品の自動車をはじめとした生産体制が、国境を越えたサプライチェーンに大きく依存している弱点が顕わになったと言えます。また、2010年以降、世界的に経済成長率が低下する中で、多くの企業が設備投資を抑制したため、予想外の需要拡大に対応できなかったことも一因でしょう。

実際には、広範囲な財市場の需給タイト化や価格上昇の根本要因は、世界最大の消費国である米国における財消費、住宅販売の稀にみる拡大だと筆者は認識しています。多くの製造業にとって、短期間で20%もの米国発の需要拡大は予想を上回る需要変動で、特に川上に位置する素材や半導体企業にとって全くの想定外だったとみられます。

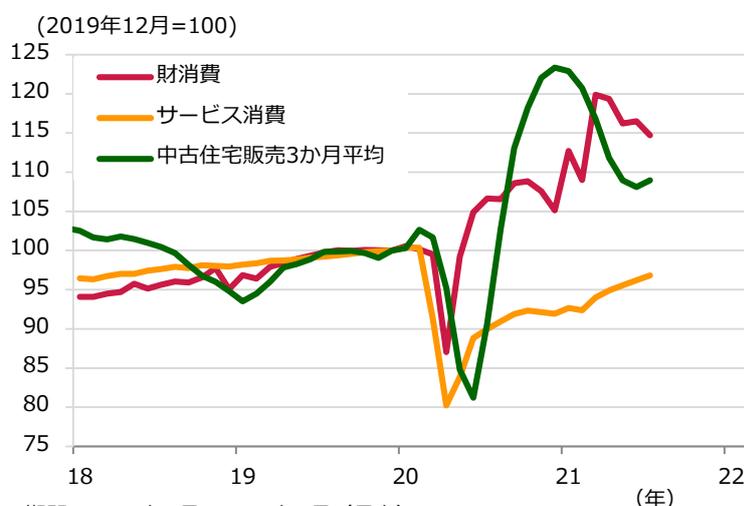
ただ米国で中古住宅販売が21年初から一足早く減少に転じ数か月経過した5月初旬から、急上昇していた米国の木材先物価格は低下に転じました（図表2）。

[次ページへ続く](#)

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および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1 米国の財消費、サービス消費、中古住宅販売



図表2 木材先物価格の推移



住宅販売と木材市況の関係は、米国の需要変動が、原材料市場に影響する典型例と言えます。前頁図表1が示すように、住宅販売にやや遅れて、21年半ばから財消費拡大が止まっています。このため、21年後半には、米国の財消費拡大がもたらしてきた、原材料や半導体価格の上昇にも歯止めがかかる見込みです。

原材料や輸送コストの上昇は、各国の企業にとって21年前半のコスト増となり、マージン率低下要因になりました。ただ、米国の財消費需要の落ち着きで、年末にかけてマージン率低下には歯止めがかかると予想されます。

サービス消費に牽引役はシフト

コロナ感染の落ち着きで、既に米国の消費回復の主役は、2021年4-6月期から対人接触を伴うサービス消費にシフトしています。21年後半は、サービス消費の正常化が経済回復の牽引役になるとみられます。

コロナ禍前の20年2月と比べると、21年7月時点のサービス消費は依然約3%低い水準にあります(図表3)。このギャップをある程度埋めながら、21年末までサービス消費は、4-6月期と同程度の伸びが続くでしょう。

先述したとおり、財消費は、コロナ禍以前からの増加基調を超えて急増しましたが、サービス消費も同様に増えるのでしょうか？サービス消費が、財消費同様にコロナ禍前の水準以上に増えれば、22年以降も米経済はかなりの高成長が続くでしょう。

ただ、サービス消費は21年末まで順調に増えながらも、コロナ禍前の水準に近づくにつれて、伸びは鈍化していくとみられます。一つの理由は、サービス消費は、在庫を抱えられる財とは異なり、短期間では増えにくい性質があることです。

二つ目の理由は、ワクチンの普及等で米国の対人接触型のサービス消費の正常化が目先は続くとしても、すべてのサービス業がコロナ禍前の状況に早期に戻るのには難しいと思われることです。19年末と同じ水準まで消費需要、企業売上が戻らないサービス業がある程度残り、「需要の天井」に直面する中で、サービス消費の需要は抑制されるでしょう。コロナ禍前には戻らないセクターの消費需要が、コロナ後に成長するサービス消費にシフトする動きが起きているにしても、これは緩やかにしか進まないため、対人接触型のサービス消費全体の伸びは緩やかに留まるでしょう。米国GDPの伸びを規定する個人消費全体の伸びは、財消費が牽引した21年前半までと比べると、今後鈍化していくと予想されます。

今後インフレ抑制要因が重なる

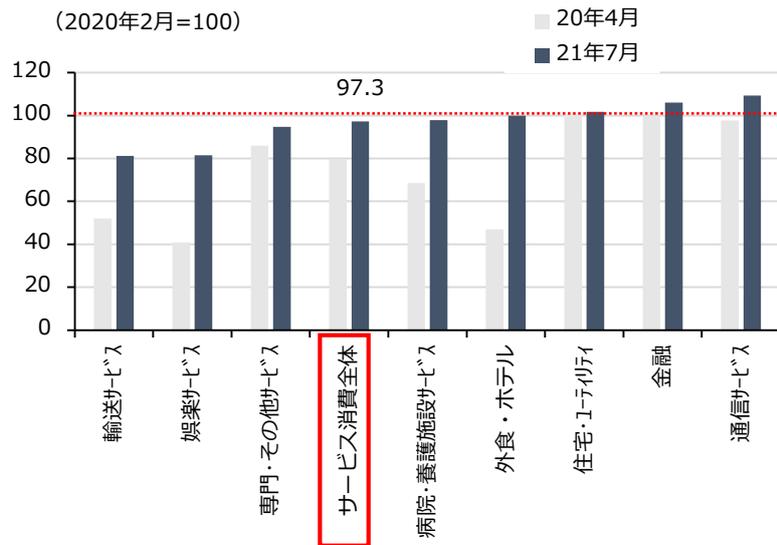
先述した財市場の需給タイト化が緩み、財市場のインフレは今後和らぐと見込まれます。更に2022年のサービス消費の緩やかな伸びを背景に、経済成長率は潜在成長ペースに減速することも、インフレ抑制要因になるでしょう。21年前半に大きく上振れた米国のコアインフレ率(コアPCE(個人消費支出)デフレーター)は、22年半ば以降にはほぼ2%程度まで低下していくと筆者は予想しています。

なお、コロナでダメージを受けた、サービス業の価格指数をみると、コロナ禍前への価格水準に正常化する余地が大きいサービス業は、航空、海外旅行など観光セクターの一部に限定されています(図表4)。

※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。

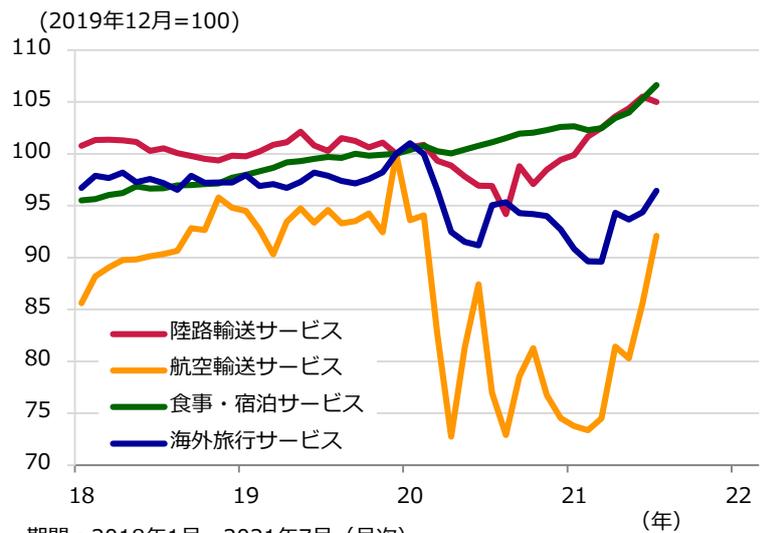
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 サービス消費の水準(20年2月との対比)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 コロナでダメージを受けたサービス業の価格



期間：2018年1月～2021年7月(月次)

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

FRB(連邦準備理事会)は、年内のテーパリング(資産購入の縮小)に着手する姿勢を鮮明にしています。22年になれば、FRBは、テーパリング終了から、利上げ開始へのシフトを模索していくでしょう。ただ、インフレ抑制要因が増える中で、現在FRBのタカ派メンバーが掲げているインフレ警戒姿勢が今後和らぎ、彼らの声が徐々に小さくなると筆者は予想しています。このため、FRBによる利上げ開始は、23年半ば以降までずれ込む可能性があると考えています。

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。