

## Topics

- ▶ 2023年に米国では引締め効果が強まり年央からマイナス成長になる見込みで、景気後退に至るリスクが大きい。FRBは昨年から急ピッチな利上げを行っているが、これが消費や設備投資を大きく抑制する見通し。
- ▶ コロナ禍の挽回消費の拡大は既に一巡しており、貯蓄率低下を伴う消費回復は困難。金融引締めが住宅価格下落をもたらし、逆資産効果として個人消費を押し下げるリスクがある。
- ▶ 2022年に起きた住宅市場の調整深度はかなり大きくなっている。過去を振り返ると、住宅部門の大幅な調整が他部門に波及し、景気後退を引き起こしたケースが多い。

シニアエコノミスト 村上 尚己

## 先行指数は景気後退の接近を示唆

2022年の米国株市場（S&P500）は年初の最高値から下落傾向が続き、-19%の下落率となりました。3月にFRB（米連邦準備理事会）が利上げを開始し、その後も急ピッチに利上げを行ったことによる金利上昇が、株価下落の主たる要因でした。

2022年の米国実質GDP成長率（前年比）は、前半+2%台後半となった後、年後半には+1%台に緩やかに減速、年間では約2%とほぼ巡航速度の成長でした（現時点での当社想定）。金利上昇に加えて、経済成長の減速が企業業績の改善を抑制、これも株価下落要因になりました。

経済動向の代表的な先行指数であるISM製造業景況感指数は、22年11月に50の大台を下回りました。カンファレンスボードが算出する景気先行指数も顕著に低下、直近（22年11月）までの半年前対比の下落率は年率-5%超となり、景気後退が間近に迫りつつあることを示しています（図表1）。フィラデルフィア連銀が算出する全米50州の経済活動指数は、10月に半分近くの州において経済活動が下向きとなり、同様に景気後退が近づいていることを示しています。総じて景気後退の接近を示す指標が多い中で、労働市場の統計は22年末まで「需要超過」の状態を示唆しています。

## 急ピッチな利上げは景気後退をもたらす

FF金利の上昇幅（過去1年）と景気循環の関係をみると、1年間で4%を上回る利上げを行ったケースは1956年以降3回（1974年、1980年、1982年）あります。こうした大幅利上げの後には、いずれも景気後退が起きています（図表2）。2022年以降の利上げ幅は23年3月までに5%近くとなる見通しで、短期間で大幅な利上げが、景気後退につながる可能性が高いことを示しています。

1970～80年代前半の「大インフレ」を彷彿とさせる、予想外の高インフレにFRBは2022年に直面しました。インフレ期待の高まりによる自己実現的なインフレ加速を防ぐことが最優先され、FRBは大幅な利上げを余儀なくされました。

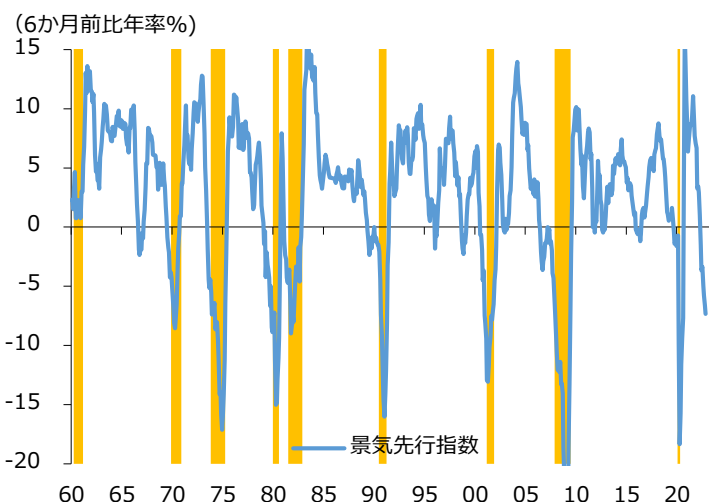
一方、金融政策は通常、総需要を制御する手段です。2022年に起きた高インフレは、労働供給の停滞、サプライチェーンの目詰まり、国際商品市況上昇などの供給側の要因によって、半分程度が説明できるとみられます。供給要因で加速したインフレを抑制するために、総需要を必要以上に縮小させる急ピッチな利上げをFRBは続けている可能性があります。

大幅な利上げで住宅・建設セクターは既に大きく調整していますが、2023年には幅広いセクターや労働市場に波及し、経済全体の成長率がマイナスに転じ、景気後退に至る可能性が高いと筆者は考えています。

次ページへ続く

図表1

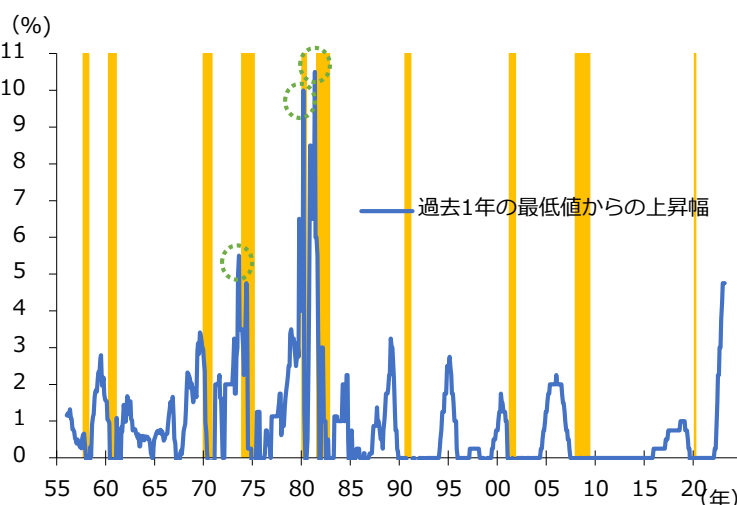
米 景気先行指数



期間：1960年1月～2022年11月（月次）、シャドーは景気後退局面（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

図表2

FF金利（過去1年の最低値からの上昇幅）



期間：1956年1月～2023年3月（月次）、1970年以前はFF実効金利、71年以降は誘導目標上限、2023年1月～3月までは当社予想値、シャドーは景気後退局面（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

※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。

## 家計の過剰貯蓄は一見大きいが..

景気後退シナリオは、金融市場において、相当程度意識されているとみられます。一方で、2023年の経済成長率はマイナスに転じずに後退が回避される（ソフトランディング）、あるいは景気後退が2024年まで先送りになる、との見方もみられます。FOMC参加者の経済見通しにおいても、23年末のGDP成長率が+0.5%とプラス成長となっています。

2023年の米国経済が「後退」に至らない理由の一つになりうる点は、コロナ禍で発動された財政政策によって、家計部門に余剰貯蓄が蓄積されていることがあります。住宅ローンなど債務拡大が抑制されていることもあり、バランスシートが健全であることが、個人消費の回復を支えるというシナリオです。

ただ、既に家計貯蓄率が2022年9月以降2%台前半まで大きく低下しており、過剰貯蓄の取り崩しはかなり進んでいる可能性があります（図表3）。これ以上貯蓄率が低下する可能性は低く、過剰貯蓄が取り崩される余地は限定的とみられます。

2022年後半まで、コロナ禍からの正常化で活発だった旅行などの「挽回消費」が、個人消費を押し上げましたが、この時貯蓄率の低下を伴いながらも消費拡大が続いたとみられます。ただ、サービス消費はコロナ前からのトレンドラインまで既に戻り、挽回消費の拡大は23年には期待しづらいでしょう。また、これまでの、急ピッチな利上げによって「預金保有の魅力」が高まることも、個人消費の抑制要因になります。

## 住宅価格下落が個人消費を下押し

金融引締め効果が強まる経路として、住宅市場の価格調整が始まりつつあることが重要とみています。2020年以降米国の住宅価格は短期間で急ピッチに上昇、家計が保有する不動産時価評価（GDP対比）は大きく増えて、「資産効果」として個人消費を支えていました。既に22年7月から住宅価格が下落に転じていますが、住宅価格の調整による逆資産効果が、23年の個人消費を抑制する要因になるでしょう。

また、住宅市場は調整に転じていますが、住宅関連の耐久財消費を抑制するなど他部門に波及します。住宅着工件数（一戸建て）の過去1年の減少率は2022年11月時点で既に28%に達しています。1960年以降で、過去1年のピークから着工件数が25%以上減少したのは8回ありますが、そのうち7回は景気後退に至っています（図表4）。2022年に起きた住宅市場の調整は、他部門に広がり景気後退を引き起こすインパクトを有する可能性が高いと言えます。

## 企業の設備投資は今後慎重化する可能性

企業の設備投資についても、今後金融引締めの需要抑制効果が表れると予想されます。22年7～9月までは、建設投資を除けば、企業による設備投資需要は増えていました。ただ、企業サーベイによる設備投資意欲はやや慎重化しています。

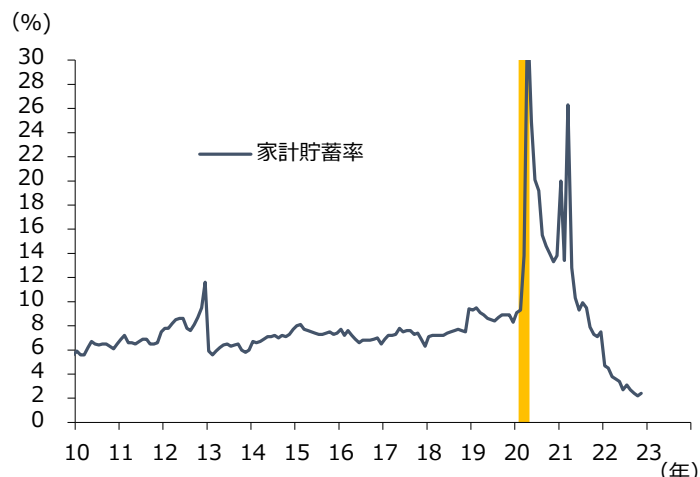
そして、企業向けの銀行貸出基準がはっきり厳格化していることは、企業による設備投資への抑制圧力が金融面から強まりつつあることを示唆しています（図表5）。今後、業績の下方修正とともに、設備投資を抑制する動きが強まるとみられます。

2023年には、総需要の減速が、2022年まで堅調だった労働市場にも波及すると予想されます。労働市場の減速が始まれば、個人消費に下押し圧力が強まるでしょう。

以上を踏まえ、米国経済はコロナによる経済縮小があった2020年以降の、景気後退に至る可能性が高いと筆者は考えています。2023年は、景気後退による企業業績の悪化などに備えて、投資リスクを制御することが肝要でしょう。

図表3

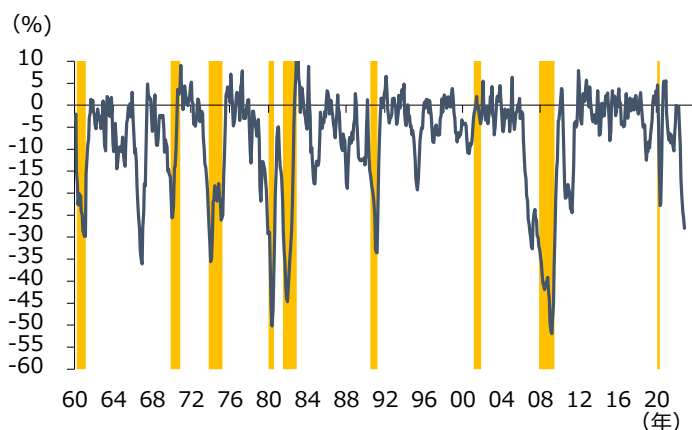
家計貯蓄率



期間：2010年1月～2022年11月（月次）、シャドーは景気後退局面（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

図表4

米 住宅着工件数 過去1年ピーク対比変化率

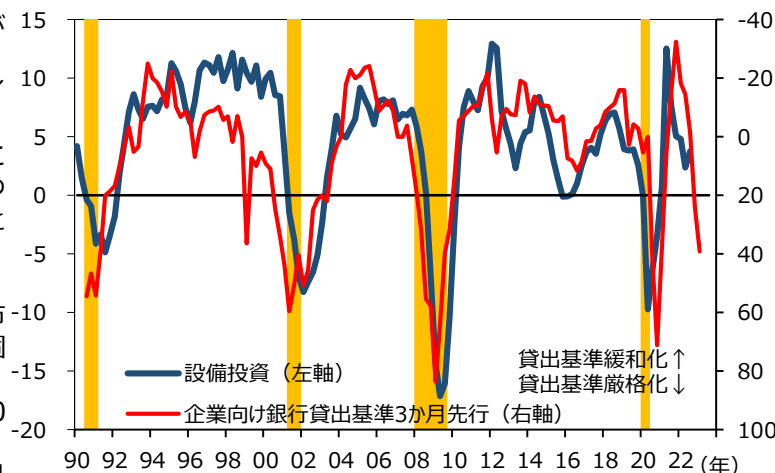


期間：1960年1月～2022年11月（月次）、シャドーは景気後退局面（出所）リフィニティブよりアセットマネジメントOneが作成、一戸建て（3カ月平均）

図表5

米 設備投資と銀行貸出基準

（前年比%）



期間：1990年Q1～2022年Q4、設備投資は22年Q3まで、シャドーは景気後退局面（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

※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。

## 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るため、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。