



2つのスピードで走る米国経済



2023年8月21日



エリック・ウィノグラド

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
先進国マクロ分析ーディレクター



景気後退か、それともソフトランディングか。米国経済の先行きを読むのは容易ではない。

今日の米国経済は、視点を変えることで見えるものがかなり変わってくる。企業景況感を示す指標からは景気後退が間近に迫っていることが示唆されているが、消費者サイドの見通しはそれよりずっと明るいようだ。本当のところはどちらが正しいのだろうか？

前提として、新型コロナウイルスのパンデミックからの経済回復局面というのは、さまざまな観点から特異なプロセスであることは確かなようだ。実体経済と経済指標の間で通常は成り立つ関係も、この前例のない時期には信頼できる道しるべとはなり得なかった。そのため、企

業活動ベースの指標を重視するグループは景気後退が間近に迫っていると予想する一方、連邦準備制度理事会(FRB)を含む消費者ベースの指標を重視するグループは、ソフトランディングを予想している。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の予想はその中間にある。ABでは、経済の需要面と供給面は、労働市場において一致していると考えている。そして、現在の労働市場は過去の基準から見れば堅調な状態であるものの、悪化が始まっており、この傾向は今後も続くと思われる。その結果として米国経済が景気後退に陥るかどうかは微妙なところだが、仮にリセッションが起きたとしてもその度合いは穏やかなものに留まるだろう。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2023年8月9日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

2つの異なる見通しが併存する世界

企業が景気の先行きに懐疑的であることに疑いの余地はない。米国企業が環境をどのように認識しているかを

示す最も信頼できる指標は、供給管理協会 (ISM) の製造業景況感指数である。そして、この指標はまだ景気後退のレベルまでは悪化していないが、その方向に向かっている (図表1)。

【図表1】 ISM製造業景況感指標は景気後退リスクを示唆している

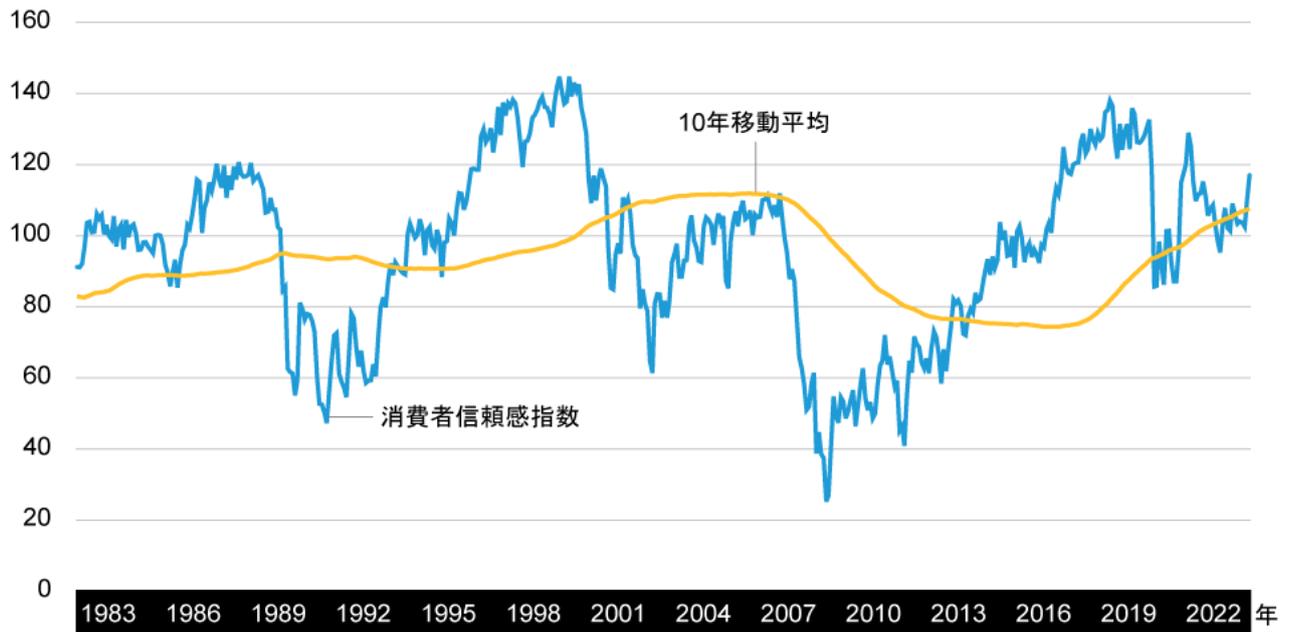


2023年7月14日現在
出所:リフィニティブ・データストリーム

銀行もまた、環境が悪化しているとしている。貸出基準は引き締められており、これは景気が下降局面に差し掛かったときに典型的に発生する現象だ。さらに興味深いことに、銀行はあらゆる規模の企業からの融資需要が大幅に減少していると報告している ([FRBの記事ご参照](#))。この落ち込みは、景気が悪化していると判断する企業が事業拡大を手控えていることを強く示唆している。

一方、消費者はまったく別の経済圏に生きているようだ。企業景況感が低下する一方で、消費者信頼感はこちら数カ月で急上昇し、現在は長期平均を上回っている (次ページの図表2)。

【図表2】 消費の見通しは明るくなっている



2023年7月14日現在
出所:リフィニティブ・データストリーム

なぜ消費のセンチメントが跳ね上がったのか？どうやらこの現象はデイスインフレによるものとABは考えている。確かにインフレ率はこれまで長期的に続いてきたような水準を大きく上回っている。しかし、エネルギー・コストを含むいわゆるヘッドラインのインフレ率は年初の6%超の伸び率が、現在ではおよそ3%程度まで鈍化している。これは家計にとって大きなプラス効果をもたらし、全体的な信頼感を高めている。

こうした現象は今後も続くのか？イエスでもあり、ノーでもある。

まずはこれまでは強気を示している消費について考えよう。FRBは2024年に2%のインフレ目標を達成するだろう。しかし、インフレ率は過去6カ月で3%以上低下していることに留意してほしい。つまり、今後1年半の間にさらに1%の下落があったとしても、消費者心理をこれまでと同じように押し上げるには至らないだろう。

次に労働市場を考えると、こちらも減速が予想される。賃金の伸びは今年すでに約1.5%ポイント低下したが、これはインフレ率の低下幅の約半分である。インフレ率が下がれば、企業は賃上げ圧力を感じなくなるだろう。

賃金の伸びの鈍化に加え、労働市場の冷え込みの兆候も広範に現れ始めている。求人数は減少に転じ、採用率は1年を通じて低下している。ただし、労働市場はまだ強い。幾分悪化の兆しはあるが、まだ十分に堅調だ。そのため、市場悪化のプロセスは今後も続くとは予想されるものの、消費者心理が企業景況感ほどの落ち込みに至ることはないだろう。

代わりに、消費者心理と企業景況感はどこかの時点で整合的な水準に調整されると予想する。企業サイドは今後数カ月、堅調な個人消費に支えられ、景気に対する認識を上方修正するだろう。逆に家計サイドは、労働市場の冷え込みに伴い、自分たちの状況が少し弱くなっていると認識するだろう。前途を見通す最善の方法は、現在の景気に強気の見方と弱気の見方のどちらか一方が正しいと考えるのではなく、「企業が認識しているほど状況は悪くなく、家計が考えているほどバラ色でもない」と割り切ることで考えている。

これらの考察に基づき、ABでは、今後18カ月間のGDP成長率はプラス成長だが、トレンドを下回る水準に留まると予想している。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。