



情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2022年12月16日

～来年の米国経済は「景気後退」で良いか？～

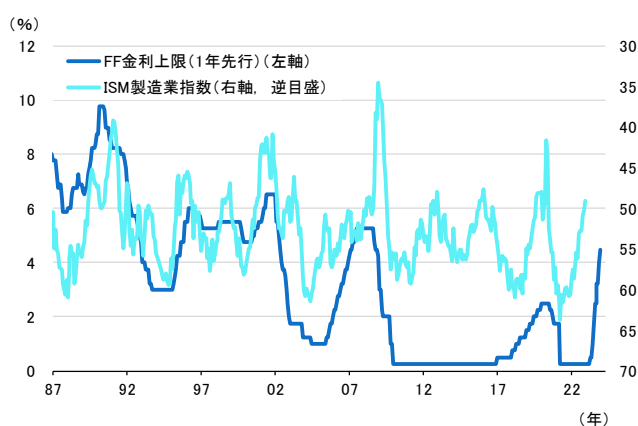
最後に疑問符が付いているこのタイトルは、誰に尋ねている問いなのか、そう思う方もいらっしゃるだろう。米国民に「その覚悟はできているのか」という問いであったり、FOMCメンバーに「そのつもりで政策運営しているのか」という問いであったり、いろいろ憶測を呼ぶかもしれないが、それは筆者への自問自答を含むエコノミストやストラテジストに対する問いが真意である。

2023年の米国経済に対する見通しは、各所で様々聞かれるが、「景気後退」という見方が多いように思うし、筆者もそう考えている。だが、本当にそうなのか、問い直してみたい。したり顔で、来年の見通しを語っている市場関係者も、胸の内は、「本当にこの見通しで良いだろうか」など、疑心暗鬼に陥っているのではなかろうか。

敢えて筆者は、その胸の内を吐露したうえで、米国が景気後退になるのではないかと考える理由と、疑心暗鬼に陥る（景気後退に陥らないかもしれない）理由を本レポートにまとめたい。

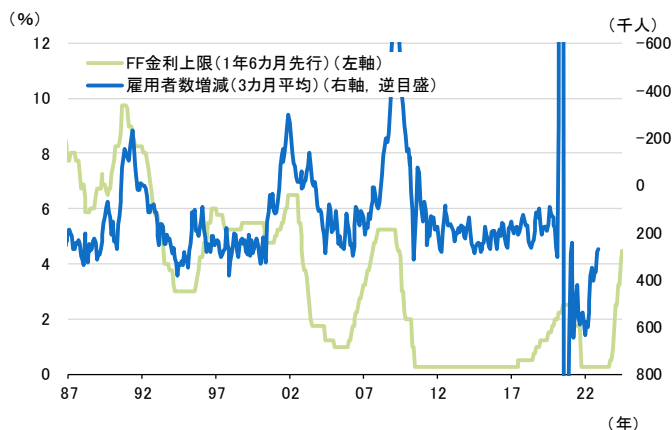
米国の政策金利（FF金利）の上限と経済指標を振り返ってみたい。一般的には、経済指標と政策金利にタイムラグを持たせずに、グラフを作成することが多いだろう。すると、経済指標が悪化すると政策金利が低下しているように見えるグラフが出来上がる。これは、経済指標が出発点となり政策金利に影響が及んでいる印象を与える。しかし、今回、政策金利を先行させたグラフを描いた（グラフ①、②）。すると、政策金利があたかも独立変数で、経済変数が従属変数のような印象を与える。

グラフ① FF金利上限とISM製造業指数



期間：ISM製造業指数は1987年1月～2022年11月（月次データ）
FF金利上限は1986年1月～2022年12月（月次データ）

グラフ② FF金利上限と雇用者数増減（3ヵ月平均）



期間：雇用者数増減は1987年1月～2022年11月（月次データ）
FF金利上限は1985年7月～2022年12月（月次データ）

[（次頁に続く）](#)

出所：グラフ①、グラフ②ともにBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

もっとも、こうした考え方は正しいだろう。金融政策変数である政策金利は外生変数として扱われることに違和感はない。グラフ①、②の言わんとしていることは、政策金利を上げたのだから時間を経て経済指標が悪化した、という過去の事象と、それを踏まえて、足許までの急ピッチな利上げが将来の経済指標悪化につながるのではないかと、という将来の予測である。

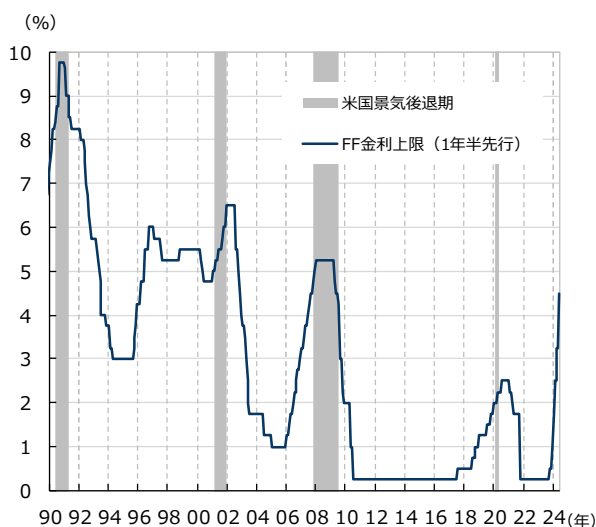
経済指標が悪化するなかで、NBER(全米経済研究所)から景気後退と認定されることも考えられる。過去を振り返ると、政策金利引き上げ、あるいは政策金利ピーク時から1年半程度タイムラグを置いて、景気後退に陥っている傾向がみられる(グラフ③)。もちろん、すべてがその通りというわけではないし、サンプル数が極めて少ないので、確度が高いとは言いがたいが、注意は必要だろう。これらを踏まえると、2023年に米国が景気後退に陥る可能性は相応にあるとみている。

ただ、こういう論拠を積み重ねてもなお、この見通しへの確信度が高まらない。それは、米国の耐久財受注や小売売上高、雇用統計といったハードデータ(調査対象者の主観に左右されない客観的なデータ)の減速感がそれほど強くないからである。これまで利上げをしてきて、その効果は後に表れるとみているが、現時点では明確な兆候が得られないので、確信度が高まらないのである。米国経済は、利上げやインフレに耐性があるのかもしれない。

では、なぜ米国経済は耐性があるのか、それは家計のバランスシートが良好であるからかもしれない(グラフ④)。家計の純資産は、ピーク時と比べて下振れしているが、それでも高水準にある。コロナ禍での給付金等の支援政策、株高や住宅価格高騰による資産効果、などが寄与した面は大きいだろう。こうした側面が米国の景気後退回避につながる可能性もある。場合によっては、経済が再加速するというアップサイドリスクシナリオに繋がるとも限らない。

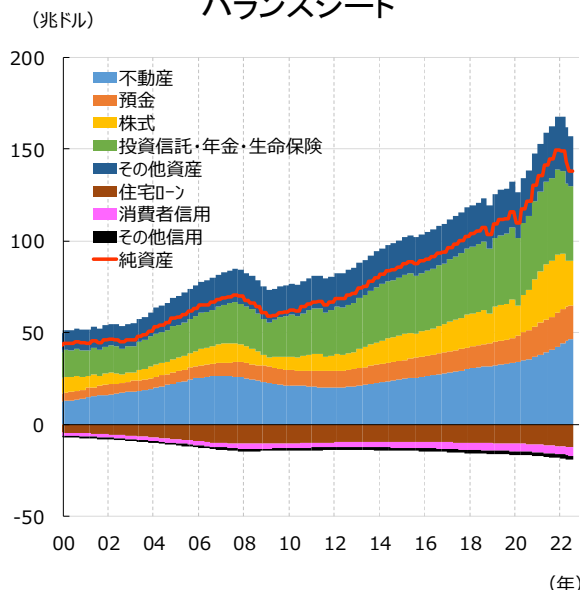
もっとも、先に述べた論拠や紙面の関係で論じきれない他の材料からも、景気後退をメインシナリオとしたい。そして、このメインシナリオ下では、米金利は低下基調、ドル(対円)も下落基調になると予想する。

グラフ③ FF金利上限と景気後退期



期間：米国景気後退期は1990年1月～2022年12月（月次データ）のうち該当する箇所をグレー地とした。
FF金利上限は1988年7月～2022年12月（月次データ）

グラフ④ 米国の家計及び非営利団体のバランスシート



期間：2000年1-3月期～2022年7-9月期（四半期データ）

出所：グラフ③はNBER、BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

グラフ④はBloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成