



情報提供資料

TDAMフoward・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, CFA

2023年8月7日

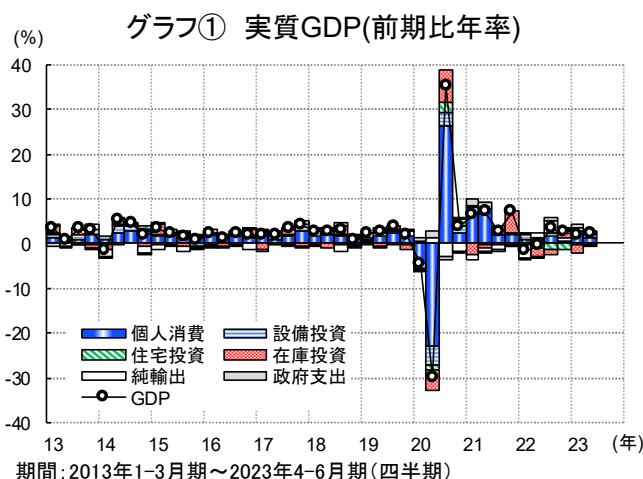
～米国経済は大丈夫か～

最近、米国経済の「ソフトランディング」シナリオが盛んに聞かれるようになった。FRB（米連邦準備制度理事会）のパウエル議長も、スタッフはもはやリセッションを予想していない、と発言して注目された。筆者は、数カ月前から米国経済に前向きな見通しを持っていたので、こうした展開に違和感はない。ただ、極めて楽観的というわけでもなく、リスクも少なからずあるとみている。本レポートでは、メインシナリオとリスクシナリオを説明していきたい。

まず、メインシナリオであるが、「米国経済はリセッションに陥らずに底堅く推移する」というものである。先般公表された2023年4-6月期のGDP成長率は前期比年率2.4%と前期の2.0%から加速した。個人消費の寄与度は1.12%ptと前期に比べて縮小したものの、設備投資は0.99%ptと拡大した。こうした動きは米国経済の底堅さを示していると言えよう。（グラフ①）

米国経済の各種指標をみても、耐久財受注、新築住宅販売や消費者マインドなどは良好と言えよう。（表①）

また、失業率も低水準で推移しており、雇用市場も良好である。ハードデータ（実際の経済活動を集計したデータ）は良好である。ISM製造業指数や非製造業指数など、企業のマインドを示す指数はソフトデータに分類されるが、こちらは冴えない状況にある。ただ、筆者は、ハードデータが底堅いうちに、ソフトデータは改善に向かうとみている。



表① 足許の各種経済指標

	2022年				2023年							
	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
ISM製造業指数	×	×	×	×	×	×	×	×	△	△	△	△
ISM非製造業指数	△	△	△	△	×	△	△	×	×	△	△	△
耐久財受注	△	△	△	△	△	△	△	△	○	△	○	△
小売売上高	△	△	△	×	×	△	△	×	△	△	×	△
雇用者数	○	○	○	○	○	○	○	△	△	△	△	△
中古住宅販売件数	×	×	×	×	×	×	△	△	△	△	△	△
新築住宅販売件数	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	△
ミシガン大学消費者信頼感指数	△	×	△	○	○	○	○	△	△	△	△	○
株価(S&P500指数)	×	×	△	△	×	△	○	△	△	△	△	○
2年金利	○	○	○	○	○	○	○	×	×	△	○	△
長期金利	○	○	○	○	○	○	△	×	△	△	○	△

期間：表①は2022年7月～2023年7月（月次）※ただしレポート執筆時に取得可能なデータに限る

注：各指数の移動平均ないし各指数の前月比あるいは前月差の移動平均を算出し、筆者の判断に基づいて項目毎に閾値を設定し、特定の閾値を上回った場合は○、特定の閾値間にある場合は△、特定の閾値を下回る場合は×と表記している。

[（次頁に続く）](#)

出所：グラフ①、表①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

1

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。



個人消費については減速しつつも、失業率が低水準で、消費者マインドが良好なところをみると、消費の大幅な減速は避けられよう。この間に企業のマインドが改善してくれば、足許で既に良好な設備投資は、先行きについても堅調さを維持するとみている。結果、米国経済はリセッションに陥らずに済むかもしれない。

しかし、リスクシナリオとして2つの展開が考えられる。

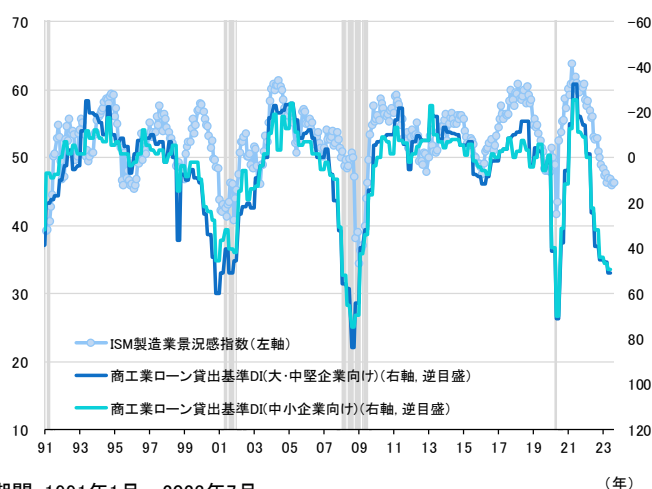
第一に、「既往の利上げや貸出態度の厳格化が企業のマインドを一段と悪化させ、この間に他の指標も悪化する」というものである。現に、足許のISM製造業指数の悪化と、貸出態度の厳格化は符合する形となっている。メインシナリオでは、銀行に対する規制強化の動きから貸出態度の厳格化は後退しないとみているが、それでも程度は限られ、貸出基準DIは横ばい圏で推移するとみている。この間にISM製造業指数は回復すると予想している。しかし、リスクシナリオでは、貸出態度がより一層厳格化し、ISM製造業指数も一段と悪化するという展開を想定している。（グラフ②）

第二に、「商品価格の上振れが米国のインフレを再加速させる」というものである。足許で、原油価格は上振れつつあり、WTI原油価格は1バレルあたり80ドル台に乗せてきた。ガソリンの先物価格のみならず小売価格も足許で上振れていることはやや気がかりである。（グラフ③）

パウエル議長も市場参加者も、これまでは思うように減速しないサービス価格の動向を注視してきたが、むしろ、この先はCPIにおける財価格にも再び目を向けなければいけないかもしれない。メインシナリオとしては、原油価格が1バレル80ドル台で推移し、財価格の加速も限定的、というものを予想しているが、リスクシナリオとしては財価格を加速させ、FRBがこの先何度か利上げを行い米国の景気が後退するという展開も想定できなくはない。

メインシナリオとして、米国経済は、良い方向に向かっているとみているが、このように蓋然性がそれなりにあるリスクシナリオが存在していることには注意が必要だ。メインシナリオの展開であれば米国株は投資妙味がある資産の一つとなろう。ただ、リスクシナリオの蓋然性の高まりと、それがもたらすかもしれないボラティリティの上昇には、いつも以上に注意が必要かもしれない、とみている。

グラフ② 貸出基準DIとISM製造業指数

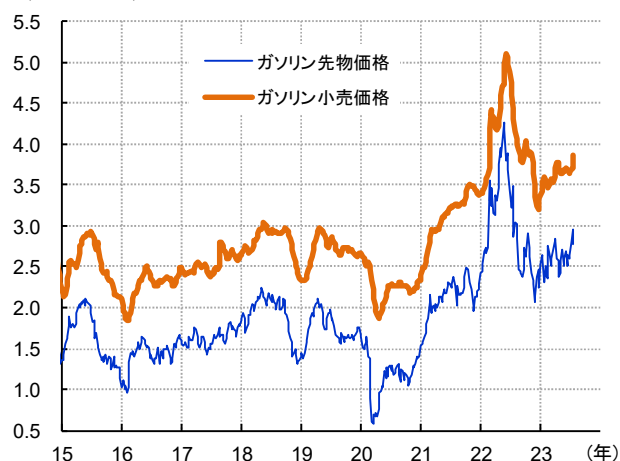


期間：1991年1月～2023年7月

（ISM製造業指数は月次、貸出基準DIは3カ月毎）

注：グレー地は景気後退局面を示す。

グラフ③ ガソリン先物価格とガソリン小売価格
（ドル/ガロン）



期間：2015年1月5日～2023年7月31日（週次）

出所：グラフ②、グラフ③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

2

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。