

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# まだ先が読めない 米国経済の行方

**Nupur Gupta**

ポートフォリオ・マネジャー、マルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ部門  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

## ポイント

- 近代で最も“長きにわたって予期された”米国の『リセッション(景気後退)』ですが、米国経済は底堅さを維持し、いまだ景気後退入りはしていません。米FRBによる直近の利上げサイクルにおける最初の利上げは約2年前に行われましたが、米国のGDP成長率にはほとんど影響を与えませんでした。
- 現在の米国の金融政策の波及経路は断絶しているのではなく、実体経済にその影響が現れるのが遅れているものと私たちは考えています。債務に占める長期固定金利の割合が多いため、金利上昇に対する消費者と企業の支出の感応度は低下しているのです。
- 市場が織り込む経済シナリオは米景気は底堅く、『高成長・低インフレ』(現時点のインフレはFRBの目標は上回っているものの)がしばらく持続する可能性があります。しかし、マルチアセット・ポートフォリオの投資家はマクロ経済シナリオに変化があった場合、アセットアロケーションを迅速に調整・変更するためにも、経済データに弱さの兆候が見られないか、しっかりとモニタリングすることが重要です。

米連邦準備制度理事会(FRB)が最初の利上げ(2022年3月に0.25%の利上げでゼロ金利政策を解除)をして以来、約2年が経過しました。金融環境は大幅に引き締め、資本コストは約10倍に上昇しました。

しかし、現在の米国経済は金融政策の波及経路のあらゆる法則に逆らっています。米国経済の景気後退は最も多くの人々が長きにわたって予期しているシナリオの一つですが、総じてその兆候が見られません。

米経済のサービス部門のデータが軟調の兆しを見せ始めた矢先、製造業は底を打ち、再加速しているようです。一方、米国の家計と企業は昨年3月からの累計525ベースポイント(bp、1bp=0.01%)の金利上昇(利上げ幅)にもかかわらず比較的平然としている模様です。金利と成長率の関係は切れたのでしょうか？もはや利上げは実体経済に影響を及ぼさないのでしょうか？米国は景気後退のシナリオを覆し、その回避を続けることができるのでしょうか？

## これまでのFRBの利上げが経済に及ぼしたインパクト

マルチアセット・ポートフォリオの投資家にとっては現在の市場環境において、株式と債券の逆相関効果がみられるのか、どの資産クラスが最も影響を受けるのかを知りたいところです。つまり、米国経済が『ソフトランディング(軟着陸)』ではなく『ノーランディング(無着陸)』で強い経済成長に向けた新たな始まりに向かっているのか、という点です。

一般的な経済理論では、金融政策によって資本コスト(資金調達コスト)が上昇すると経済成長率は低下し、経済主体(消費者、企業など)の借入れと消費が減少します。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

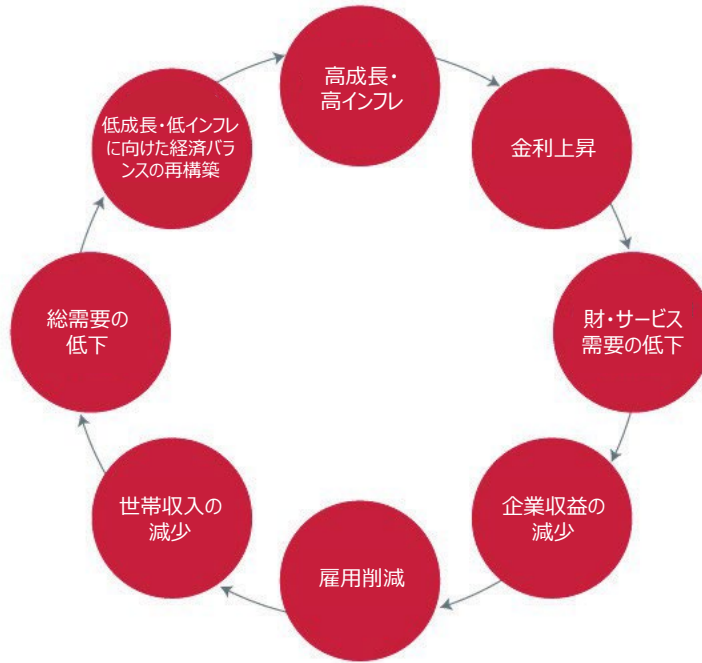
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379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

240423(04)

図表 1: 金融政策の波及経路

※以下はあくまで一般的なパターンを示したものであり、必ずしもあてはまるわけではありません。



出所：各種データ(2024年3月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

その結果、物価は下がり、失業率は上昇します。その後、需要の落ち込みを見た企業は従業員を削減し(雇用削減)、この動きは家計所得の伸びの抑制(世帯収入の減少)につながります(図表1参照)。これは、中央銀行が経済成長とインフレが十分に鈍化したと確信し、利下げへと動くまで続きます。

過去50年間、FRBは9回の積極的な利上げサイクルを開始し、うち5回は『ハードランディング(硬着陸)』、2回は『ソフトランディング(軟着陸)』に至りました。利上げにもかかわらず、米国の成長が比較的堅調だったのは9回のうち2015年から2018年にかけての1回だけです。しかし、その後の新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)により、米国経済は景気後退に転じました。従って、歴史に基づけば、FRBが『ノーランディング(無着陸)』のシナリオを実現できる可能性は低いと私たちは考えています。

### 金融政策の波及経路は断絶しているのか？

直近の利上げサイクルにおける政策金利の引き上げは迅速かつ積極的なものでした。しかし、2022年3月の最初の利上げから約2年が経過した現在も、米国の実質GDP成長率はプラスを維持しています。好調なサービス部門と逼迫した労働市場により、企業は労働者の確保と賃上げを余儀なくされています。このためインフレ率は押し上げられ、実質家計所得は目減りしました。しかし個人消費の落ち込みは見られません。

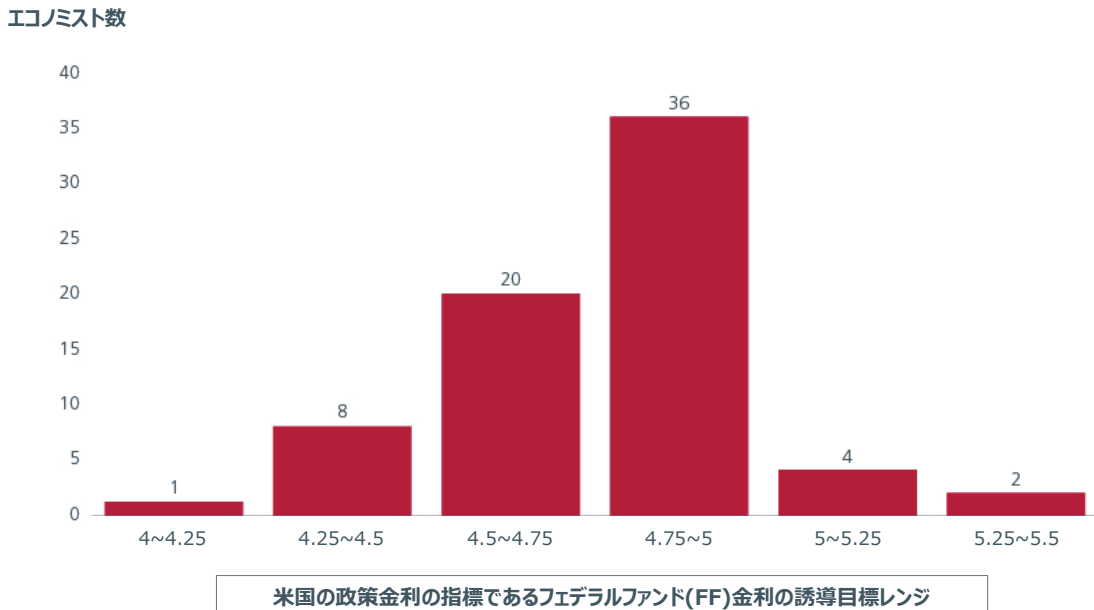
その一因としては、パンデミック後の貯蓄減少に対する消費者行動の構造的変化が考えられます。また、家計債務の大きな割合を占める住宅ローンにおいては長期固定金利が中心のため、金利上昇による消費者の負債コスト上昇への直接的な波及効果が抑制されたことも一因となっています。米国の住宅ローンの返済割合(住宅ローン返済額の可処分所得に占める割合)は、2007年の7.2%から2021年には3.5%へと大幅に低下しました。米国では住宅ローンの75%以上が10年以上の長期固定金利であるため、この数値は金利上昇にもかかわらず比較的低いままとなっているのです。

ほとんどのエコノミストは、金融政策が実体経済に影響を与えるまでに2～8四半期(6～24ヵ月)のタイムラグがあると見積もっています。最近では一部のマクロ経済研究者が、金融政策が失業率に影響を与えるのは、最長で27ヵ月のタイムラグがあるととしています<sup>1</sup>。現在の私たちはそのタイムラインの最後尾に近づいていますが、ある意味で“まだ先が読めない状況”にあります。

米銀大手バンク・オブ・アメリカが発表した最新のファンド・マネジャー調査によると、世界の投資家の23%が『ノーランディング(無着陸)』と予想し、『ハードランディング(硬着陸)』と予想しているのは11%に過ぎないことが明らかとなりました<sup>2</sup>。

invested in insights.

図表 2: エコノミストが予想する2024年末時点の米国の政策金利(FF金利)の見通し



出所：Bloomberg L.P. のデータ(2024年3月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

私たちは、もし(a)インフレを伴わずに高成長をけん引する経済力が大幅に向上した場合、または(b)インフレが促進されることなく、生産性の向上が需要の増加を吸収した場合、『ノーランディング(無着陸)』が起こりうると考えています。

しかし結果はまだ出ていません。今日、エコノミストの意見が一致しているのは、“FF金利がピークに達した”ということだけです。エコノミストが予想する今年の利下げ幅はまちまちであり(図表2参照)、それぞれの想定する経済シナリオは大きく異なります。このことは、2024年の資産市場において高いボラティリティをもたらす一方で投資機会を生み出す可能性を示唆しています。

### データ重視による私たちのアプローチ

私たちイーストスプリングのマルチアセット・チームは、現在の米国の金融政策の波及経路は断絶しているのではなく、実体経済にその影響が現れるのが遅れているものと考えています。しかし、債務の借り換え時期にFRBが高金利を維持し続ければ、やがて米経済は調整局面に入ることでしょう。実際、固定金利住宅ローンが普及していない英国や欧州では、家計(住宅所有者)に金利上昇によるマイナスの影響が出始めています。

それまでは、米国の消費者による支出が続き、製造業が再加速し(これはバンク・オブ・アメリカのGlobal Wave Index<sup>3</sup>や最新PMIデータ(図表3参照)で確認可能)、FRBが『ノーランディング(無着陸)』のシナリオへの自信を深めているとの確信が高まるかもしれません。

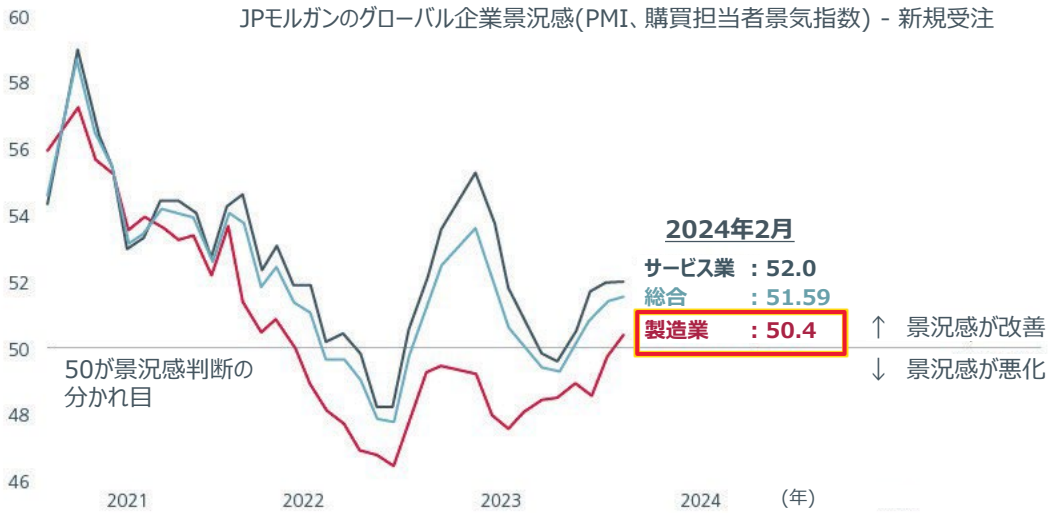
とはいえ、投資家としては、データを重視し機敏に行動し、柔軟な見解を持つことが不可欠です。現時点では、新規雇用者数、家計貯蓄率の動向、賃金上昇率などの主要データは(製造業がけん引して)成長が再加速する一方、インフレ率は低下するという『ゴルディオックス』のシナリオを指し続けています。このため、市場は利下げを織り込み(利下げのペースはそれぞれ異なるものの)、企業収益への期待が高まっています。

### 様々なマクロ経済シナリオにおけるアセットアロケーション戦略

2022年の大半は『高成長・高インフレ』によって世界の株式市場も債券市場も下落しました。アセットアロケーションの担当者は、逃げ場のない厳しい状況に直面しました。しかし2023年は、インフレ率の緩やかな低下により、利上げサイクルに終わりが見えてきたと投資家が安心したため、穏やかな展開となりました。2024年は、『高成長・低インフレ』のシナリオが実現すれば、2023年の再現となる可能性があります。

しかし、成長(高/低)かインフレ(高/低)のいずれかの要因が修正され、4象限の中でのシフトがあった場合、マルチアセット・ポートフォリオでの株式エクスポージャーを制限することは賢明な選択といえるでしょう(図表4参照)。どのようなマクロ経済シナリオが展開されるかが、今後数カ月のアセットアロケーションの軌道を左右します。

図表 3: 世界の製造業PMIは回復基調



出所：LSEG Datastream のデータ(2024年3月21日時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

今のところ、米国の力強い経済成長への期待は続いています。3月のFRB政策決定会合では、FOMCメンバーが2024年の米経済成長率を2.1%と予想し、前回(12月)の事前予想である1.4%を大きく上回ることとなりました。これは、大幅なインフレ率上昇を伴わない力強い経済成長を意味します。

私たちのマルチアセット・ポートフォリオでは、米国経済の力強い成長データを受けて、リスク性資産には強気ですが、その一方で、より保守的でインカム志向のポートフォリオでは国債に大きな配分を置いています。リスクフリー・レート(国債など低リスクの金融商品の利回り)が5%を超えている現在の景気サイクルでは、インカムを得るためにリスク性資産に投資する必要性は低いのが現状です。

なお、リスク性資産をオーバーウェイトしているポートフォリオであっても、オプション戦略を活用することで十分なダウンサイド・プロテクションの効果が得られ、図表4にある4象限でのシフトがあった場合でも、ドロウダウン(損失幅)を緩和することが期待できます。現在のオプション市場のプライシングは比較的穏やかであり、ポートフォリオのダウンサイド・リスクをヘッジする低コストの機会を提供しています。基本的に、私たちは現時点での金融政策の波及経路は断絶しているのではなく、実体経済にその影響が現れるのが遅れているものと考えています。経済データに弱さの兆候が見られれば、私たちのマルチアセット・ポートフォリオではその組入れ資産をリスク性資産から米ドルや国債のような相対的に安全な資産へと速やかに調整・変更する予定です。

invested in insights.

図表 4: マクロ経済シナリオが各資産クラスに与える影響

※以下はあくまで一般的なパターンを示したものであり、必ずしもあてはまるわけではありません。

	低インフレ	高インフレ	
高成長	<p><b>ゴルドロック</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 株式：株高</li> <li>● 金利：金利低下</li> <li>● 為替：米ドル安</li> <li>● 債券：信用スプレッド縮小</li> </ul>	<p><b>高成長・高インフレ</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 株式：株高</li> <li>● 金利：金利上昇</li> <li>● 為替：米ドル安</li> <li>● 債券：信用スプレッド縮小</li> </ul>	高成長
低成長	<p><b>低成長・低インフレ</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 株式：株安</li> <li>● 金利：金利低下</li> <li>● 為替：米ドル高</li> <li>● 債券：信用スプレッド拡大</li> </ul>	<p><b>スタグフレーション(低成長・高インフレ)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 株式：株安</li> <li>● 金利：金利上昇</li> <li>● 為替：米ドル高</li> <li>● 債券：信用スプレッド拡大</li> </ul>	低成長
	低インフレ	高インフレ	

出所：各種データ(2024年3月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

(データ出所)

1. American Economic Review誌：『Presidential Address: Does Monetary Policy Matter? The Narrative Approach after 35 Years, Christina D. Romer and David H. Romer』(2023年6月、Vol 113、No 6)
2. Bank of America による『Global Fund Manager Survey: Bulls go Global』(2024年3月19日)
3. Bank of America による『Global Wave: Ride the Wave』(2024年3月18日)

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。