

米国経済、深い景気後退には至らない可能性

Topics

- ▶ 22年に金融引締めで減速に転じた米国経済は、23年に景気後退に至るリスクが残っている。ただ 1月分労働市場の統計は大きく上振れ。米経済は回復に転じていないが、成長失速には至っていない。
- ▶ 大手ハイテク企業などで雇用削減の動きが強まるが、労働市場は底堅い。コロナからの正常化プロセスの途上にあり、労働集約業種で労働供給が足りないことが、労働市場の需給ひっ迫状況を長引かせている可能性。
- ▶ 景気減速の過程で起こる、雇用削減が個人消費を減らす経路が今次局面において強くは働かず、23年の米経済は、深い景気後退には至らない可能性が高まっている。

シニアエコノミスト 村上 尚己

予想外に強かった1月分の経済指標

米調査会社カンファレンスボードによる景気先行指数は、米国の景気動向を示す有力な経済指標で、2023年1月まで低下が続き6か月前対比での年率下落率は5%を超えました。1960年代から同様の落ち込みの直後に景気後退が起きており、先行指数などの動きを重視して、23年央までに米国経済が深い景気後退に至る可能性が高い、と筆者は考えていました。

一方、減速が強まるとみられた米経済は、予想以上に底堅く推移しています。23年1月分の非農業部門雇用者数、小売売上などが事前予想を上回る改善を示しました。今年は世界各国で異例の暖冬が各指標を押し上げ、例えば、レストラン売上が前月比+7%超の異例の伸びとなりました。

実際には、1月の個人消費の大幅な伸びは、直前2か月（11月、12月）の反動増である側面が大きいと判断しています。また、GDP成長率を反映する週次経済活動指数をみると、23年1月から2月中旬まで前年比+1%前後で安定しています（図表1）。これらを踏まえると、米国の経済活動が1月から回復に転じているとの見方は、やや行き過ぎと言えるでしょう。

ただ、昨年からの金利上昇が広範囲に波及して、深い景気後退につながるような減速が強まると予想していましたが、そうした兆候は広がっていません。

総需要が減速しても、労働市場は底堅い

2022年後半に、個人消費を含めた国内民間需要は年率1%前後まで伸びが減速しました。需要が鈍れば、それが労働市場での採用抑制、雇用削減などを通じて、経済全体に更なる下押し圧力がかかります。

実際に、大手ハイテクセクターのリストラの発表が多く報じられており、チャレンジャー社による雇用削減調査でも、過去の景気後退前と同様に雇用削減が増えています（図表2）。ただ、失業率の低下は続いており、雇用増の勢いが衰えず、暖冬などの一過性の要因を差し引いても、労働市場は全体としては底堅さを保っています。

大手ハイテク・ネット企業などで雇用削減が増えても、今次局面では、失業者の増加などに直結しにくく、労働市場全体の需給ひっ迫が長引いているとみられます。

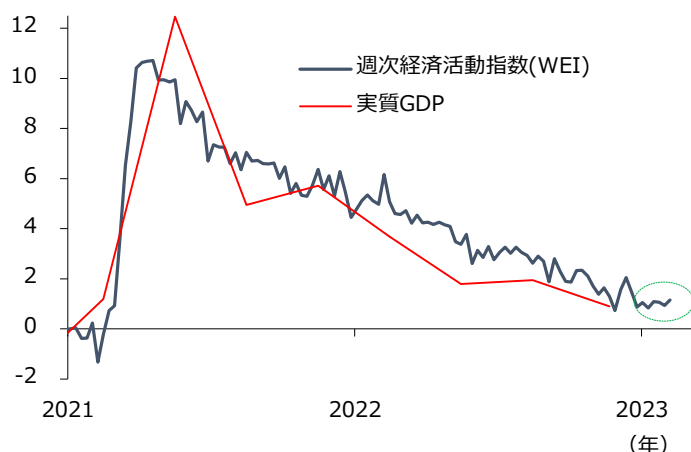
このため、利上げがもたらす総需要減速によって労働市場の調整圧力が強まらず、経済成長減速が、過去の景気後退局面と比べて、軽微にとどまる可能性が高まっているとみられます。

次ページへ続く

図表1

米 週次経済活動指数と実質GDP

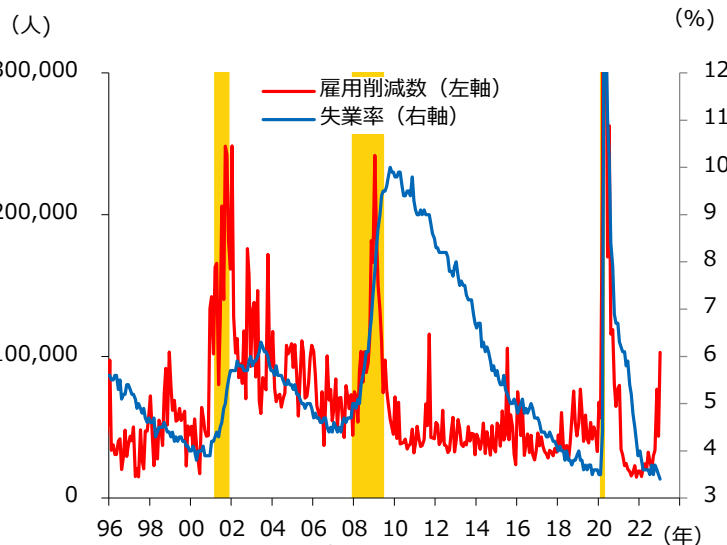
(前年比%)



期間：週次経済活動指数は2021年1月5日～2023年2月17日（週次）、実質GDPは2021年Q1～22年Q4（四半期）
(出所) NY連銀、米商務省よりアセットマネジメントOneが作成

図表2

雇用削減数と失業率



期間：1996年1月～2023年1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

※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。

コロナの影響で人手不足が長引いている

コロナ後の米経済の回復局面では、財消費の回復が急ピッチに進んだ一方、行動制約に直面したサービス業の回復が遅れ、通常よりバラツキが大きい回復経路を辿りました。

コロナからの正常化が進む中で、2022年には労働市場でも順調な回復が続きました。ただ、行動制約がなくなり経済活動が先導して復調した一方、雇用が十分戻っていないセクターが残りました。

顕著なのは、外食・娯楽などの労働集約サービス業で、消費はコロナ以前のトレンドまで回復していますが、雇用者数はコロナ前の水準にすら戻っておらず、相当の乖離があります（図表3）。当該セクターでは、売上が鈍っても、労働者が不足する状況は容易には解消されないとみられます。

米国ではトランプ政権下での移民制限の影響で外国生まれ人口が頭打ちになり、更にコロナ禍で労働者の行動が変わり、労働供給が抑制されました。移民政策の転換とコロナ正常化で22年頃から外国生まれの人口が大きく増え、その面から労働供給は回復に転じています（図表4）。ただ、数年に及んだ海外からの労働供給の抑制を取り戻すには至らず、労働集約的な業種の労働者数が、需要に追いつかない一因になっているとみられます。

極端な供給不足は外食・娯楽などに限定されますが、労働供給制約が強いことが一因となり、需要が減速しても労働市場の需給が緩みづらい状況をもたらしているとみられます。求人率は、22年央からピークアウト、労働市場の逼迫度合は和らいでいますが、歴史的には依然高い水準にあります（図表5）。労働市場全体が緩むほど求人が減るには、まだ時間を要する可能性があります。

深い景気後退を招く程、調整圧力は強まらない

通常、経済活動が失速する景気後退が起きる過程では、労働市場における調整が、所得・支出（消費）を更に押し下げる経路が働きます。ただ、コロナからの正常化の過程がまだ途上にあり、労働供給が不足気味な状況が長引いていることが、経済への下向きの圧力を和らげるバッファーになっているとみられます。

このため、FRB（米連邦準備理事会）による2022年3月以降の大幅な利上げをきっかけに、23年中に米経済が、深い景気後退に至るまで調整が大きくなる可能性は高くないでしょう。22年は約2%だった米国の経済成長率は、23年に更に減速する可能性が高いですが、深い景気後退に至らない程度の低成長になりそうです。

23年に米経済が深い景気後退に至らなければ、業績面から、米株式市場のダウサイドリスクは限定的になります。当面は利上げ継続へのリスクが意識され株式市場の頭を抑えるでしょうが、22年の最安値まで米国株が再び下落するリスクは高くないと、筆者は考えています。

インフレはやや高止まり、ただ再加速せず

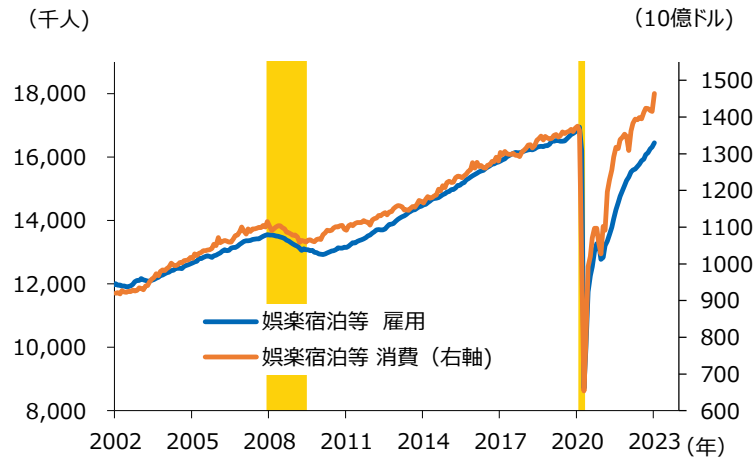
労働市場の底堅さに加えて、1月分インフレ統計ではサービス価格上昇が依然高いことが示され、FRBによる利上げ到達点が、12月時点のFRBメンバーの想定を超える可能性が高まっています。

ただ、労働市場の供給不足で、調整が大きくならないにしても、金融引締めで、総需要にブレーキがかかる状況は変わらないとみられます。このため、労働市場の逼迫は更に強まらず、失業率は緩やかに上昇、経済の低成長が続くとみられます。

年初に見られた経済復調の兆候は持続せず、2022年の高インフレが再来する可能性は限られるでしょう。FRBは、23年央以降利上げ打ち止めで引締め効果を見定めるフェーズに移るとみられ、深い景気後退に至るリスクは顕著に高まらないとみています。

図表3

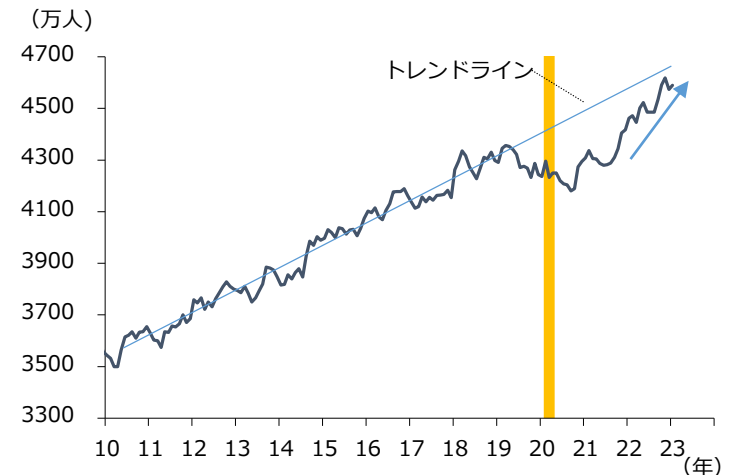
外食娯楽等セクター 雇用と消費



期間：2002年1月～2023年1月（月次）、シャドーは景気後退局面
（出所）米労働省、米商務省よりアセットマネジメントOneが作成

図表4

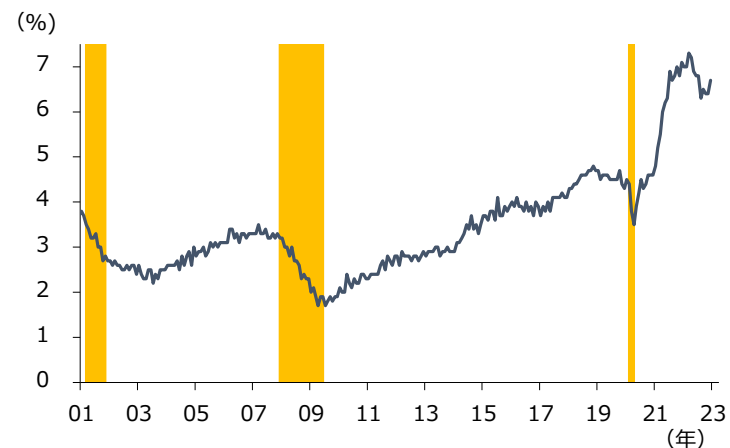
米 外国生まれの人口



期間：2010年1月～2023年1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5

米 求人率の推移



期間：2001年1月～2022年12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、求人率＝
求人数/（雇用者＋求人数）

※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りますため、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。