

## Topics

- ▶ 米国では、7-9月期まで個人消費の高い伸びが続いた。7月までの株高の資産効果などが支出意欲を高めた模様だが、更なる貯蓄率低下余地は限られるため、消費の高い伸びは持続しないとみられる。
- ▶ FRBは今後政策金利を据え置く可能性が高いが、夏場以降の長期金利上昇などで金融環境は引締まっており、2024年にかけて、米経済が急失速に至るリスクが懸念される。
- ▶ ただ、銀行貸出を經由した引締め効果は強まっておらず、また、利払い負担増に直面する米企業の対応余地がある。米国経済は失速に至らず、2024年には緩やかな減速経路をたどる、と予想される。

シニアエコノミスト 村上 尚己

## 個人消費主導の高成長は持続可能か

米国の2023年7-9月期実質GDP成長率は前期比年率約5%に上振れましたが、個人消費の強さが高成長を牽引しました。雇用が増えていることが消費を支えています。加えて同期に貯蓄率の低下が続き、9月には3.4%とかなり低い水準に達しました。足元の貯蓄率は、2010年～19年の平均値6.2%対比でかなり低く、持続するのは難しい低い水準とみられます(図表1)。

夏場に所得以上に消費が伸びたことは、消費意欲が強まったことを意味します。一つの背景は、7月末まで株高が続いたことなどの資産効果が、レジャーや自動車など高額消費を刺激したことでしょう。

ただ、所得の伸びを上回り、消費拡大が続く可能性は限定的とみられます。消費者ローンの金利負担増加など、既に金融引締めの、消費へのブレーキは水面下で効き始めているとみられます。クレジットカードなどの延滞率も、2019年と同水準まで上昇しており、これも消費抑制に作用しつつあります。

このため、今後、個人消費は所得の伸びに沿った伸びに落ち着くとみられます。7月末をピークに株価が頭打ちになる中で、消費者心理指数をみると、7月をピークにやや低下傾向にあり、消費意欲が落ち着く兆しがみられます(図表2)。

## 政策金利を24年半ばまで据え置く公算

FRB(米連邦準備理事会)は、10月31日～11月1日のFOMC(米連邦公開市場委員会)で政策金利を、2会合連続で据え置きました。10月19日の講演でパウエルFRB議長が、長期金利上昇などを踏まえて「慎重に政策判断を行う」という姿勢を見せていたことなどから、政策金利の据え置きは予想通りの結果でした。

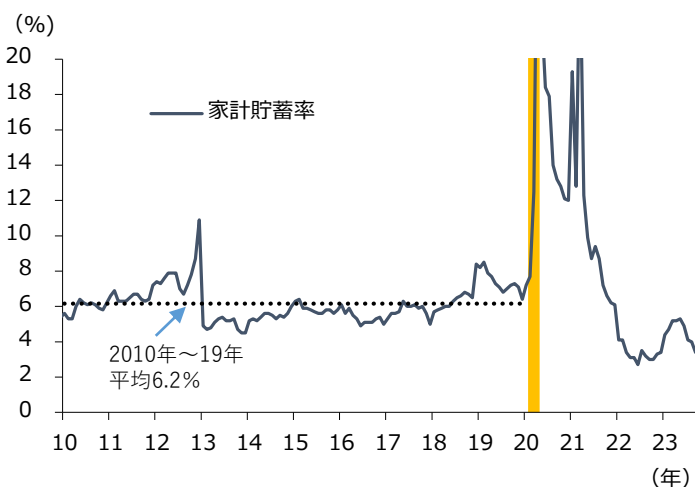
先行きについて「12月の会合についてはまだ何も決定していない」とパウエル議長は明言、追加利上げの選択肢は残っています。一方、年内の追加利上げ見通しが多数となっていた9月時点の政策金利見通し(ドットプロット)に関して、「次のミーティングまでにドットプロットの有効性は低下」と同氏は発言しました。FOMCメンバーの中で従前想定された追加利上げの姿勢が弱まっている模様です。夏場からの長期金利上昇で、金融引締めの効果が浸透する状況を踏まえて、「既に十分利上げした」かもしれないとの認識が、FOMCメンバーで広がっていると推測されます。

先に述べたとおり、7-9月の個人消費の強さは持続し難い一方で、金融市場を通じた引締めの影響に配慮を重視する中で、FRBによる追加利上げのハードルはかなり高まっている、とみられます。今後、24年半ばまでFRBの政策金利は据え置かれるだろう、と筆者は考えています。

次ページへ続く

図表1

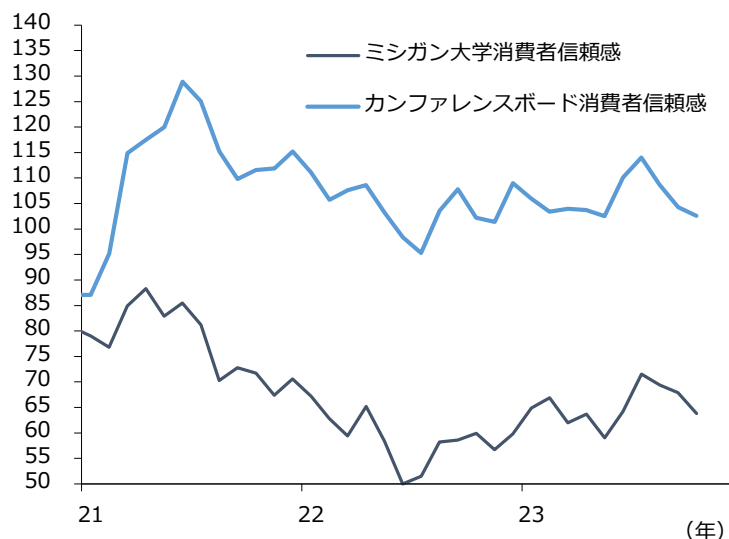
米 家計貯蓄率の推移



期間：2010年1月～2023年9月(月次)、シャドローは景気後退局面、表記されない月は、20年4月：32%、20年5月：22.7%、21年3月：26.1%。  
(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2

米 家計の消費者心理指数



期間：2021年1月～2023年10月(月次)  
(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。

## 夏場からの長期金利上昇をどう考えるか

FRBが追加利上げに慎重になった大きな理由は、夏場からの長期金利（10年国債金利）の上昇です。利上げを行った7月後半時点の3.9%付近から、10月にかけて一時ほぼ5%まで急ピッチに上昇しました。長期金利上昇には様々な要因が影響しているとみられます。筆者は、夏場まで続いた異例に大きな逆イールド（短期金利>長期金利）の修正が進んだ側面が大きいと考えています。

7月時点で、2年国債金利-10年国債金利の差は約1%で、1982年以降の逆イールドの局面で、同様の金利差拡大はほぼみられておらず「異例の逆イールド」と言えました。

23年7月にFRBスタッフが景気後退シナリオを撤回してから、市場での景気失速への懸念が和らぎました。こうした中で、異例の逆イールドが縮小することは、経済正常化に沿った動きと位置付けられ、長期金利の上昇はある程度避けられなかったと言えます。

一方で、最近の長期金利上昇は、FRBの政策ミスであるとの懸念も意識されます。利上げの引締め効果が表れるまでにはタイムラグがあり、利上げによる引締め効果が突然（非線形的に）強まるリスクが意識されます。

## 信用仲介を通じた金融引締めは緩やか

実際に、金融環境の引締めりが、家計・企業部門を中心に負荷をかけるとみられます。ただ、2024年にかけて、経済活動の急失速は回避されるだろう、と筆者は考えています。

一つの理由は、引締め効果が浸透する一方で、銀行貸出を経由した引締めの影響が、限定的にとどまりそうなことです。銀行の商工ローンに関する銀行貸出態度は、22年からかなり厳格化しました。過去を振り返ると、貸出態度厳格化に遅れて、銀行貸出の大幅削減が起きて、そして景気後退が到来しました（図表3）。

ただ、23年3月の中小銀行破綻を経ても、23年9月時点で銀行預金・貸出の減少率は、小幅なままです。信用仲介を通じた引締めが、過去の景気後退局面ほど強まらず、銀行貸出の大幅な減少に至らない可能性が高まっています。銀行の信用仲介機能を通じた引締めの影響が緩やかなままなら、大きな経済ショックは今後回避されることとなります。

## 金利上昇の負荷が増えても企業側に対応余地

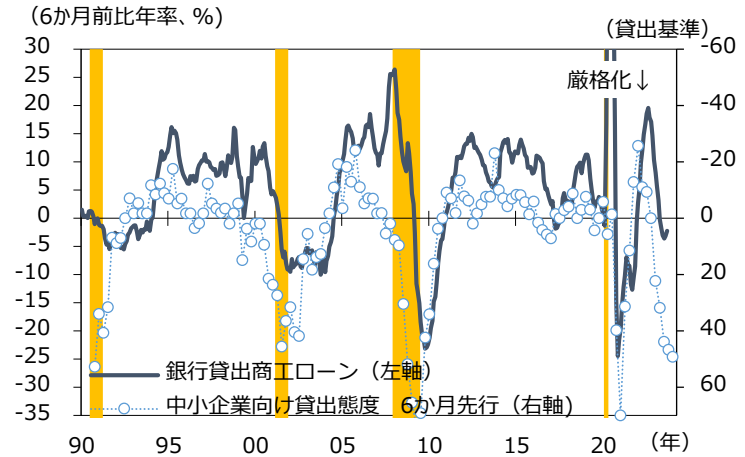
これまでの利上げの影響がタイムラグをもって表れ、今後、民間部門の利払い負担が強まります。特に、企業部門では、2024年以降、コロナ禍後に発行された社債の償還、銀行融資の借り換えが進み、利払い負担が、これまでより増えることが予想されます。

ただ、こうした利払い費の増加が、企業業績や設備投資行動に波及して、成長率にブレーキをかける経路は、限定的にとどまる可能性があります。

一つの理由は、今後予想される利払い費などの増加に対して、企業側の対応余地がありそうなことです。企業が保有する金融資産に占める、現預金等の流動性資産の割合は、コロナ禍後に12%台に大きく増えて、その後も11%台と高止まったままになっています（図表4）。コロナ感染拡大後の緊急事態に、銀行借入が大きく増え、当時は中小企業を含めて多くの企業に支援金などが支給されました。この時の余裕資金の一部分が、依然として、企業のバランスシートに計上されていることを意味します。

図表3

米 銀行貸出態度と銀行融資の動向

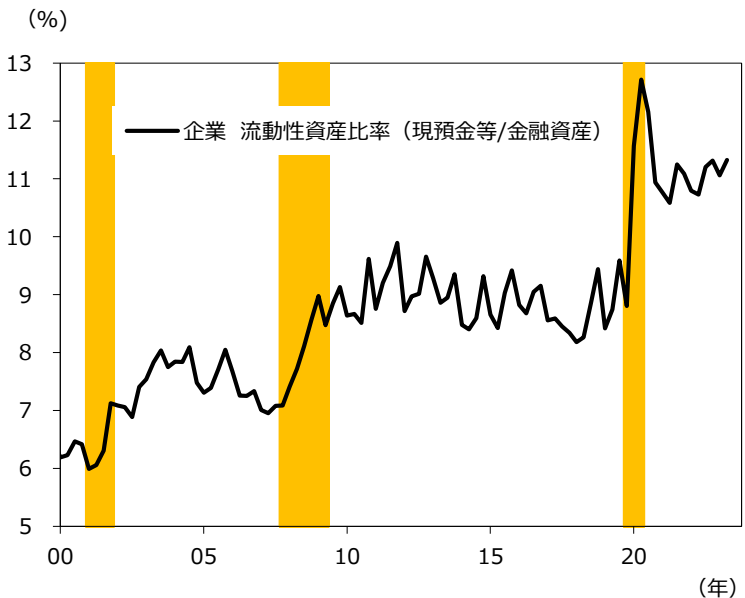


期間：銀行商工ローンは1990年1月～2023年9月（月次）、貸出態度は1990年Q2～2023年Q3（四半期）、6か月先行して表記、シャドーは景気後退局面

（出所）BloombergよりアセットマネジメントOneが作成

図表4

米 非金融企業 流動性資産比率



期間：2000年Q1～2023年Q2（四半期）、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

企業全体で従来よりも多くの流動性資産を保有していることは、今後利払い費の負担増加に直面しても、社債償還や借入金返済など、企業が柔軟に対応できる余地があることを、示唆していると言えます。

銀行貸出・企業のバランスシートの状況は、コロナ禍後に供給された銀行や企業への流動性（手元資金）が残り、経済全体への下押し圧力を和げるバッファーとして、当面機能し続ける可能性を示しています。

このため、24年にかけて強まると予想される引締めによる景気減速圧力は強まらず、米国経済は緩やかな減速をたどると筆者は予想しています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および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。