



2024年3月
TOPIC OF THE MONTH

米国経済の底堅さを巡る 6つの疑問

執筆者

マムード・プラダン
アムンディ・インベストメント・
インスティテュート
グローバル・マクロ経済部門
ヘッド

**アンナリーザ・
ウサルディ、CFA**
アムンディ・インベストメント・
インスティテュート
シニアエコノミスト

重要ポイント

米国では、利益率や先行経済指数の悪化により今後数四半期の軟調が示唆されるなど、経済減速の兆しが見られる。

クレジットカードや自動車ローンの延滞率の増加により、若年層・低所得層の家計を中心に金融ストレスが高まっていることがうかがえる。

景気抑制的な金融政策や高水準の住宅ローン金利が住宅市場の活動低下に寄与しており、この傾向は2024年も継続すると予想される。

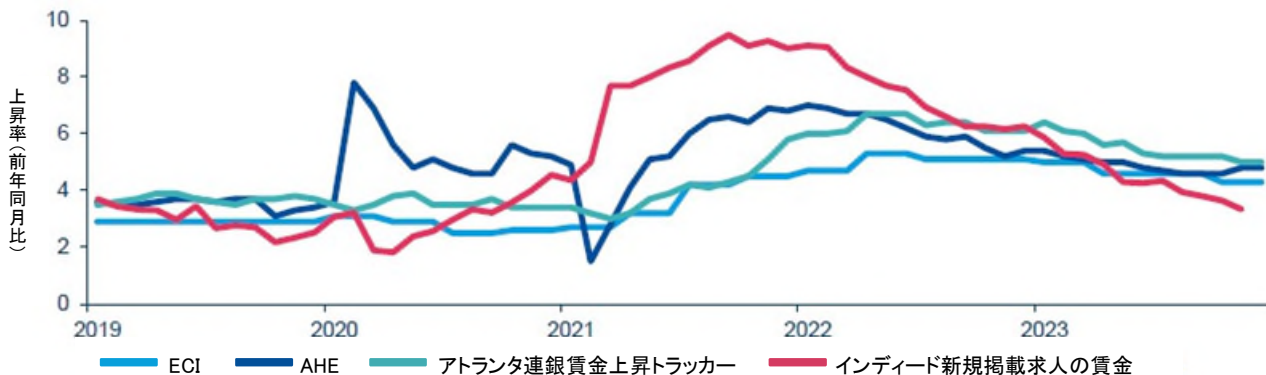
足元の米国経済指標はインフレの根強さを示していると考えてよいでしょうか？

1月はいくつかの経済指標が上振れました。輸入物価指数、生産者物価指数、消費者物価指数(CPI、総合とコアともに)、個人消費支出(PCE)デフレーターなどがその代表です。物価上昇の一因は通常の季節調整では十分に考慮されない季節変動であるとみられ、昨年と同様の現象が起きています。コアサービス価格のインフレの一部は、旺盛な内需が引き続き下支えとなっているものの、コア価格のデysinフレは、住居費の中でも特に家賃(サービス価格の主要な項目)の低下が著しく、今年いっぱい継続する見込みです。

米国経済は2024年も底堅さを維持することができるでしょうか？ また個人消費についてはいかがでしょうか？

1月の小売売上高が振るわず、昨年11月と12月の数値も下方修正されたことから、当社では個人消費支出が減少する可能性があるかとみています。ミシガン大学消費者信頼感指数をはじめ、いくつかの調査データは6か月ぶりの低下となりました。ホリデー支出が増加した反動がこの低下の一因だと考えられます。しかし、インフレ指数に反映されない物価高の進行や借入コストの上昇により実質的な過剰貯蓄が圧迫されていると考えられるため、今後は各指標の軟化が一段と鮮明になると予想されます。

チャート: 賃金の伸びはより正常な水準に向かって低下する見込み



出所: 米労働統計局、インディード、アトランタ連邦準備銀行のデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成(2024年2月29日現在)。
ECI=雇用コスト指数、AHE=全労働者の平均時給



家計の借入コストが上昇しているとのことですが、最近はどのような傾向が見られますか？

ニューヨーク連邦準備銀行の報告によれば、クレジットカードや自動車ローンの延滞率は引き続き上昇しています。個人消費は今のところ過剰貯蓄の取り崩しで支えられているものの、米国の家計は債務を膨らませており、一部の債務は返済が滞っています。特にクレジットカードや自動車ローンの延滞率は、今やコロナ禍前を上回る水準となっており、昨年第4四半期にはクレジットカード残高の約8.5%、自動車ローンの約7.7%が延滞に移行しました。この上昇傾向からは、若年層・低所得層の家計を中心に金融ストレスが高まっていることが示唆されます。金利上昇の影響で毎月の返済額も増え続けており、購買力の低下が進んでいます。

現在の米国労働市場をどう評価していますか？

米国労働市場は強弱材料が入り混じっています。雇用者数が上振れし、失業率が過去最低水準で推移する一方で、景気循環に伴う雇用が鈍化し、週平均労働時間(今ではコロナ禍前と同水準に戻っている)が減少していることから、当社では労働需要が低下しているとみています。実際、労働参加率の低さが雇用保蔵(企業による余剰労働力の抱え込み)を長引かせた可能性があり、企業は人員削減を遅らせることもあり得ます。しかし、労働市場における労働者の行動は変化しつつあります。離職率が減少傾向にあることから、労働者の中で転職難が広がり、複数の仕事を掛け持ちする労働者が増えている状況がうかがえます。家計調査では雇用の伸びが失速しており、また求人件数や採用件数も減少しています。以上のことから、当社では雇用の伸びは今後一段と低迷し、賃金も伸び悩むとみています。

賃金上昇の動向をどう見ますか？

注目すべきは、雇用コストが低下している点です。雇用コスト指数(ECI)は、当社の予想や離職率の推移に関連する予測に沿って(緩やかに)低下しています。アトランタ連邦準備銀行が算出した賃金上昇率がピーク時から大幅な減速を示し、米国の求人検索サイト「インディード」に掲載された新規求人の賃金上昇率が2019年の水準に回帰していることから、賃金上昇の正常化は今後も続くことが示唆されます。

今後の大幅な経済減速を示す兆しとしては他に何がありますか？

先行指標:米国の調査会社「コンファレンス・ボード」の景気先行指数が1月で22ヵ月連続の低下となったことで、後退局面が迫りつつあることが引き続き示されました。同指標からは、景気の低迷が今後一層鮮明になることが示唆されます。通常であれば、景気後退入りはもっと早いと予想するところですが、今回は極めて積極的な財政政策により家計が過剰な貯蓄を抱えているのに加え、失業率も低く抑えられていることが影響した形です。

鉱工業生産の低迷:コンピューターや防衛関連の生産が堅調な伸びを示す反面、全体的な製造業生産は消費者志向の企業を中心に悪化しています。各地区連邦準備銀行の製造業指数は依然として低迷しており、また米供給管理協会(ISM)の直近の製造業景況指数が16ヵ月連続の50割れとなったことで、製造業不振の長期化が浮き彫りになっています。

利益率の低下:利益率の低下(S&P500構成企業など、ファクトセット調べ)を受けて、企業は不採算投資や不要コストの削減に着手するとみられます。また、全米自営業者連盟(NFIB)の調査によれば、米国の雇用の約40%を占める中小企業の利益見通しは景気後退圏にあります。こうした状況を受けて、非住宅投資や設備投資、雇用が削減される可能性が高いと考えます。

国内総生産と国内総所得のかい離:実質国内総生産(GDP)が回復する一方で、需要の下支えとなる実質国内総所得(GDI)が7四半期連続で横ばいになるという極めて異例の事態が起きています。GDPとGDIのかい離からは、家計が需要を満たすためにローンの借入や貯蓄の取り崩しへの依存を強めていることが示唆されますが、こうした状況は、特に高金利環境においては是正されることになると考えます。

景気抑制的な金融政策:2023年の住宅市場の活動(取引件数)は、住宅ローン金利の高さが影響し、20年ぶりの低水準となりました。2024年には状況が好転するとの見方もありますが、それをよそに30年物住宅ローン金利はまたしても7%を上回る展開となっています。住宅市場の活動は回復が見込まれるとはいえ、極めて低水準からの回復となりそうです。

労働市場には、週平均労働時間の減少、労働参加率の低迷、求人・採用件数の減少など、減速の兆しが見られます。

先行指標、鉱工業生産、各地区の製造業指数は、いずれも景気減速の可能性を示唆しています。



A I I * CONTRIBUTORS

SERGIO BERTONCINI
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

POL CARULLA
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

UJJWAL DHINGRA
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

SILVIA DI SILVIO
CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

PATRYK DROZDIK
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

DELPHINE GEORGES
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

GIAUSA GABRIELE
JUNIOR MACRO STRATEGIST

KARINE HERVÉ
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

SOSI VARTANESYAN
SENIOR SOVEREIGN ANALYST

DESIGN & DATA VISUALIZATION

CHIARA BENETTI
DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

VINCENT FLASSEUR
GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

CHIEF EDITORS

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER
GROUP CIO

MATTEO GERMANO
DEPUTY GROUP CIO

EDITORS

CLAUDIA BERTINO
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

DEPUTY EDITORS

FRANCESCA PANELLI
INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

TRISTAN PERRIER
MACROECONOMIST AND INVESTMENT INSIGHTS SPECIALIST

GIANLUCA GALLARATE
INVESTMENT INSIGHTS & PUBLISHING

* Amundi Investment Institute

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 8 March 2024. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 11 March 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

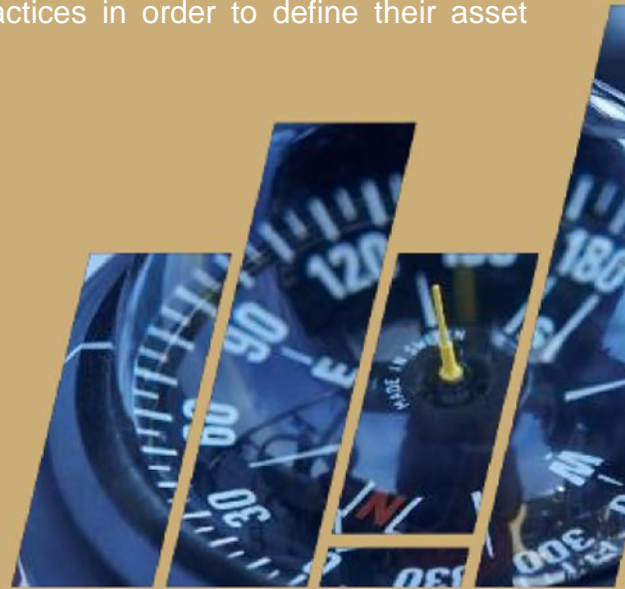
Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - Matthias Clamer.



Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Institute. This independent research platform brings together **Amundi's** research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Institute. Its aim is to produce and disseminate research and **Thought Leadership** publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.



Get the latest updates on:

- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research

[Visit our Research Center](#)



Visit us on

