

## Special Report

ソニーフィナンシャルグループ(株)  
金融市場調査部 シニアエコノミスト  
渡辺 浩志

## 米国の投資環境の悪化と景気後退の行方

## KEY POINT

- 利上げで実物資産の投資環境が悪化。住宅投資は逆ざやとなり腰折れ。設備投資は利ざやを保ち増勢維持
- 一国全体の投資環境は名目潜在成長率と国債金利の差で測るのが適当。ただし、短期金利と長期金利が名目潜在成長率(4%)を挟んで上下に割れる現状、何を投資コストの尺度とするかで景気判断も変わる
- マクロの投資コストは短期金利でみるのが妥当であり、その下限である政策金利を基準にするのが簡便で有用
- 政策金利はすでに名目潜在成長率を超え、米国は景気後退に片足を踏み入れている。FRBは年内の利下げを強く否定。マクロの逆ざやが1年超続く状況下で米国が景気後退を回避する可能性は低い
- 利上げで金融環境も悪化。貸出態度が50を超えても景気後退にならなかったことは、過去30年、一度もない
- 浅い景気後退を想定。金融不均衡なく金融システムも頑健な現状では、バブル崩壊や金融不安のリスクは小
- 労働需給はタイトで失業率は上昇しても5%止まり。インフレのピークアウトで消費者マインドは急回復へ。24年の利下げ開始で固定資産投資も復調し、24年後半に米国は景気後退を脱却へ

## 利上げで悪化する投資環境

FRBは金融引き締めを続けている。金融引き締めは景気を悪化させて需要を減らし、インフレを退治しようとするものだ。その影響は「投資環境」と「金融環境」の悪化という2つの経路を通じて実体経済に波及する。

投資環境とは、端的には「利ざや(投資リターンとコストの差)」である。利上げによって市中金利(投資コスト)が上昇すれば、実体経済から得られる投資リターンとの差は縮小し実物資産への投資妙味は薄れる。さらに進んで、コストがリターンを上回る「逆ざや」に転じれば、投資はするだけ損になる。マネーは実物資産から貯蓄へと引き揚げられ、投資需要は腰折れする。

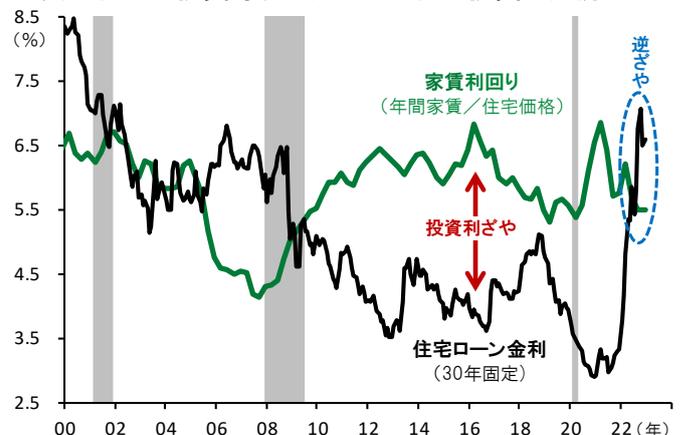
利上げによる投資環境の悪化はどこまで進み、米国が景気後退に陥るリスクはどこまで高まったのか。まずは、代表的な実物資産である住宅と生産設備について点検する。

## &lt;住宅投資&gt;

住宅投資のリターンは、購入した住宅を賃貸に回すと想定した場合の収益率であり、家賃利回り(=年間家賃/住宅価格)で測ることが出来る。一方、投資コストは住宅ローン金利だ。図表1の通り、現在の米国の家賃利回りは5.5%、これに対して住宅ローン金利(米国では利用者の約7割が30年固定型を選択)はひと頃に比べ下がったとはいえ6.2%だ。住宅投資は大幅な逆ざやであり、GDPベースの住宅投資は前年比でも前期比年率でも二桁のマイナスとなっている。住宅価格の大幅下落(家賃利回りの上昇)や住宅ローン金

利の低下によって投資環境が大きく改善するまで、米国の住宅投資の回復は見込みがたい。

図表1:住宅の投資環境～逆ざやで住宅投資は腰折れ



注:住宅ローン金利は、抵当貸付銀行協会(MBA)30年固定金利  
出所:米抵当貸付銀行協会、米センサス局、SFGI

## &lt;設備投資&gt;

生産設備の投資環境はどうか。設備投資のリターンは生産設備からどれだけの利益が得られるかであり、総資産利益率(ROA)で測ることが出来る。一方、投資コストは企業の資金調達金利(ここではプライムレートと投資適格社債利回りの平均値とする)である。

図表2の通り、現在の米国の製造業のROAは6.8%、調達金利はそれを下回る5.9%だ。住宅投資とは異なり、設備投資ではまだ一定の利ざやが確保されている。それゆえGDPベースの設備投資はプラス成長を維持している。

図表2: 生産設備の投資環境～順ざや保ち投資は堅調



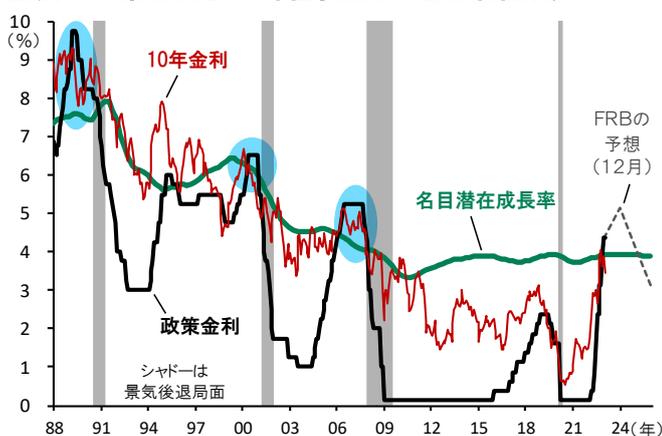
注: 調達金利はプライムレートと投資適格社債利回りの平均値  
出所: 米商務省、Bloomberg、SFGI

## 一国全体の投資環境 10年金利低下で景気後退を回避できるか

以上のように、投資環境の良し悪しが米国の住宅投資と設備投資の明暗を分けている。住宅投資はすでに典型的な景気後退局面の様相を呈しているが、設備投資はいまも前年比で二桁の増加が続いており、景気後退期にみられる前年割れとは距離がある。経済部門ごとに状況はまちまちであるため、この先米国が景気後退に陥るか否かを見通す上では、一国全体(マクロ)の投資環境の点検が重要だ。

ここでマクロの投資リターンは短期的な景気変動リスクを除いた巡航速度の経済成長率である「名目潜在成長率」とみるのが妥当だ。また、それに対応するマクロの投資コストは無リスク金利である「国債金利」を用いるのが適当だろう。国債金利が名目潜在成長率を上回れば、一国全体の投資環境が逆ざやとなる。また、それが一定期間続くと投資マネーは実物資産から貯蓄へと引き揚げられて行き、米国は景気後退に陥ると考えられる。なお、この考え方は図表3に見るように、過去の米国経済に比較的好く当てはまってきた。

図表3: 政策金利と10年国債金利、名目潜在成長率



注: 名目潜在成長率はCBO試算の潜在成長率+物価目標2%  
出所: CBO、Bloomberg、SFGI

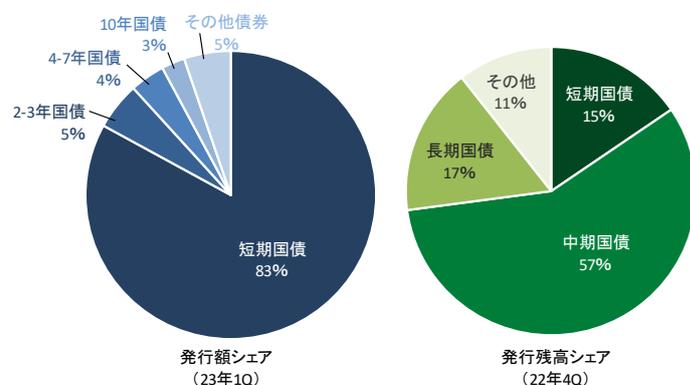
だが悩ましいのは、現在は年限ごとの国債金利の水準に大きなばらつきがあることだ。従来は、利上げの最終局面で政策金利と各年限の国債金利がおおむね一致(イールドカーブがフラット化)していたため、どの年限の国債金利を基準にしても景気後退の判断に違いは出なかった。

しかし、足下ではFRBの急速な利上げに押し上げられて短期国債(TB)の金利は4.6%前後まで上昇している一方、将来の景気後退懸念の高まりを反映して10年国債金利は3.3%台まで低下している(早期に異例の幅で逆イールドが拡大)。短期と長期の国債金利が名目潜在成長率(4%)を挟んで上下に割れる状況では、投資コストをどの年限の国債金利で測るかによって、マクロの投資環境の悪化度合いや米国が景気後退に陥るか否かの判断は変わってしまう。利上げはまだ続き、長期金利は本年末にかけて更なる低下が見込まれる。マクロの投資コストを10年金利で測るなら、米国は景気後退を回避できるという結論になる。

## 一国全体の投資コストの尺度は短期金利

では、どの年限の金利が一国全体の投資コストの尺度として適当なのか。一つの答えは、マクロの平均的な金利、すなわち流通量で加重平均した国債金利ではないか。現在の国債発行額をみると短期国債が83%と圧倒的に多い。また、発行残高では短・中期国債が72%を占めている(図表4)。

図表4: 米国債の発行額と発行残高のシェア

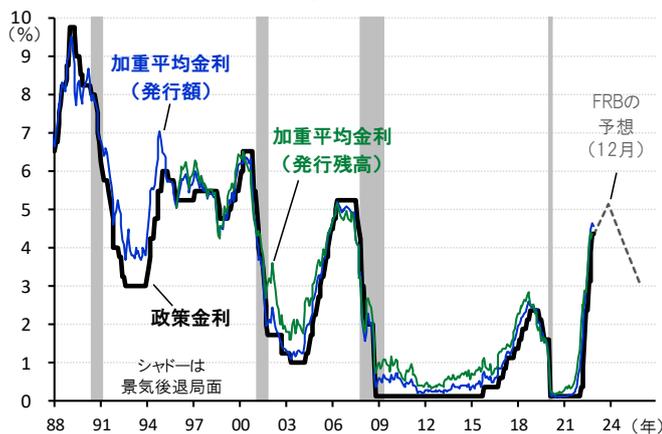


出所: 米財務省、SFGI

国債の発行額と発行残高で加重平均した年限はそれぞれ1.1年、3.3年と短期であり、マクロの投資コストは短期金利で測るのが妥当と思われる。もっとも、短期金利は期間リスク(タームプレミアム)が小さいため、その水準はFRBの政策金利と大差がない(図表5)。企業の調達金利がプライムレート(=政策金利+プレミアム)に基づいて決まるように、マクロの投資コストは短期金利の下限である政策金利を基準にするのが最も簡便であり、わかりやすい。

現在、政策金利は4.375%、加重平均金利は約4.5%であり、いずれも米国の名目潜在成長率を超えている。経済部門ごとのばらつきはあるが一国全体では逆ざやとなっており、米国はすでに景気後退へ片足を踏み入れているといえる。

図表5: 加重平均金利と政策金利はほぼ同水準



注: 国債の発行額と発行残高のシェアで各年限の国債金利を加重平均した  
出所: FRB, 米財務省, Bloomberg, SFGI

いま市場参加者はインフレ率の低下や景気後退リスクを理由に早期の利上げ停止や利下げへの期待を高めている。だが、パウエル議長を始めFOMC参加者全員はインフレの粘着性やインフレ予想の上振れリスクを警戒しており、更なる利上げを予想するとともに年内の利下げを明確に否定している。仮に利上げが早期に停止したとしても、利下げに転じることがなければ、すでに逆ざやの投資環境は一年以上続くことになる。そうした状況下で米国が景気後退を回避する可能性は低い。

### 金融環境も悪化

設備投資は現時点ではプラスの利ざやが維持され、増勢を保っている。だが、FRBの利上げによるさらなる市場金利の上昇と、景気悪化に伴うROAの低下が予想されることを合わせて考えれば、設備投資も間もなく逆ざやに転じる公算が大きい。

なお、利上げによる投資環境の悪化は、倒産リスクや貸し倒れリスクを高める。これが、銀行の貸出態度の厳格化や貸し渋りを招いて、金融環境(資金繰り)の悪化に発展している。また、利上げに伴い拡大する逆イールドが銀行の預貸業務の収益性を悪化させ、貸し渋りを助長する面もある。

図表6: 貸出態度(金融環境)と設備投資の連動性



注: 過去は貸出態度が50%を超えると間もなく景気後退となる傾向  
出所: FRB, BEA, SFGI

図表6の通り、貸出態度は既に大きく悪化しているが、これは設備投資が間もなく腰折れ(前年割れ)することを示唆している。貸出態度は次回調査(2月)で50%界を上回ると見込まれるが、過去30年、貸出態度がこの水準を上回って厳格化しても景気後退に陥らなかったことは一度もない。

そうしたなかで、個人消費の底堅さが景気を下支えする可能性はある。ただし、個人消費の1割超を占める耐久財消費はローンを組んで行われることが多く、金利上昇局面では減少しやすい。また、自動車や家具・家電など住宅関連が多い耐久財消費は、住宅投資の減少に巻き込まれやすい点は留意しておきたい(図表7)。

図表7: 住宅投資と耐久財消費の連動性



出所: BEA, SFGI

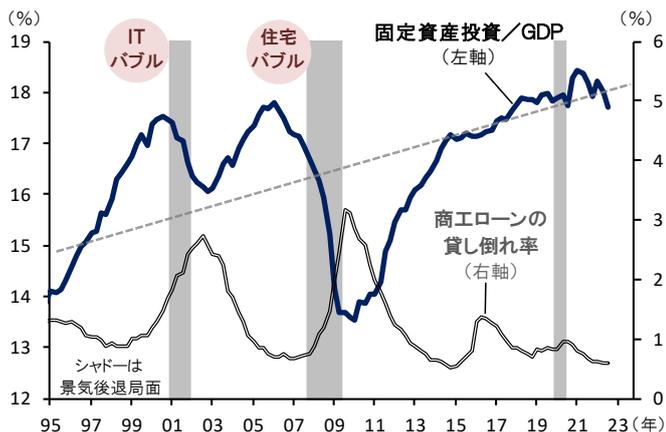
### 浅い景気後退を想定

当社では利上げによる投資環境と金融環境の悪化によって米国が今年後半から景気後退に陥ると予想してきた。足下で10年金利が名目潜在成長率を大きく下回っているが、政策金利で測ったマクロの投資環境はすでに逆ざやとなっており、景気後退の見通しは不変だ。問題はその深さだが、この点、当社ではマイルドなりセッションを想定している。

景気後退の深さは事前にどれほどの過剰投資や過剰債務、バブルのような金融不均衡が蓄積されているかによるところが大きい。しかし、現在の固定資産投資率は一定のトレンドから大きく乖離しておらず、過去のバブル期に匹敵するような極端な上振れ(過剰投資)は見られない(図表8)。

また、債務残高や債務返済額の所得倍率は低く、家計や企業に過剰債務は見当たらないため、今後貸し倒れが急増する可能性も低い。また、そもそも米国の金融システムは頑健だ。FRBによる昨夏のストレステストでは、失業率10%、不動産価格40%下落、株価55%下落となっても、大手金融機関33行の全行で自己資本比率は合格ラインの2倍超を維持できるとの結果だ。そのため、米国がバブル崩壊や金融システム不安に伴う深い景気後退に陥る可能性は低いと思われる。

**図表8: 米国の固定資産投資と貸し倒れ率**



出所: BEA, FDIC, SFGI

なお、現在の米国では労働需給が極端に逼迫している。そのことは賃金インフレを長引かせ金融引き締めを長期化させ得る半面、失業率の大幅な上昇を抑え、景気後退の痛みを和らげよう。図表9に見るように、リーマン・ショック後は労働参加率の急低下と旺盛な求人を背景に失業率が大きく低下し、GDPギャップとの乖離が拡大した。労働参加率はコロナ禍後もう一段低下したほか、米国の労働市場にはいまなお1千万人超の求人が滞留している。この先の景気後退でGDPギャップのマイナス幅は相応に拡大するが、失業者は増えにくく、失業率は上昇しても5%近辺までに止まりそうだ。なお、FRBは23、24年末の失業率を4.5%と予想している。失業率の上昇幅は通常の景気後退局面の半分以下にとどまり、今回は実感の薄い景気後退となることが見込まれる。

**図表9: 労働参加率の低下と旺盛な求人で GDPギャップから乖離する失業率**



注: GDPギャップ=(現実のGDP/潜在GDP-1)×100、予想は当社  
出所: BLS, BEA, CBO, SFGI

こうしたなか、未曾有の悪化となっていた消費者マインドは足下で急速に持ち直している。図表10の通り、消費者マインドはインフレ率と失業率を合計した「悲惨指数」と連動している。足下では利上げによる景気悪化がインフレを減速させ、家計購買力への打撃をやわらげている状況だ。だが、この消費者マインドの改善は必ずしも景気後退の回避を意味している訳

ではなさそうだ。消費者マインドの方向は改善しているが、水準ははまだ過去の景気後退期よりも低い。そうした中で小売売上の不振など、個人消費には停滞の予兆がみえる。

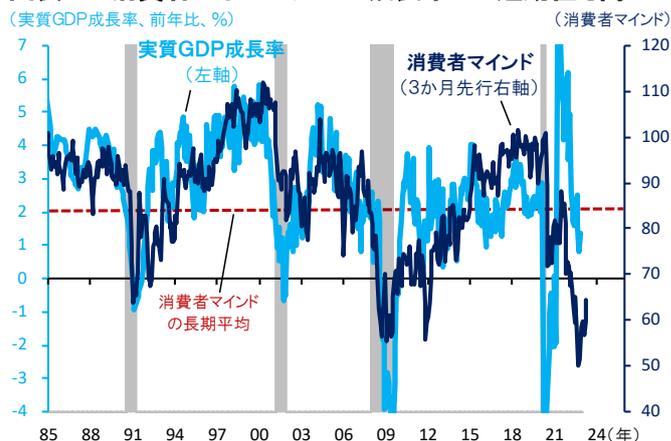
**図表10: 悲惨指数と消費者マインド**



注: 悲惨指数=CPI前年比+失業率  
出所: BLS, ミシガン大学, SFGI

ただ、この先も景気が悪化するなかで、消費者マインドの改善は続きそうだ。FRBの見通しを基にすれば、CPI(総合)はいまから年末までに▲4%近く低下し、失業率は約1%上昇する公算。この場合、悲惨指数は7%近辺まで改善する。これに沿っていけば消費者マインドは年内にも平時(長期平均、86)を上回る水準まで改善しよう。個人消費はいったん悪化するも、比較的早く復調しそうだ。インフレ沈静化の道筋がはっきりする2024年にはFRBが利下げに転じ、投資環境や金融環境の改善とともに投資需要も上向こう。当社では、米国経済は2024年後半に後退局面を脱すると見込む。

**図表11: 消費者マインドはGDP成長率との連動性も高い**



出所: BEA, ミシガン大学, SFGI

なお、図表11の通り消費者マインドはGDP成長率との連動性も高い。インフレが思いのほか速く沈静化すれば消費者マインドの改善が景気回復を早める可能性がある。一方、浅い景気後退がインフレ沈静化を遅らせれば、消費者マインドの改善は遅れるほか、より厳しい利上げが深く長い景気後退を招くリスクもある。

渡辺浩志



**尾河 真樹 (おがわ まき)**  
 執行役員 兼 金融市場調査部長  
 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明 (かんの まさあき)**  
 金融市場調査部  
 シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



**石川 久美子 (いしかわ くみこ)**  
 金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)**  
 金融市場調査部 担当部長  
 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)**  
 金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



**宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)**  
 金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

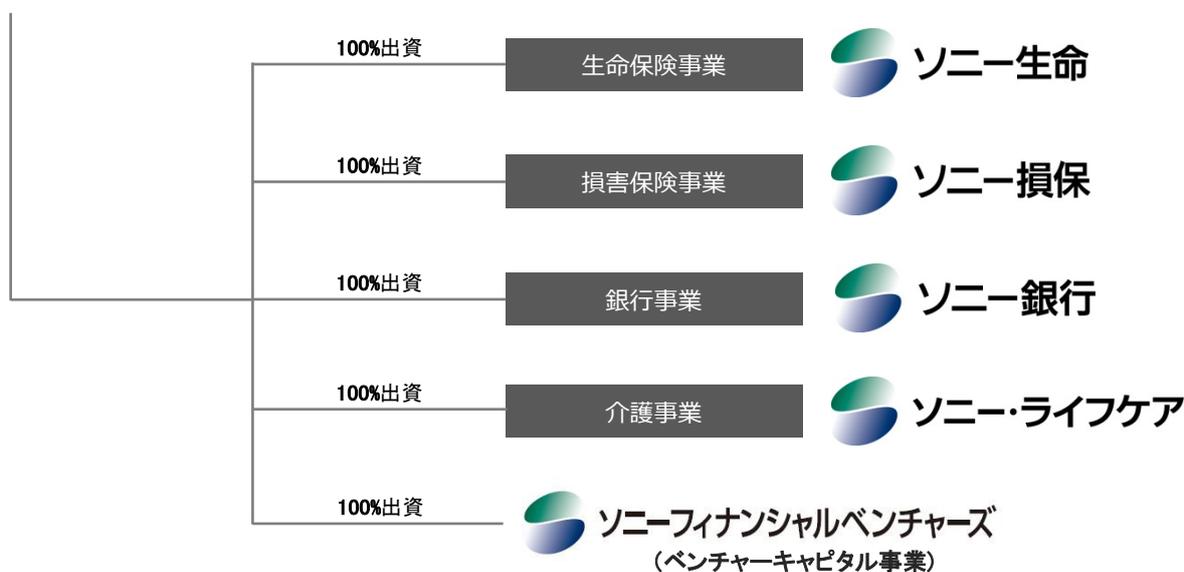
## 本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>