

ストラテジーブレティン (309号)

まだ気づいていない米国景気回復論
～騒ぎすぎの米国バブル破裂論～

【緊急企画】安倍元首相追悼 武者サロンセミナー

産経新聞ワシントン駐在客員特派員 古森義久

2022年7月21日(木曜日)
18:30開演(18:00受付開始)～20:30
会場：紀尾井フォーラム 千代田区紀尾井町4-1
ニューオータニガーデンコート 1F

Shinzo Abe
1954-2022

武者 陵司

株式会社 武者リサーチ
代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒108-0075

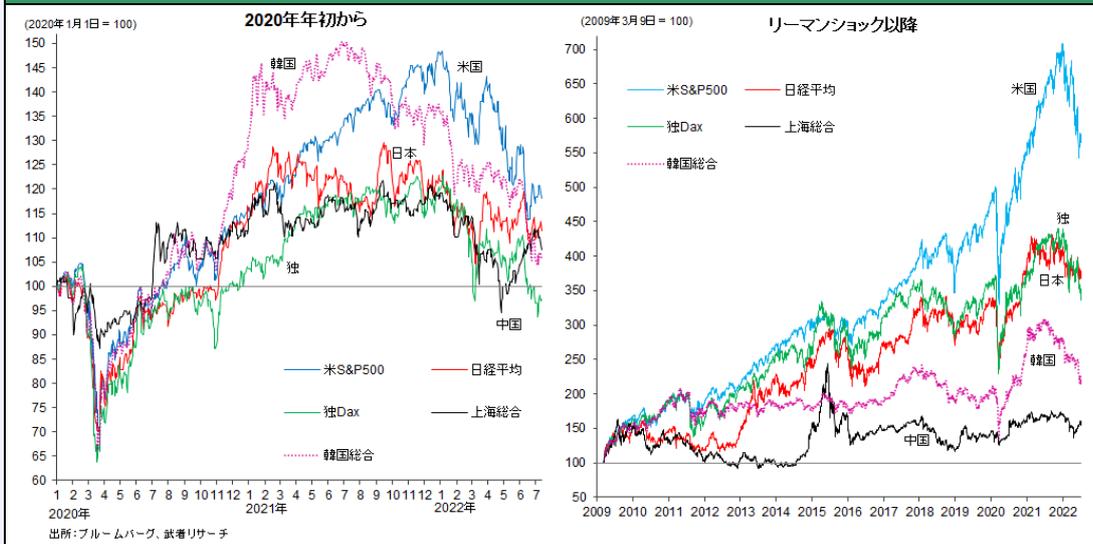
東京都港区港南 2-16-7

セミナーの詳細は最終 6 ページをご覧ください。

大波乱の2022年前半を終えた。前半のパフォーマンスは、TOPIXは▲5%とS&P500▲20%に比し堅調だったが、ドルベースで見ると▲20%と米国並みの下落であった。

ほぼ世界株価は今年前半で底打ちしたのではないかと。後半から2023年にかけて波乱は残りながらも、徐々に堅調になっていく公算が大きい。米国株は年間では▲10～0%とマイルドな落ち込みになっていくものと思われる。今は絶好の投資場面かも知れない。

図表 1: 世界の主要株価指数推移



なぜ希望が持てるのか。今後3つの好材料が期待できる。①インフレピークアウト、②利上げ一巡感の醸成、③FRBは良いインフレを殺さない、である。

(1) インフレは確実にピークアウトする

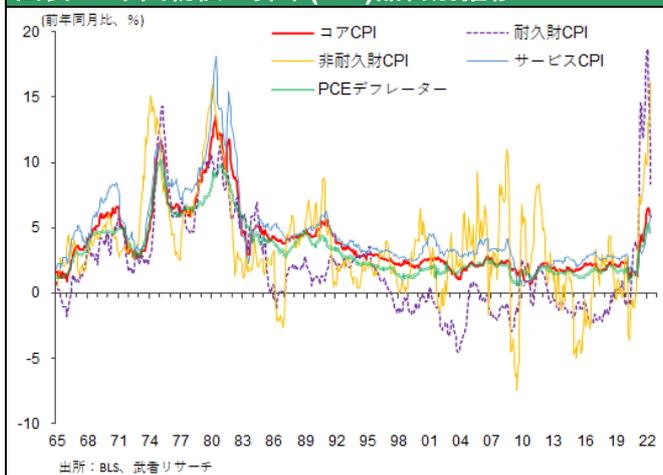
複雑骨折のインフレ、前例は当てはまらない

第一にインフレ鎮静化が見込まれる。今のインフレは極めて特殊、異なるいくつかの要因が重層的に高インフレをもたらした。それが一度に積み重なった複雑骨折型のインフレだ。かつてのインフレ論を一般的に当てはめるのは間違い、1970～80年代のスタグフレーションが再燃する可能性はほとんどない。また「景気過熱による賃金上昇がインフレの原因、景気を冷やすことが必要だ」という一般論を、軽々に当てはめることは危険だ。

サプライチェーン要因は今後物価下落要因に

インフレの第一の原因は、サプライチェーンの混乱である。CPI 耐久財指数が前年比 17%も上昇したことはかつてなかった。そもそも耐久財は米国でも日本同様長期的に下落することが常態、それが急上昇した。典型が半導体不足による自動車の大幅な減産である。供給難から新車・中古車価格が急騰した。またコロナ禍の下での巣ごもり需要で PC・スマホなどハイテク機器需要が急増し価格上昇に拍車をかけた。しかしサプライチェーンの制約は今後緩和していく。港湾での船舶渋滞は急速に改善し、運賃が値下がりしている。また巣ごもり需要の一巡で PC・スマホが生産調整に入り、メモリなど半導体価格が下落し始めている。またドル高による CPI 下落圧力が見込まれる。コアコモディティ(食料エネルギーを除く財)は CPI の 21% ウェイトを持っており、その 8割は輸入品である。年間約 3兆ドルの輸入があるが、ドルは既に前年比 10%ドル高になっており、その CPI への寄与は 3000億ドルの価格下落、CPI 全体を約 1.5%引き下げる。

図表 2: 米国物価上昇率(CPI)品目別推移



インフレの第二の理由は、戦争による原油・ガス・穀物価格の高騰だが、これもピークアウトする可能性が高い。ロシア禁輸の代替エネルギーが模索され、ドイツでの石炭火力の増産、LNG 輸入、EU での原発稼働強化、サウジなどでの原油増産が追及されている。バイデン氏の 7 月中東歴訪は、米国エネルギー政策の供給重視への転換を示唆する。他方ロシアからのガス・原油供給はインド・中国向けへの輸出先シフトにより大きくは減少しない。供給は増え、世界成長鈍化により需要は軟化する。今急騰している米国の CPI 非耐久財指数もピークアウトしていくだろう。

賃金上昇率、減速明確に

インフレの第三の理由は賃金上昇。インフレによる購買力低下を補填するための賃金上昇は 2021 年後半から加速していたが、前月ベースでは鈍化してきた。最も広く観測されている平均時給(Average Hourly Earnings)ははっきりとピークアウトしたように見える(例外は建設業)。前月比推移は、21/ 9 月(0.5)、10 月(0.6)、11 月(0.4)、12 月(0.5)、22 年 1 月(0.6)、2 月(0.1)、3 月(0.5)、4 月(0.3)、5 月(0.4)、6 月(0.3)となっている。消費者心理の悪化、株価などの資産価格下落が効果を示し始めたとも考えられる。株価は年初ピークから 25%下落し、株式時価総額は 42 兆ドルから 32 兆ドルまで 10 兆ドル減少した。同様に仮想通貨時価総額が 2.9 兆ドルから 0.9 兆ドルへと 2 兆ドル、合計 12 兆ドルの富が失われた。資産効果(1 の資産価格変化の GDP 消費に対する影響)は 3.2%と計算されているので、それによる消費需要減は 4600 億ドル、GDP を約 2%押し下げる。いわば利上げの脅しだけで株価が下落し、自動的景気抑制(Automatic stabilizer)が働いていると見ることができる。ミシガン消費者信頼感指数の極端な落ち込みはそうした心理の悪化を大きく投影している。

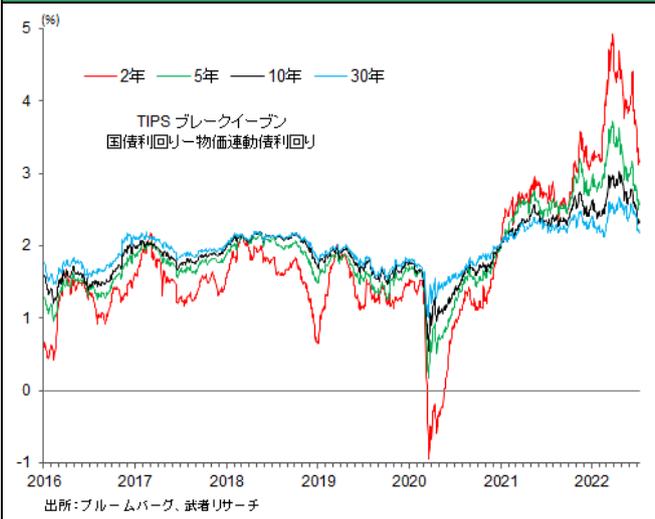
これらを総合すると今年後半以降、物価データが顕著な上昇率低下を示すことになるだろう。

(2) 金融市場はFRB引き締め一巡を予見している

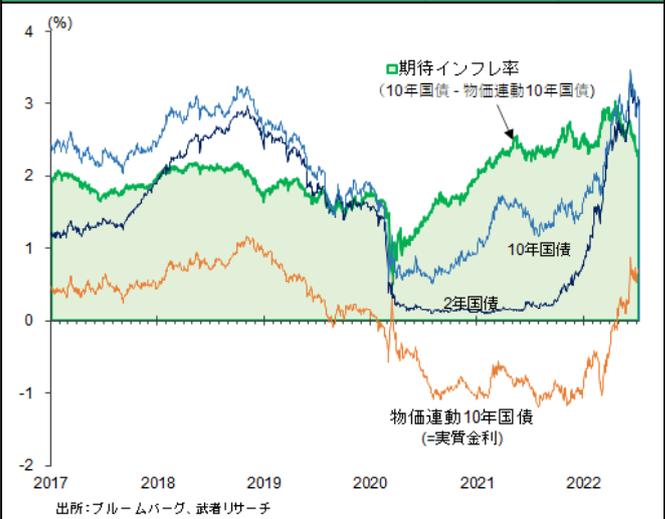
インフレ期待及び長短金利はピークアウトした模様

6月のFOMCでは2022年末の政策金利3.4%、2023年末3.8%との想定が示された。これまでの累計利上げ幅は1.5%、FOMCは、年内にさらに1.65%~1.9%、2023年にはさらに0.4%の利上げを示唆していることになる。しかし市場はそれを信じていない。米国の国債利回りは2、5、10年の全てですでにピークアウトしている。インフレが顕著に鎮静化すると予見し、FRBの利上げ中断を見越しているのである。国債利回りと物価連動国債(TIPS)との差で計算される期待インフレ率は、3月末の2年4.9%、10年3.0%がピークで直近7月12日は2年3.2%、10年2.3%と大きく低下している。

図表3: 米国2・5・10・30年期待インフレ率推移



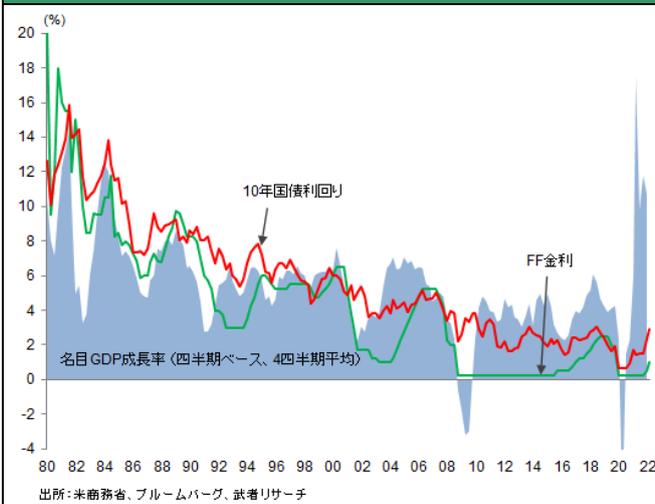
図表4: 米国物価連動国債利回り(=実質金利)等推移



米国長期金利のピークアウトはまたとない好材料

米国長期金利が3月末の3.5%でピークを打ち2%台まで低下してきたことをもって、景気失速を予見しているとの見方があるが、それはたぶん違う。むしろ10年国債利回りがFOMCが予想する最終政策金利3.8%以下でピークを打ったとすれば、それはポジティブなことである。長い間弱気派は米国の長期金利低下が景気失速の前兆であると主張し続けたが、それは過去40年間、間違い続けた解釈であった。図表5に見るように米国長期金利(10年国債利回り)は2000年頃以降、名目経済成長率を大きく下回るようになった。これこそが持続的経済成長と長期株高の根本原因であり、それが2022年のインフレ急騰と年前半の株価暴落の下でも継続している。景気と株価に強気になれる最も重要な条件と言える。

図表5: 米国名目GDP成長率と長短金利の推移



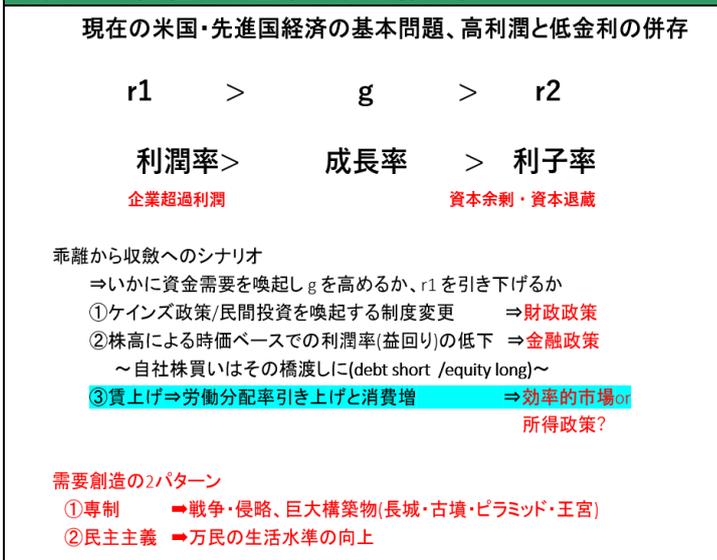
(3) なぜFRBは本質的にハト派なのか

米国株式に対して楽観的になれるより根本の理由は、米国で健全なインフレが起きておりFRBはそれを殺す過剰引締めは行わないと考えられるからである。

米国経済の基本矛盾に対峙する米経済司令塔

米国経済は基本矛盾に直面している。 $r1 > g > r2$ (利潤率>成長率>利率)である。企業の超過利潤が金融市場に滞留し歴史的に低金利を惹き起こしてきた。これまでのところこの高利潤と低金利の組み合わせが株高を誘導してきたが、両者の乖離が際限なく広がれば経済は大恐慌に陥ってしまう。その根本的で望ましい解決策は賃金の上昇による消費の拡大である。

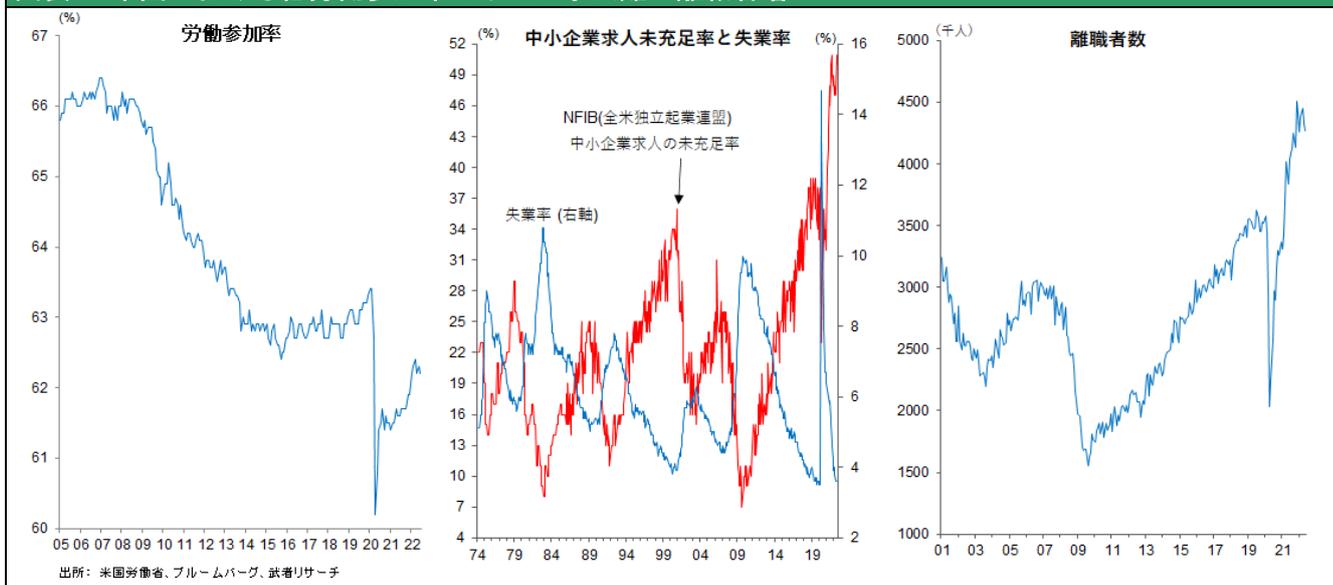
図表 6: 米国経済の基本矛盾と解決策



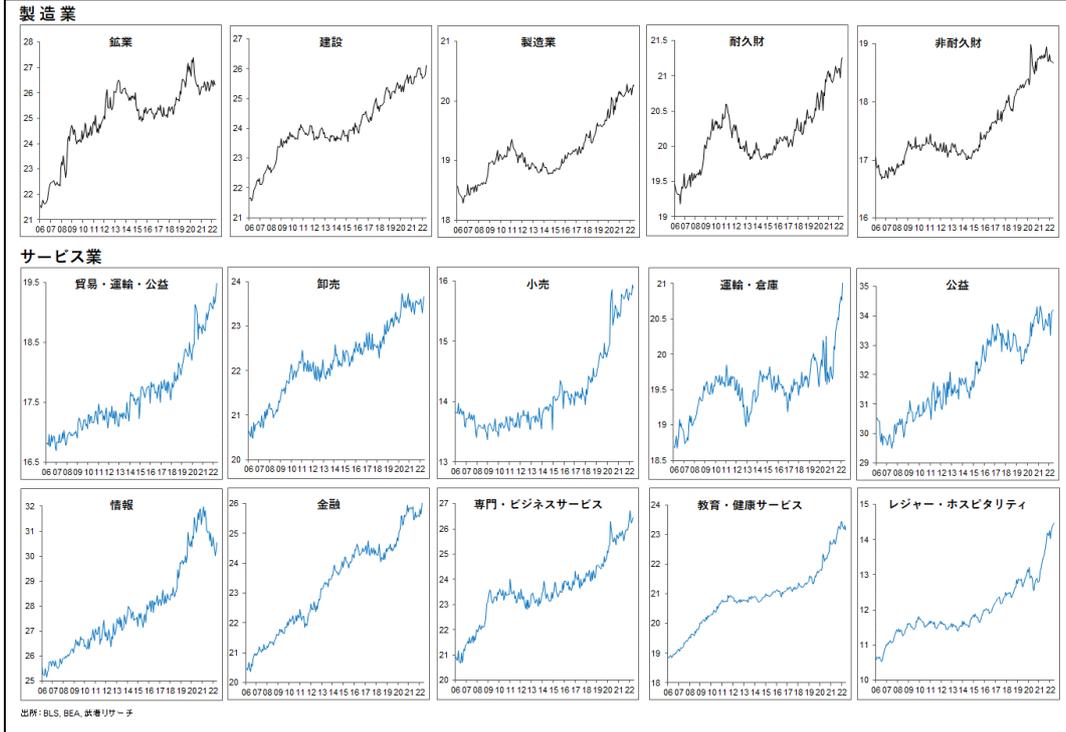
なぜ賃金上昇が良いことなのか

今起きている賃金上昇が良い賃金上昇であることは、3つの特徴から結論づけられる。①トラック運転手など低賃金のマッスルワーク労働者の賃金が上がっているが、高賃金の情報産業、公益産業、金融産業などでは下がっており格差が縮小している、②企業の求人難が続いている中で、労働者の自発的離職者数が過去最高になっているが、これは労働者が職を選んでいることを示している、つまり労働者のバーゲニングパワーが高まっている、③求人企業は価格転嫁能力がある企業であり、企業の超過利潤が賃金上昇に転換されることにより、消費が高まり成長率が上昇すると予想される、の3つである。

図表 7: 米国における低労働参加率の下での求人難・離職者増



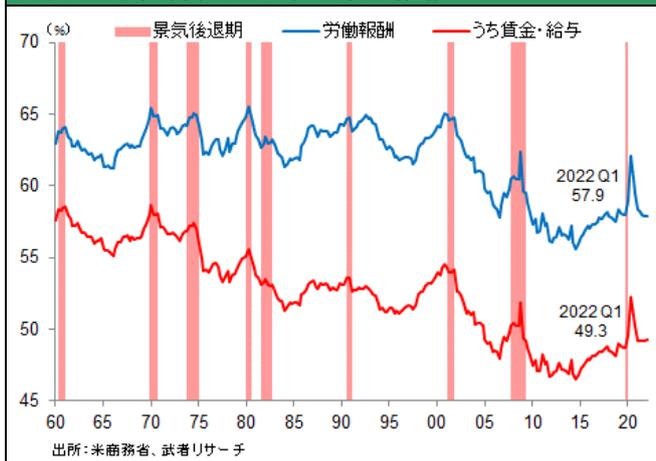
図表 8: 米国セクター別実質賃金推移-非管理労働者(平均時給)



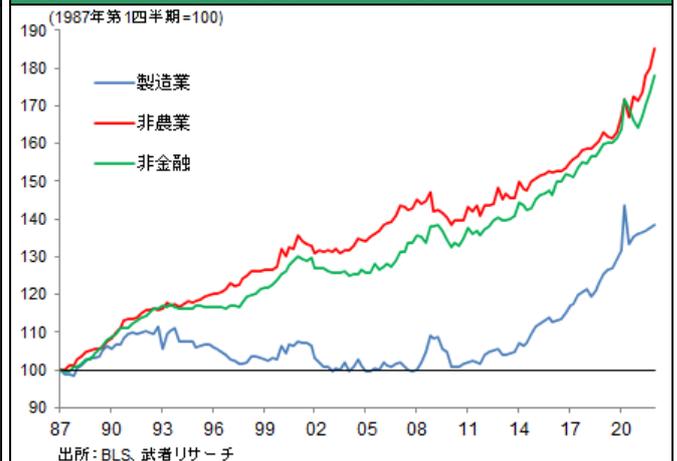
2016年頃より企業の単位労働コストが上昇し、労働分配率も底入れ反転し、その傾向がコロナショック以降も継続しているが、どちらも家計の労働所得を高めるもので、経済全体では大変ポジティブな動きと言える。米国経済の最大の問題は企業部門や富裕層に超過利潤が蓄積されそれが実需に結び付きにくいことにあるが、それが是正されつつあるのである。

つまりコロナ禍の経済困難の中で、良い賃金上昇が加速しているのである。

図表 9: 米国労働分配率と景気推移



図表 10: 米国単位労働コスト推移



米国バブル破裂論等センセーショナルリズムの誤り

以上の良いインフレを米国の経済司令塔、財務省と FRB は熟知しており、オーバーキルはまず惹き起こさないと考えられる。

今まで米国の過剰金融緩和がバブルを作った、その咎めでバブル崩壊と深刻な景気後退が迫っている、とのセンセーショナルな見方は、的外れである。

【緊急企画】安倍元首相追悼 武者サロンセミナー

安倍晋三元首相が凶弾に倒れた。安倍氏は戦後及び冷戦後の日本に染み付いた二つの枠組みを変革した。第一は、無抵抗平和主義である。自らを守る力と意思のない国が容易に侵略者に蹂躪されることを我々はロシアによるウクライナ侵略で思い知った。第二は、「反成長デフレ容認の経済主義」である。アベノミクスの導入により日本を再び成長できる国に切り替えた。日本を長期衰亡に導きかねない二つの枠組みに対して戦いを挑み、これを転換させた安倍氏の歴史的貢献は計り知れない。

武者リサーチは、日本の外交・地政学の権威であり、客観的観察者として世論をリードしてこられた産経新聞ワシントン駐在客員特派員、古森義久氏をお招きし、安倍政治の振り返りと我々が何を継承するべきかの徹底議論を行いたい。

詳細・申込方法は弊社 HP > [武者サロン緊急追悼企画 7月21日 詳細・申込](#)

【開催概要】

日 時 2022年7月21日(木) 18:30 開演 (18:00 受付開始) ~ 20:30

会 場 紀尾井フォーラム 千代田区紀尾井町 4-1 ニューオータニガーデンコート 1F
<https://kioi-forum.com/access/>

参加費 5千円(税込)受付にて現金のみ

定 員 60名先着順 キャンセルは7月19日迄。

【プログラム】

18:30~ 開演挨拶

18:30~19:15 講演① 古森 義久氏

「安倍さんが戦った無抵抗平和主義とその継承」

19:15~20:00 講演② 武者 陵司

「安倍さんの反デフレ、反成長主義の戦いがいかに日本を救ったのか」

20:00~20:30 質疑応答と参加者によるディスカッション

【登壇者】



古森 義久氏 (こもり よしひさ)
産経新聞ワシントン駐在客員特派員



武者 陵司 (むしゃ りょうじ)
株式会社 武者リサーチ 代表

著作権表示©2022 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。