

株式市場に不安の兆しが見える

米国経済は昨年、平凡な2.0%の成長にとどまりました。アトランタ連銀のGDPナウは現在、第1四半期の実質GDP成長率を年率2.0%と予測していますが、むしろこの第1四半期の予測には上振れよりも下振れのリスクの方が大きいと弊社は考えています。

確かに、進行中のAI革命と、それが生産性向上にもたらす可能性については十分認識しています。しかし、連邦政府の規模はコロナ前よりも依然として大きく、さらに言えば世界金融危機以前と比べても拡大しています。これは経済にとって足かせであり、投資を抑制し、潜在成長率を低下させています。

一方で、経済に対する懸念材料は数多く存在します。いわゆる「K字型経済」（単に格差を言い換えたものにすぎない）が、もはや経済成長を支えていない可能性があります。2020~21年のFRBによる極めて緩和的な金融政策は、金利を人為的に低く抑え、資産価格を押し上げたことで資産保有者に恩恵をもたらしました。一方で、資産をほとんど持たない層は、緩和によるインフレによって家計が圧迫されました。

ムーディーズ・アナリティクスの推計によれば、上位20%の高所得者が「ラグジュアリー経済」を牽引し、米国の総消費の63%を占めているといえます。近年の株価や住宅価格の急騰が「資産効果」による消費を後押ししてきた可能性が高いと思われます。

しかし、先週金曜日の終値時点で、S&P 500は8か月前の水準に戻っています。この状況が続けば、高所得層における消費の伸びに悪影響を及ぼす可能性があります。

これは懸念材料です。というのも、すでに低所得層ではストレスの兆候が見られるからです。ニューヨーク連銀によると、自動車ローン残高のうち90日以上延滞している割合は5.21%に達しており、少なくとも1999年以降で2番目の高さで、2008~09年の世界金融危機の大部分の期間よりも高いのです。クレジット・カードの90日以上延滞率は12.70%で、2011年以來の高水準となっています。

また、コロナ禍での返済猶予措置が終了したことで、学生ローンの延滞も急増しています。K字の両側がともに弱まれば、経済は危機に陥る可能性があります。

さらに、イランが譲歩する気配を見せていない点もあります。もしFRBが現状維持ではなく利下げに踏み切れば、インフレリスクが高まります。いずれにせよ市場にとっては悪材料です。戦争が早期に終結することを望みますが、トランプ大統領は、長期戦を避けたい本能と、「TACOトレード（“Trump Always Chickens Out”、トランプは常にビビる）」との見方に屈していると思われるという思惑の間で板挟みになっている可能性があります。特に、トランプ陣営が、イランが原油価格の上昇と株価の下落を利用して米国を後退させようとしていると考えている場合はなおさらです。

米国は現在、石油の純輸出国であり、中東からの輸入依存度は低いですが、西側の先進国を中心に中東の石油や原材料に大きく依存している国は多くあります。これらの国々は、ホルムズ海峡が事実上封鎖されていることで既に圧力を受けています。戦争が長引けばこの痛みはさらに強まり、成長は鈍化するでしょう。貿易相手国が打撃を受ければ、それは米国の成長にとっても逆風となります。

さらに、プライベート・クレジット市場の問題も忘れてはなりません。システム的な危機とは見ていませんが、明らかに問題であり、投資フローをさらに減少させる可能性があります。

最近の米国株の下落は、2025年初頭の「リベレーション・デー」時のミニ・パニックとは異なります。今回はパニックというより、米国経済に立ちはだかる逆風を踏まえた冷静な再評価です。市場が再び安定を取り戻すには、多くの条件が整う必要があります。その中には政府規模の縮小も含まれますが、短期的にそれが実現する可能性は決して高いとは言えなさそうです。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファースト トラスト	実績	前回
3-31 / 8:45 am	シカゴ購買部協会景気指数 - 3月	54.6	58.4		57.7
4-1 / 7:30 am	小売販売 - 2月	+0.5%	+0.7%		-0.2%
7:30 am	小売販売 (除く自動車) - 2月	+0.3%	+0.5%		0.0%
9:00 am	ISM 指数 - 3月	52.4	52.5		52.4
9:00 am	企業在庫 - 1月	0.0%	0.0%		+0.1%
午後	乗用車・トラック総販売台数 - 3月	15.9 百万	15.9 百万		15.8 百万
4-2 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 3月 28日	212,000	211,000		210,000
7:30 am	国際貿易収支 - 2月	-\$594 億	NA		-\$545 億
4-3 / 7:30 am	非農業部門雇用者数 - 3月	60,000	67,000		-92,000
7:30 am	民間雇用者数 - 3月	75,000	84,000		-86,000
7:30 am	製造業雇用者数 - 3月	-4,000	-7,000		-12,000
7:30 am	失業率 - 3月	4.4%	4.4%		4.4%
7:30 am	時間当たり平均賃金 - 3月	+0.3%	+0.4%		+0.4%
7:30 am	週平均労働時間 - 3月	34.3	34.3		34.3