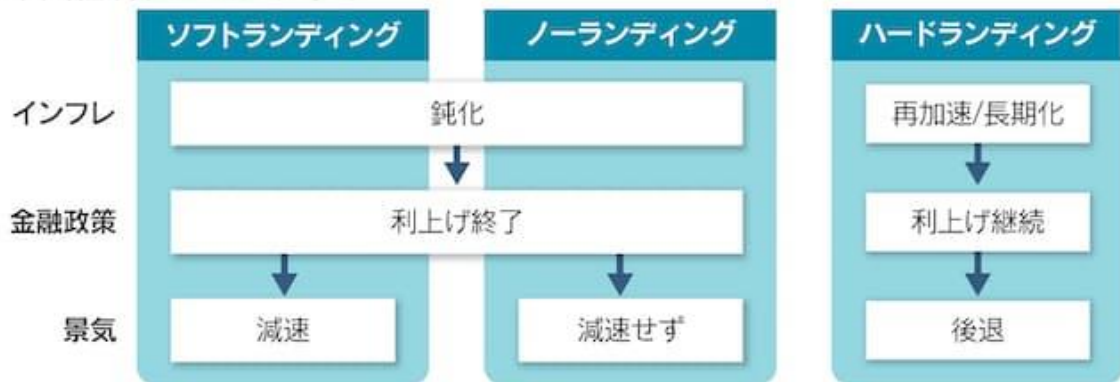




米景気「軟着陸」論の死角は 3つのシナリオで投資点検

米国経済、3つのシナリオ



インフレが鈍化する一方で、景気は多少減速しても深刻なリセッション（後退）には陥らない――。

米国経済のソフトランディング（軟着陸）論が強まり、株式や債券市場でも投資家心理が改善している。とはいえ、インフレ再燃で景気後退が深くなるハードランディング（強行着陸）などの見方もくすぶる。3つの景気シナリオを点検し、それぞれのケースで有望な投資先を見てみよう。

メインシナリオは「軟着陸」 投資家心理は改善、株・債券買い

「軟着陸への一步」。今夏の米雇用統計の内容をローレンス・サマーズ元米財務長官はこう評価する。1日発表の統計では、非農業部門の8月の雇用者数が前月比18万7000人増だった。6

月と7月分は下方修正され、伸びは3カ月連続で20万人を下回るペースとなった。平均時給も前年同月比4.3%高と前月から鈍化している。

労働需給の緩みと賃金上昇率の鈍化は、軟着陸シナリオに必要な「インフレの鈍化」につながる。

野村アセットマネジメントの石黒英之シニア・ストラテジストは「賃金の落ち着きはインフレをけん引してきたサービスインフレを抑えるだろう」と指摘する。

米国の実質GDP成長率



QUICK・ファクトセットによると昨年末時点の2023年の実質国内総生産（GDP）成長率の予想（中央値）は1.5%。24年は0.6%、25年は1.8%の成長を見込む。24年に一度は減速するが落ち込みは緩やかで、その後再び上昇するとの見立てだ。

強さの背景が米経済の7割を占める個人消費だ。新型コロナウイルス禍で政府が配った給付金が過剰貯蓄として積み上がった。市場関係者の間では、財政支援に伴う貯蓄押し上げの消費効果

はおおむね年内いっぱいまでではないかとの見方が多い。ではその後消費は急減速するのかというと、今後は足元の賃金上昇が消費意欲の支えになるとの楽観論がある。

三井住友 DS アセットマネジメントの吉川雅幸チーフマクロストラテジストは「足元で賃金の伸びが鈍ってきても、直近まで上昇した水準が下がるわけではない。個々の労働者の賃金環境のよさは続くため、消費意欲はそがれない」と見込む。

一方、消費者物価指数（CPI）をみると、昨夏には前年同月比で 9% 台まで上昇したが、足元では 3% 台にまで下落し、「物価の上昇率の鈍化は鮮明」（日興アセットマネジメントの神山直樹チーフ・ストラテジスト）。市場は 24 年以降に物価水準が 2% 台にまで下落することを予想する。

インフレ鈍化を踏まえ「米連邦準備理事会（FRB）による年内の追加利上げがないとのシナリオも現実味を帯びつつある」（野村アセットマネジメントの石黒氏）との声すら出てきた。利下げ期待も高まる。QUICK・ファクトセットによると、市場関係者の米政策金利の予想は 24 年末に 4.1%、25 年末には 3.1% まで引き下がる見通しだ。

米金融大手による S&P500 種株価指数の予想

	2023年12月	24年
ゴールドマン・サックス	4500	4600(3月)
JPモルガン	4200	—
モルガン・スタンレー	—	4200(6月)
シティグループ	4600	5000(6月)

各社レポートを参考に作成。7日終値時点は4451

軟着陸シナリオは買い安心感につながる。市場関係者の間では、上半期にテック関連の成長株がけん引してきた米株式市場について、年内は堅調さを持続するとの見方が目立ってきた。米 LPL ファイナンシャルのチーフ・グローバル・ストラテジスト、クインシー・クロスビー氏は「上半期に好調だった流れが続き、年末までに S&P500 種株価指数は足元より 5%ほど上昇するだろう」と予想する。

24 年前半も大きな崩れを予想する声は目立っていない。米国の金融大手の S&P 指数の予想をみると、24 年 6 月までは 4200～5000（7 日時点で 4451）の範囲だ。

UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメントの最高投資責任者（CIO）、青木大樹氏は「一時的な米経済のマイナス成長や、金利の高止まりの可能性はありうる」としたうえで、深刻な景気後退は避けられると分析。高配当株や出遅れているバリュー株などに投資余地があるとみる。

大和証券の谷栄一郎チーフストラテジストは「FRB によるこれまでの利上げで、債券の利回りは株に比べても十分に魅力的な水準になっている」と指摘する。リスクの小さな米国債でも数%のリターンが見込め、利下げ局面になればキャピタルゲインも期待できるとみる。

日興アセットマネジメントの神山氏は「米国の利下げ局面をにらみ為替市場でドル安・円高が進みそうだ。日本株の一部にも妙味が出てくるのが期待できる」と話す。米市場が世界の相場をけん引する構図に期待する市場関係者も少なくない。

経済冷めなければ「無着陸」 景気敏感株は一段高も

ソシエテ・ジェネラルのクロスアセット・デリバティブ・ストラテジスト、ジテシュ・クマール氏は「市場はノーランディング（無着陸）シナリオに向かいつつある」と指摘する。市場では、今後の浅い景気減速を予想する声足元の多数派だ。ただ、インフレはある程度落ち着きながらも景気は減速しないという超強気論もある。

消費をはじめ需要の強さが続くことが大きい。みずほ証券の小林俊介チーフエコノミストは「利上げでも需要が落ちていない、つまり金融引き締め効果が出ていないことが無着陸の可能性を高めている」と指摘する。

小林氏はまた、シリコンバレーバンクの破綻を受けてFRBが3月に新設した融資枠「銀行タームファンディングプログラム（BTFP）」の存在も引き締め効果を抑える背景にあげる。BTFPは金融機関に対し、米国債や住宅ローン担保証券を担保として、FRBが最長1年融資するプログラムだ。担保となる債券は時価ではなく額面で評価される仕組みで、銀行が資金繰りのために含み損状態の債券を売るといった事態を避けられる。

BTFPは非常時に銀行の流動性を支えるとともに、銀行の貸し出し増加に伴う消費や設備投資にもつながる。利上げの一方で緩和効果が生まれ、景気の下押し圧力が弱まったという。

米経済が無着陸の場合、有望な投資先は何か。市場参加者の多くがまず挙げるのが米国株だ。

自動車やレジャーなどの業種を中心に景気敏感株が一段と上昇するとの見方がある。

対照的に、国債などは投資対象としての魅力が減るとの見方が多い。米政策金利の据え置きが続くか、仮に追加利上げになると、債券価格は下落が見込まれる。SMBC 信託銀行の山口真弘投資調査部長は「利上げが続くと高ボラティリティー相場になることを踏まえ、国債よりも株式やハイイールド（低格付け）債に投資するほうがよい」という。

インフレ再燃なら「強行着陸」 安心はドル？

「最後の利上げは（株式の）売り」。米バンク・オブ・アメリカのチーフ・インベストメント・ストラテジストのマイケル・ハートネット氏は 8 月 31 日付のリポートで強調した。9 月か 10 月にもハードランディングの兆候が出かねないとみる。かねて、高いインフレを抑えるには金利を高く保つ必要があるとしていた。FRB は簡単には利下げに転じず景気後退が深くなるリスクを想定する。

ソフトランディングを予想する声が増える一方で、政策金利が高止まりする「Higher-for-longer（より高く、より長く）」への警戒も依然としてくすぶる。インフレ鈍化に想定以上に時間がかかったり、インフレが再燃して利上げが続いたりする不安が拭いきれないためだ。全米企業エコノミスト協会の 8 月調査では過半数がインフレ率は高止まりすると回答した。4 割がインフレ率が 3%以下になるなど落ち着くまでに 1 年以上かかると予想する。

懸念材料の 1 つはエネルギー価格の上昇だ。石油輸出国機構（OPEC）など主要産油国が供給量を減らすとの見方から WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油先物は昨年 11 月

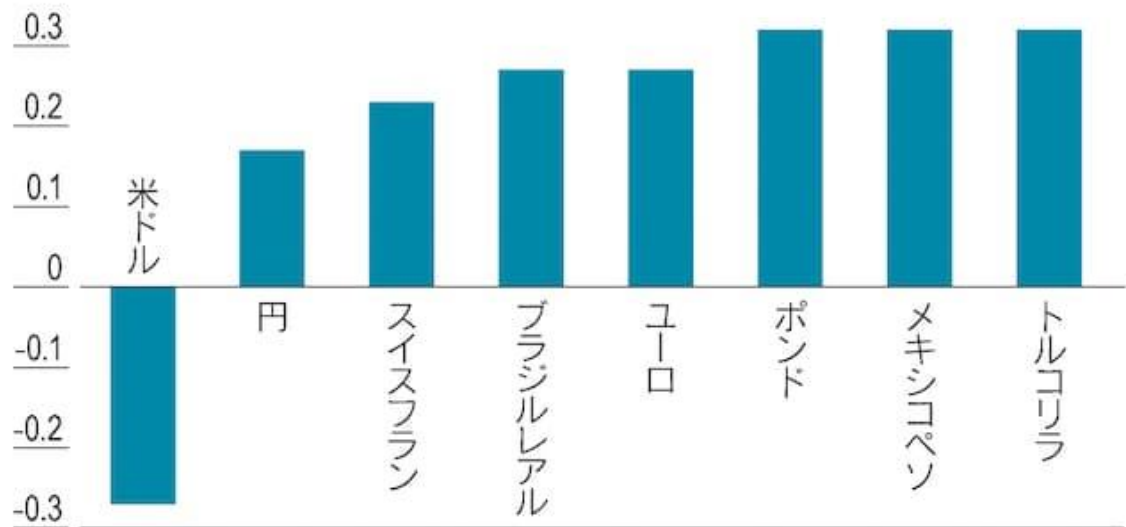
以来の高値をつけた。8月以降のCPIに上昇圧力がかかり、順調なインフレ鈍化とまらない可能性がある。

アセットマネジメント One の小出晃三チーフエコノミストは家賃の先行きを警戒する。CPIの構成項目の1つである家賃の前年比は住宅価格の前年比に18カ月程度遅れて動く傾向があり、今後は低下が見込まれる。ところが2月を底に米住宅価格の指標となるS&Pケース・シラー住宅価格指数は上昇に転じた。「年末にかけて家賃にも上昇圧力がかかり、沈静化が遅れるリスクがある」という。

市場想定よりもインフレが落ち着くまでに時間がかかれば、政策金利は「より高く、より長く」維持されることになる。仮に景気の減速感が意識される中でFRBが利下げをしなければ、投資家は景気後退リスクに目を向けざるを得ない。

商業用不動産市場への警戒感も根強い。在宅勤務の浸透などによる需要減に加え、金利上昇で資金繰りが厳しくなっている。米MSCIによると商業用不動産市場の不良債権残高は6月末で718億ドル（約10.5兆円）だった。将来的な債務不履行リスクを抱える「不良債権予備軍」は1623億ドルにものぼるといふ。商業用不動産への融資は中堅・中小銀行が4割以上を占めており、不動産市場が行き詰まれば金融システムにも悪影響が出かねない。「軟着陸と思ったら長引く、あるいは二番底を探る展開となる可能性もある」（アセットマネジメント One の小出氏）

米ドルは世界株と逆方向に働く



各種データをもとにシュローダーが作成。MSCIワールドに対するベータ値。MSCIワールドが1%動いた場合に各通貨が何%動くかを示す

HSBC 銀行のチーフ・マルチアセット・ストラテジストのマックス・ケトナー氏は仮にゴルディロックスシナリオが崩れれば、「全ての主要資産クラスで 22 年型の一時的な売りが予想され、米ドルの現金が唯一のヘッジになる」と警鐘を鳴らす。22 年は利上げ懸念から債券が売られたうえ、金利上昇を嫌気して株式市場ではハイテク株を中心に大きく下落した。

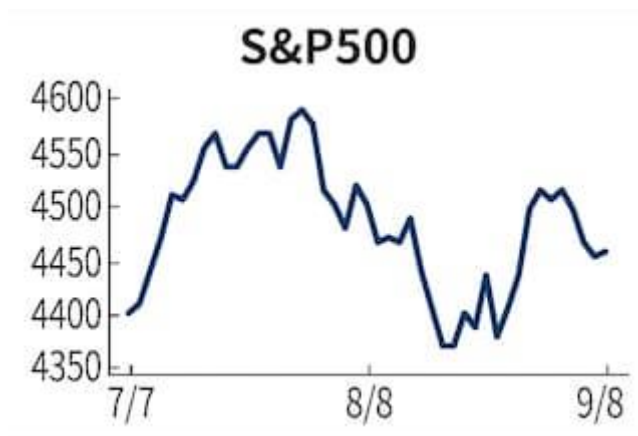
他国の通貨は世界株と同じ方向に動くのに対し、米ドルは逆方向に動く特徴がある。英シュローダーも米ドルのヘッジ機能に着目し、ここに来てドルの持ち高を増やしている。また、景気後退が意識されれば株価は急落しかねない。株安への備えとして株式のプットオプション（売る権利）の持ち高も増やしているという。



円、介入警戒で底堅さ 米 8 月 CPI が FOMC 前の焦点に

日米株、上値重く

今週の株式相場は上値の重い展開か。米 S&P500 種株価指数は節目の 4500 を下回り、日経平均株価も 3 万 2000 円台半ばに押し戻された。13 日発表の 8 月米消費者物価指数（CPI）が、19～20 日に控える米連邦公開市場委員会（FOMC）を占う大きな焦点となる。



前週はハイテク株安などを背景に日経平均の連騰記録が 8 日間で途切れるなど、週後半にかけ株安となる場面がみられた。米国の新規失業保険申請数の結果が低水準にとどまり、景気引き締め懸念が再燃したことも株価を押し下げた。

米 CPI のほか 14 日には 8 月の卸売物価指数（PPI）の公表もある。物価の低下傾向が続けば、米金利低下とハイテク株の持ち直しにつながりそうだ。中国の政府機関や国

有企業の職員を対象にした「iPhone」使用禁止の動きで株価が急落した米[アップル](#)は

12日、新製品・サービスの発表会を開く。

国内市場では8月の工作機械受注や企業物価指数の発表がある。「工作機械受注をは

じめ、幅広い分野で設備投資意欲を見極める動きがみられるだろう」（アイザワ証券

の三井郁男投資顧問部ファンドマネージャー）との声もある。

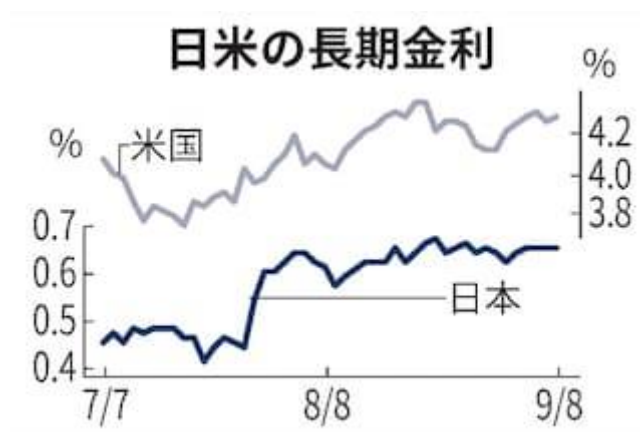
米長期金利、低下余地探る

今週の米債券市場で米長期金利の指標となる10年物国債利回りは低下（債券価格は

上昇）余地を探る展開となりそうだ。前週は週前半にかけ原油価格の上昇や、米経済

の強さを示す経済指標が発表されたことからインフレ圧力が意識され、米長期金利の

指標となる10年債利回りが一時4.3%台まで上昇した。



もっとも米連邦公開市場委員会（FOMC）関係者が9月会合での利上げに慎重な意見

を示したことで債券買いが入り、8月に付けたピークに迫る展開にはならなかった。

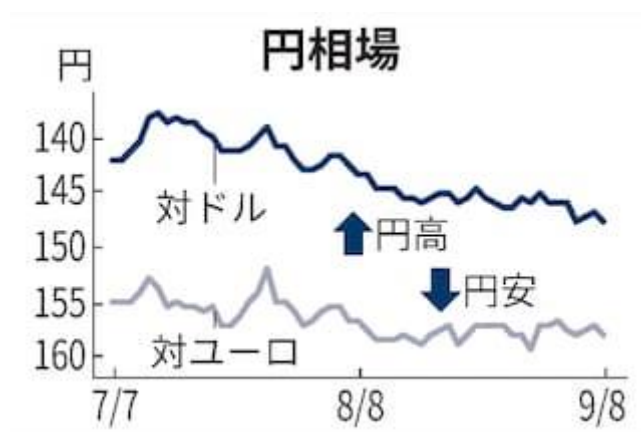
こうした流れを引き継ぎ、米国債には買いが入りやすいとの見方が多い。

市場では 13 日に発表される 8 月の米消費者物価指数（CPI）への注目が高い。変動が大きい食品・エネルギーを除くコアで前月比 0.2%上昇が見込まれている（7 月は同 0.2%上昇）。コアの前年同月比の上昇率は 7 月の 4.7%から 4.3%への低下が見込まれている。

三井住友トラスト・アセットマネジメントの稲留克俊シニアストラテジストは「CPI が極端に市場予想を上回らない限り、金利の上昇余地は限られるだろう」と語る。日本では低調な結果が続く財務省の国債入札に需要が集まるかが焦点となりそうだ。

円、介入警戒で下落にブレーキか

今週の外国為替市場で、円は対ドルで底堅く推移しそうだ。前週の円相場は日本と海外の金利差が拡大する中、一時 1 ドル=147 円台後半と 2022 年 11 月以来の円安・ドル高水準を付けた。原油価格が上昇し、日本の貿易赤字拡大による実需の円売りも円相場を押し下げた。

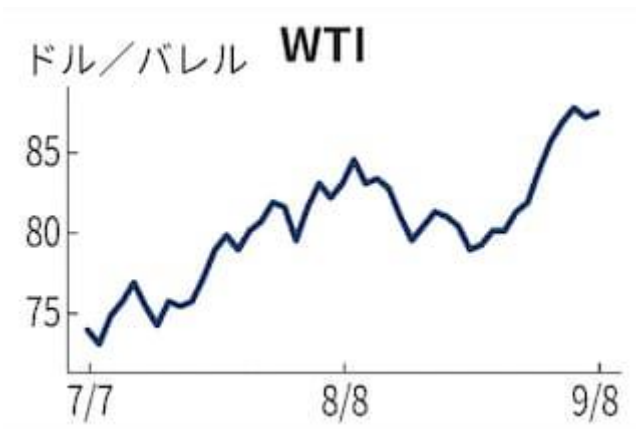


2023年の最安値圏まで円安が進む中、神田真人財務官など政府関係者からの円安けん制は強まっている。大和証券の多田出健太チーフ為替ストラテジストは「市場の介入に対する警戒感は一段と高まり、円相場は下値を探りづらくなった」と語る。1ドル=150円に近づく場面では投機筋などが円を買い戻す動きが円相場を下支えする可能性がある。

円は対ユーロでも底堅く推移する展開か。前週には1ユーロ=158円台半ばと約3週間ぶりの円安・ユーロ高水準を付けた。14日には欧州中央銀行（ECB）理事会が開催されるが、利上げを実施するかについて市場の見方が割れている。ECBが政策金利を据え置いた場合には円高・ユーロ安に振れる場面もありそうだ。

原油、上値試す

今週の原油価格は上値を探る展開となりそうだ。前週はサウジアラビアとロシアが2023年末までの自主減産の延長を打ち出し、米先物のWTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）は10カ月ぶりの高値をつけた。米原油在庫は9カ月ぶりの低水準まで落ち込んでおり、上昇圧力がかかりやすい。



12日には産油国でつくる石油輸出国機構（OPEC）と米エネルギー情報局（EIA）がそれぞれ月1回の石油需給見通しを発表する。サウジとロシアの減産延長を受け、今後供給が一段と細る見通しが示されれば、原油価格の上昇につながりそうだ。

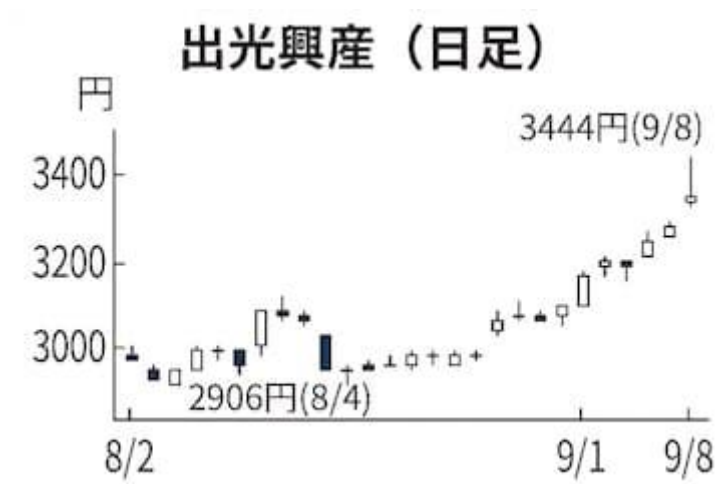
一方、需要面では不透明感がなお残る。13日発表の8月米消費者物価指数（CPI）や14日の8月米小売売上高でインフレ再燃が懸念されれば、米連邦準備理事会（FRB）の金融引き締めが長期化するとの観測が再浮上し、景気減退や原油需要の減少が意識されかねない。

中国では15日に8月の鉱工業生産や小売売上高の発表がある。景気回復の足取りの重さが確認されれば原油価格を押し下げかねないものの、大規模な景気刺激策への期待も高まり、下落は限定的になるとの見方が多い。



出光興産、年初来高値 原油高による収益拡大に期待感

8日の東京株式市場で出光興産株が3日続伸し一時、前日比168円（5%）高の3444円と年初来高値を更新した。供給国の減産強化による需給引き締め観測から、原油高によって収益が拡大するとの見方が広がっている。



終値は73円高の3349円だった。みずほ証券は7日付で投資判断を「中立」から「買い」に変更し、目標株価を従来の3200円から3700円に引き上げた。原油価格の上昇基調に加え、ガソリンなどの石油製品との値差であるマージンも堅調に推移している。

みずほ証券の新家法昌シニアアナリストは、足元の好業績を受けて「2024年3月期通期の業績予想を上方修正する可能性もある」と指摘する。一般炭価格の下げ止まりも石炭鉱山を保有する出光興産にはプラス材料だ。

サウジアラビアが5日、原油の自主減産を12月まで3カ月延長すると表明。ロシアも同日、年末にかけて輸出量を減らすと発表した。需給が引き締まり「下半期にかけて原油価格は高い水準で推移しそうだ」（新家氏）との声は少なくない。

予想PER（株価収益率）は9.4倍で、ENEOSホールディングス（9.6倍）やコスモエネルギーホールディングス（8.7倍）などの競合他社と同水準だ。上値を追うには製油所の安定稼働などの取り組みもカギを握る。

日経新聞



代替エネルギー、過熱する投資

地球環境に配慮したクリーンなエネルギーを開発するスタートアップへの投資が過熱している。今月はグリーン水素や、カーボンフリーな地熱発電など「代替エネルギー」に関連するスタートアップを紹介する。

カーボンフリー地熱発電

Fervo Energy

<https://fervoenergy.com/>



カーボンフリーの次世代地熱発電システムを開発する「Fervo Energy」

最初に紹介するのは、カーボンフリーの次世代地熱発電システムを開発する「Fervo Energy」だ。

2017年にテキサス州ヒューストンで創業した同社は24時間年中無休でカーボンフリーエネルギー

を供給する仕組みの構築を目指している。水平掘削や光ファイバーセンシングに加え、人工知能

(AI) および機械学習を活用した分析技術を駆使することで、地熱資源の流れや温度などに関するリアルタイムデータを収集し、効率的な地熱発電を可能としている。

21年にはカーボンフリーを目指す Google との提携を発表している。ビル・ゲイツ氏が率いる脱炭素技術に特化したファンド「Breakthrough Energy Ventures」などから資金を調達している。

グリーン水素

Electric Hydrogen

<https://eh2.com/>

次に紹介するのは製造工程においても二酸化炭素を排出しないグリーン水素の開発を目指すエネルギースタートアップだ。2021年にマサチューセッツ州で創業した「Electric Hydrogen」は水をグリーンエネルギーで電気分解し、二酸化炭素を排出せずに水素を製造する水電解装置を開発している。

化石燃料に依存せずに水素を製造することで、温暖化ガスの総排出量の 1/3 を占める鉄鋼や物流業界などの脱炭素化が期待されている。Amazon の「The Climate Pledge」、ビル・ゲイツ氏の「Breakthrough Energy Ventures」などが出資する注目スタートアップだ。

バイオジェット燃料

Viridos

<https://www.viridos.com/>



藻類を活用したバイオジェット燃料の開発を手掛ける「Viridos」

藻類を活用したバイオ再生航空燃料の開発を手掛けるスタートアップもある。2005年にカリフォルニア州で創業した「Viridos」は微細藻類をベースとした藻類油から再生航空燃料

(SAF:Sustainable Aviation Fuel) および、再生可能ディーゼル燃料 (Renewable Diesel) の開発・製造を手掛けるスタートアップだ。

航空機、大型トラック、船舶、列車などの大型輸送による温暖化ガスの排出量を大幅に削減できる

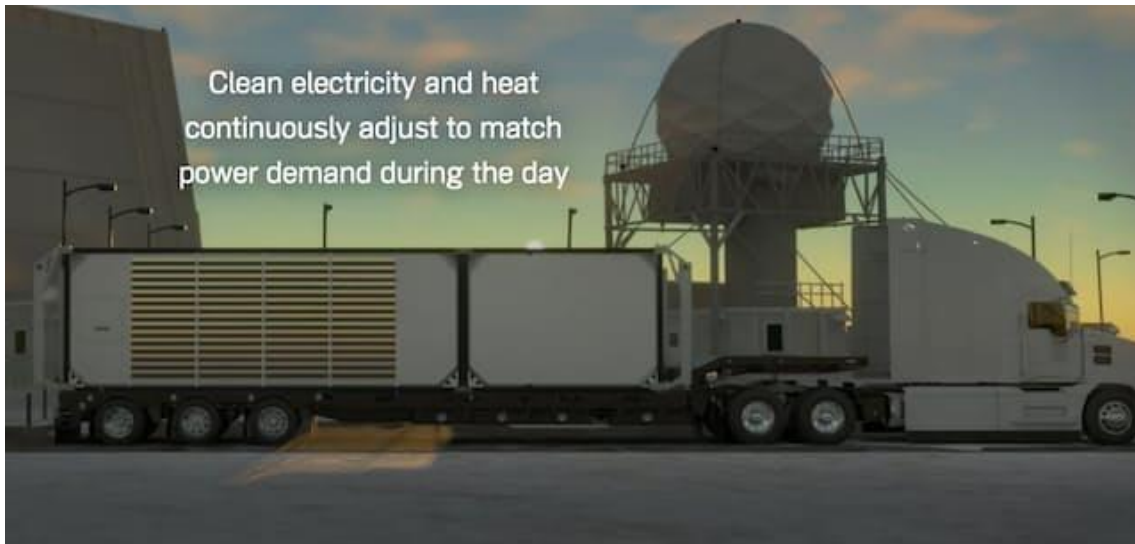
ため、脱炭素化の実現に向けて期待されている。「Breakthrough Energy Ventures」に加え、

大手石油会社「Chevron」や大手航空会社「United Airlines」も出資者に名を連ねている。

ポータブル原子力発電機

Radiant Industries

<https://radiantnuclear.com/>



持ち運び可能なマイクロ原子力発電機を開発する「Radiant Industries」

元スペース X の社員が 2019 年に創業した「Radiant Industries」は持ち運び可能なマイクロ原子力発電機を開発中だ。輸送用コンテナに格納して持ち運びできる安全なマイクロ原子力発電機で、現在利用されているディーゼル発電機とは異なり、大気汚染やがんを増加させる要因となる排ガスの発生を抑制できるという。

また、非常時のバックアップ電源や電気自動車（EV）用の電源など、さまざまな用途で利用可能だ。米著名ベンチャーキャピタルの「アンドリーセン・ホロウィッツ」などから資金を調達しており、現在 26 年のローンチに向けて開発を進めている。

アンモニア燃料

Amogy

<https://amogy.co/>



アンモニアをベースとしたクリーンゼロエミッション燃料を開発する「Amogy」

最後に紹介するのはアンモニアをベースとしたクリーンかつエネルギー密度の高いゼロエミッション燃料を開発する「Amogy」だ。2020年にニューヨーク州ブルックリンで創業した同社は、液体のアンモニアから水素を生成し、電力を生み出すアンモニア発電システム技術の確立を目指している。

現在、ドローンやトラクター、トラックを利用して実証実験を進めており、船舶などの大型輸送の脱炭素化の実現に向けて期待されている。サウジアラビアの石油大手アラムコのCVC（コーポレートベンチャーキャピタル）に加え、日本からは商船三井のCVC「MOL PLUS」や、ヤンマーも出資している。

日経新聞



2023年 9月 11日 担当 虻川

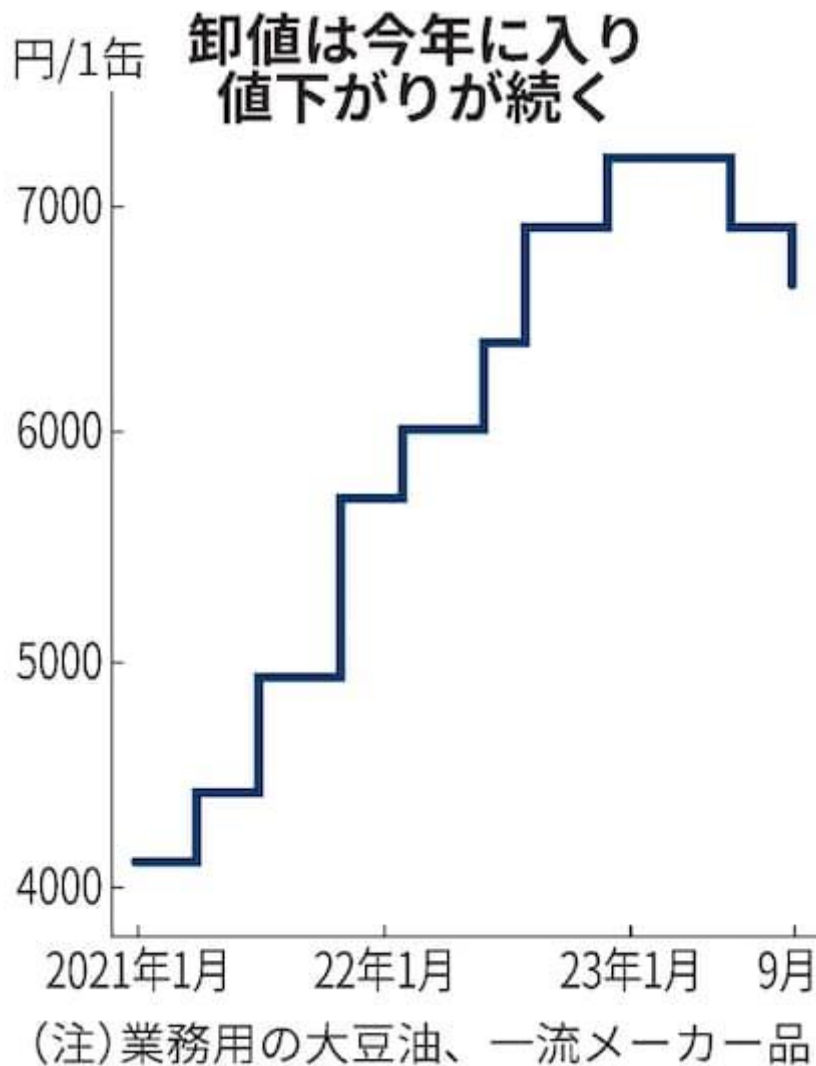
業務用食用油が一段安 価格高騰で節約広がる

外食店や総菜店が使う業務用の食用油が一段と値下がりした。卸価格は4～6月ごろと比べて1缶（16.5キログラム）あたり250円（3.6%）程度安い。経済正常化やインバウンド（訪日外国人）の増加で外食店の売り上げは回復傾向にある一方、食用油の価格高騰で節約の動きが継続。低調な荷動きが値下がりにつながった。

菜種や大豆を原料とする業務用の卸価格は現在1缶6650円前後。卸価格は2021年春以降、原料となる大豆や菜種の高騰を映して急ピッチで引き上げられてきたが、国際相場の高騰が一服した23年に入り、緩やかな下落が続いている。

食用油はマーガリンやマヨネーズの製造に使う加工用、天ぷら料理店や居酒屋で使う業務用、スーパーで販売する家庭用に分かれる。業務用は食用油市場全体の約3割を占める。

加工用は四半期ごとに価格交渉するのに対し、業務用は随時値決めしている。原料コストに加えて、国内需給を反映して相場が動く例が多い。



新型コロナウイルスの感染症法上の「5 類」移行とインバウンドの回復で、外食店の売上高は回復傾向をたどっている。日本フードサービス協会（東京・港）によると、7月の外食売上高（全店ベース）は前年同月比 14.2%増となり、コロナ禍前の 19 年比でも 12.6%増えた。

ところが、業務用の需要は戻りが鈍い。「従来業務用の需要は外食の売上高の動向に連動する傾向が強かったが、直近は動きに乖離（かいり）が見られる」（食用油メーカー）との声が多い。

外食店が油を節約する動きを続けているのが一因だ。「ここ数年の食用油の高騰でメニューから揚げ物を減らしたり、フライヤーの油の交換を遅らせたりするなど、細かい節約が積み重なって荷動きの低調さにつながっている」（油問屋）

食用油は 22 年のピークに比べて値下がりしてきた。ただ他の原材料費や光熱費、人件費が上昇しているため「油を値下げした分を相殺してしまい、節約をやめて油をたくさん使おうという需要家のマインドが喚起されにくい」（他の油問屋）といった声が出ている。

需要が戻りきらない中、販売数量の確保を意識してメーカーも需要家の値下げ要求に対応したとみられる。

先行きは卸価格が上昇に転じる可能性がある。原料の大豆や菜種の国際相場が 6 月以降、上昇に転じてきたためだ。米国やカナダなど主要産地で気温が高く、乾燥した気候が続いており、生産減への懸念が高まっている。

ロシアが 7 月にウクライナ産穀物の黒海輸送をめぐる輸出合意を停止するなど、地政学リスクの高まりも、植物油全般の国際相場の下値を阻む要因だ。円安・ドル高の進行も、原料の輸入コストを引き上げる。メーカー側は秋以降、需要家に対して値上げを求めそうだ。