

## 景気後退はどこに行った？

### 執筆者



Erik S. Weisman, Ph.D.  
チーフエコノミスト  
債券ポートフォリオ・マネジャー

インフレ率と金利が過去40年以上で最も急速に上昇する中、投資家の間では景気後退を警戒する声が高まっていました。

しかし、最近の経済指標は、景気後退局面入りが少なくとも先送りされたことを示唆する内容となっています。具体的には、米国の1-3月期の国内総生産(GDP)成長率が上方修正されたほか、所得の伸びはまずまずの水準となり、新規失業保険申請件数は最近のピークから鈍化し、耐久財受注も改善しています。また、全体的に消費も順調に推移しているようです。こうした消費関連のデータを見る限り、信用供与への影響はごくわずかであり、ほんの数カ月前に銀行危機が発生したとは思えません。

しかし、景気の先行きを示す指標は良好とは言えないことから、正確な時期はわからないものの、将来的には景気後退に陥るとするのが依然として最も確率の高いシナリオであると考えています。

### 先行きを示す指標は困難が待ち受けていることを示唆

逆イールド	第二次世界大戦以降、3カ月物国債利回りと18カ月先の3カ月物国債利回りの比較といった短期ゾーンを含むイールドカーブは景気後退を予測する上で最適な指標と言える。
積極的な金融引き締め の 運行効果	米連邦準備制度理事会(FRB)が昨年3月から500ベースポイント超という急速なペースの利上げとバランスシートの縮小を実施し、他の中央銀行も追随する中、景気後退を回避できるとは考えにくい。
マネーサプライ	M2といったマネーサプライが前年比で減少している。これは1940年代もしくは50年代以来のことである。
先行指標	コンファレンス・ボード景気先行指数は14カ月連続で低下している。
銀行の融資基準	著しく厳格化されている。

では、景気後退はどこに行ったのでしょうか？

今のところ、景気後退局面が差し迫っているようには見えませんが、これは金融政策の効果が实体经济に波及するまでには時間がかかるためです。例えば、企業が12カ月、18カ月あるいは24カ月の契約を結んだとします。この期間にFRBが大幅な利上げを行ったとしても、すぐに経済に影響するわけではありません。利上げ開始から12~24カ月間は影響が完全には浸透していない可能性があり、今回の利上げ局面では今がまさにその時期にあたります。



## 中央銀行の信頼回復

FRBは、インフレはパンデミックに起因するサプライチェーンの混乱による一時的なものであるとの見方に固執しすぎたことで、信頼を失ったと自覚しています。そのため、インフレを放置したことの埋め合わせとして、予想以上にタカ派姿勢を堅持して過度に引き締めを行う可能性が懸念されます。

こうした状況を考えると、米国の労働市場の持続的な力強さは、インフレ率を目標水準に戻す上で逆効果になると思われれます。労働市場が堅調で所得が着実に増加すれば、消費が拡大して物価がさらに上昇するため、FRBが望むような水準にインフレ率を戻すのは困難になるでしょう。したがって、FRBがインフレ目標を達成するためには、労働市場の勢いを弱める必要があります。

現在のFRB当局者が、1980年代のポール・ボルカー議長(当時)のような不屈の精神を持っているかどうかはまだわかりません。FRBは経済成長を制限する水準まで政策金利を引き上げることがインフレを抑制する唯一の方法であると考え、急激な景気悪化に直面しても金利を高水準で維持するのでしょうか。あるいは、過去30年間のシナリオに戻り、景気悪化の最初の兆候が見られた時点で金融緩和に動き、いわゆるFRBプットを提供し続けるのでしょうか。その答えは、経済成長が鈍化し、インフレ率が目標を大きく上回る水準で高止まりするという状況になるまでわかりません。

そうなった時、FRBは最も後悔しない「金融政策ミス」を選択する必要性に迫られるでしょう。経済成長を制限する金融政策を維持して景気後退を深めるのか、あるいは時期尚早に金融緩和に動いてインフレを再燃させるのか、当局者はどちらを選ぶのでしょうか。

## 市場への影響

市場の金利が大きく低下するのは、労働市場の勢いが弱まり、インフレ率の低下が加速し、FRBが利上げ終了のシグナルを発してからになると考えています。6月のインフレ率と雇用統計の伸びは鈍化しましたが、引き締めサイクルが終了したとFRBが明確に示唆するには、同様のデータ結果が数カ月間続く必要があると思われれます。▲

---

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載がない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー (MFS) および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

## MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第312号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会/一般社団法人 日本投資顧問業協会