



来るべき米国の景気後退は ソフトかハードどちらの可能性が高いのか

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

これまでFRBが利上げを続けて来ても、なかなか米国経済が軟化しなかった。市場心理は、今後の景気後退に関する3つのシナリオ、深く長いハード型、短く浅いソフト型、そもそも来ないノー型の間を揺れ動いた。シナリオを決め打ちしてベットするのも難しく、投資家の様子見姿勢から、株価はもう半年以上も総じて横ばい圏にある。

そもそも、なぜFRBが異例の利上げを実施しても景気は軟化しないのか。金融引き締めが景気と物価を押し下げる伝達経路は主に4つある。(1)個人消費の減退、(2)設備投資の減退、(3)銀行の与信態度悪化、(4)資産価格の下落だ。通例ならこの4つの伝達経路はバランスよく効く。しかし、今の局面は違う。(1)はコロナ禍の過剰貯蓄がまだ2兆ドル近く残っており全く効かない。(2)は経済安保と脱炭素の補助金が大きくこれも効いていない。しかし0.75%の連続利上げなど異例の利上げが実施されたことで、最近になって(3)が強力に効き始めた。これは、長短金利差の極めて深い逆イールドにより銀行から見た大幅な逆ザヤ、FRBのシニアローンオフィサーサーベイで顕著だ。(4)は暗号資産、商業用不動産、LBOの減損等の面で悪化が顕著だ。まとめると以下ようになる。

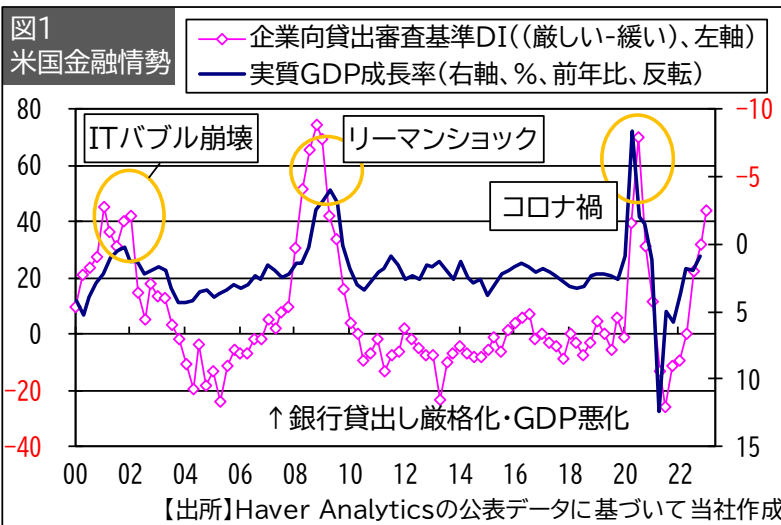
利上げ(金融政策)が実物経済に影響を伝達経路(Transmission Mechanism of Monetary Policy)

	悪化する部門	主要因	打撃を受けるセクター	足元の状況	背景
(1)	個人消費	消費<貯蓄	売上が減少する企業部門	◎	コロナ禍の過剰貯蓄
(2)	設備投資	金利上昇	売上が減少する企業部門	○	半導体や脱炭素など産業政策
(3)	銀行の与信態度	逆ザヤ	貸し渋りを受ける企業部門	×	大幅利上げ
(4)	資産価格下落	高金利	投資家	×	大幅利上げ

出所:各種報道をもとに当社作成

シリコンバレー銀行(SVB)の破綻は、リスク管理体制に大いに問題があったのは事実だが、(3)と(4)だけに頼った金融政策のバランスの悪さにも問題があった。そして、SVBの破綻により(3)と(4)、中でも(3)は銀行が流動性リ

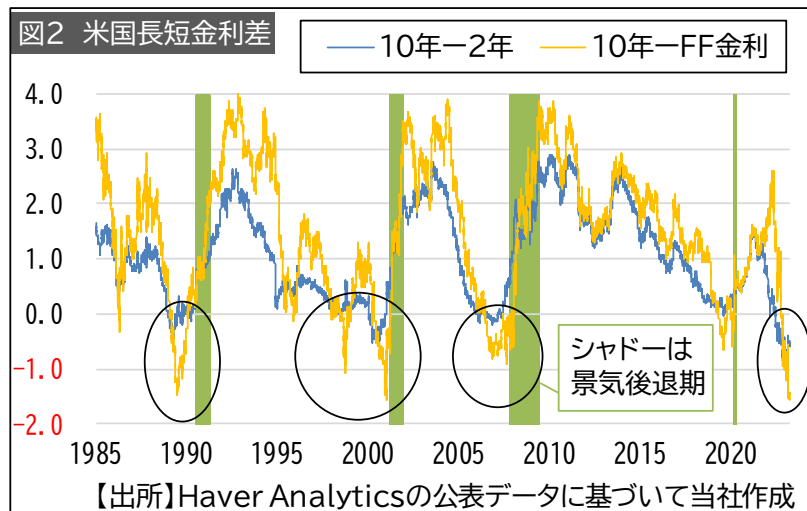
スクの管理を強化したことで一段と悪化するのには必至の情勢だ。これにより、図1のように今後は非連続な形で米国経済の軟化、あるいは悪化を示す経済指標が増える可能性が高い。この動的な意味は、FRBがこれまでと同様に(3)と(4)だけに頼るスタンスを続けると、(1)と(2)も巻き込まれて非連続な形で悪くなり、それが更に(3)と(4)を悪化させ、そして更に(1)と(2)がまた悪化する悪循環に入るリスクが高いということだ。銀行の融資スタンスとGDPとの強い相関からして、このタイミングは近いと想定される。



※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

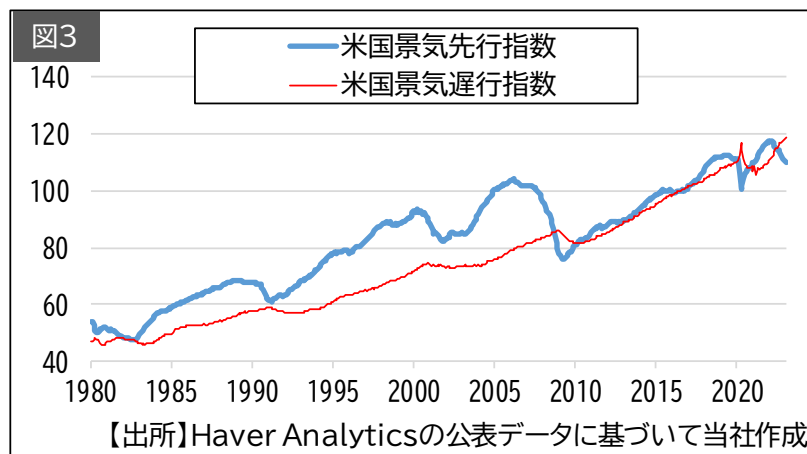
では、FRBの金融政策は、今後どうあるべきなのか。今の米国は(1)個人消費の減退と(2)設備投資の減退が効かなかったことから企業のクレジットは傷んでいない。この状況なら、(3)銀行の与信態度悪化は、利下げで逆イールドが解消されれば改善に向かう可能性が高い。(4)資産価格下落も金融緩和で資本コストが低減されれば改善へ向かう要因になる。ただ問題は、物価上昇率がFRBの目標である2%より遥かに高い状況で、逆イールドを解消するような大幅な利下げに踏み切れるのかどうかである。

常にFRBは、先行きの物価や景気の見通しが上振れか下振れかでリスクバランスを言語化し、そのうえで金融政策を実行する。この手法が正しかったかどうかは、景気動向指数の遅行指標が悪化し始めた後に先行指標が改善に向かうまでのラグで判断が出来る。というのも、常に金融引き締め目的は景気の過熱を原因とするインフレの抑制であり、景気の遅行指数の代表は、その構成項目でもある製造業の単位労働コストやサービス関連の消費者物価などの物価だからだ。これらが低下して物価の抑制に目途が付くことは、遅行指数の悪化を意味する。そこからあまり時間を置かずに景気先行指数が上向いて景気の先行きの改善が展望できる展開となるのが理想的だ。市場が重視する株価と図2の長短金利差は景気先行指数に採用されている。



向かうまでのラグで判断が出来る。というのも、常に金融引き締め目的は景気の過熱を原因とするインフレの抑制であり、景気の遅行指数の代表は、その構成項目でもある製造業の単位労働コストやサービス関連の消費者物価などの物価だからだ。これらが低下して物価の抑制に目途が付くことは、遅行指数の悪化を意味する。そこからあまり時間を置かずに景気先行指数が上向いて景気の先行きの改善が展望できる展開となるのが理想的だ。市場が重視する株価と図2の長短金利差は景気先行指数に採用されている。

こういう目で過去の景気先行指数と遅行指数を検証すると、2つのパターンに分けられる。図3から分かるように1981年と2001年は共にラグが11カ月と長い。他方、1991年、2009年、2020年はラグが各2、4、0カ月と短い。ラグが長いパターンには政治に起因する原因があった。1981年はインフレの徹底退治という名で、ストを武器に無謀な賃上げを要求した労働組合つぶし、2001年はエンロンの破綻に始まった会計スキャンダルだった。共にFRBは政治の対応を待つしかなかった。



結論だが、今回は政治的に特別な対応が必要な問題はない。したがって、FRBがリスク管理アプローチから長短金利差がプラスになる程の思い切った利下げに踏み切ることが出来れば、景気後退はソフト型になる可能性が高いと見込まれる。但し、リスク管理としてはプランBも想定しておくのが得策だ。(脱稿4月12日)

以上

<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は、市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。