

# 異例の米国利下げ—長期運用は不況に備え債券へシフト

米景気拡大も11年目に入り、高値圏の株式を減らし債券に回す長期の機関投資家が増えそうです

## FRB議長、「数回に及ぶ利下げ局面の開始ではない」

- リーマンショックで落ち込んだ米国景気が回復したことで、昨年未まで計9回利上げを続けてきたFRB(米連邦準備制度理事会)が、7月FOMC(米連邦公開市場委員会)で利下げを決めました(7月31日)。パウエル議長は利下げの狙いを「今の好景気をより長続きさせるため(by extending cycle)」と説明し「国内景気は先行きも良好」と強調しました。
- 今の好景気での利下げだった点に記者の質問が集中しました。利下げは通常、景気悪化時の景気刺激策だからです。利下げ理由を「重要度が高い順に話して欲しい」との質問に、パウエル議長は次の順序①～③で説明しました。

### ① 中立金利の下方修正を受けた水準調整の利下げ

- まず、景気を過熱も冷却もしない、景気に中立な金利 $r^*$ (アール・スター。以下、中立金利)を「今より低く考える委員が増えたため」との理由を第1に挙げました。前回の6月FOMCでは、各委員の推計値を集計した中央値で、中立金利は0.3%ポイント下方修正されていました(2.8→2.5%)。
- この下方修正幅が、今回の利下げ幅0.25%ポイントとほぼ同じです。パウエル議長の言葉「利下げは景気拡大局面の途中での水準調整(mid-cycle adjustment)」とは、中立金利の下方修正に伴う調整を指すとみられます。「景気を冷却させたくない」とのFRBの強い意思表示と考えられます。

### ② 貿易摩擦や③ インフレ圧力の弱さも利下げ理由

- 次いで、「米中の貿易摩擦が早期に収拾しそうでない予想外の展開となり、現在は良好な企業の設備投資に悪影響が及びかねないリスクを認識したため」を第2の利下げ理由に挙げました。第3には、インフレ圧力の弱さを挙げました。

### 長期運用の機関投資家はポートフォリオ見直しへ

- 好景気での異例の利下げには、リーマンショック後の景気拡大が11年目に入り、最長記録を更新中の「今の好景気を何とか長続きさせたい」とのパウエル議長の気迫を感じます。

【図表1】米国株価の推移(NYダウ、過去12年間)



●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。

- 当面、好況なので株価は高値圏で上下動しそうです。一方、向こう5年程度を展望する長期運用ならば「不況に備えた方がよい」との判断に傾き始める時期です。運用成績を5年や10年等の累積リターンで評価する機関投資家なら、(a)高値圏の株式(図表1参照)を減らし売却益を確定し、(b)売却資金を、長期トレンド復帰で買い安心感も出てきた債券(図表2参照)に充当するポートフォリオ見直しが進みそうです。

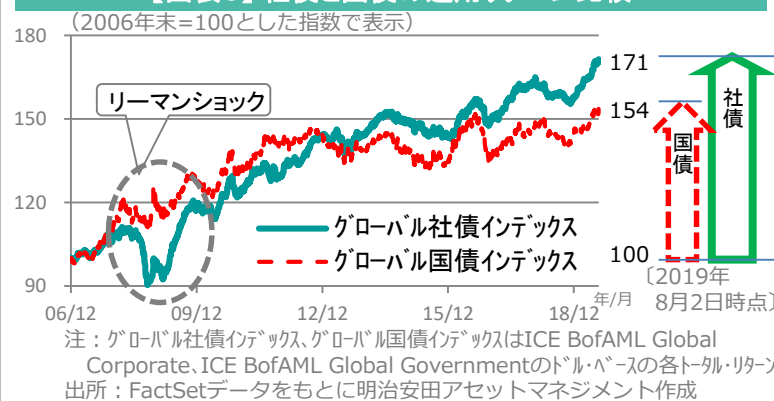
【図表2】米国長期金利の推移(過去30年間)



### 債券とりわけ国債よりも(適格)社債へ

- 長期運用向き資産クラスの代表格は、(BBB格以上で信用力ある)投資適格級の社債です。社債を国債と比べると、リーマンショック直後は国債よりも大きく売られました。長期で見れば国債を上回る運用リターンです(図表3参照)。国債より高めのクーポン(表面利率)収入をインカム・ゲインとして積み上げていくことができるからです。

【図表3】社債と国債の運用リターン比較



- こうした株式を減らし債券にシフトさせる流れは、米欧日への配分比率を概ね一定に保つ機関投資家のグローバルなポートフォリオ運用を通じ、日本にも波及しそうです。

筆者: チーフストラテジスト 杉山 修司  
 東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士  
 日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職