

# 米国株価、下落の勢い鈍化か—1970年代末と異なるFRB政策

作成日 2022年3月9日

石油危機で急激に金融を引き締めた反省の再発防止策「雇用最大化」義務が不況を回避しそうです

## ロシア産原油の輸入禁止観測で大幅な株価下落

ロシアのウクライナ軍事侵攻によって犠牲となられた方々や不条理に遭遇されている無数の方々に想いを馳せたいと存じます。さて米国株価(S&P総合500種株価指数)は今週月曜日(3月7日)、年初の最高値から12%安となる株価水準へ急落しました。

きっかけは、「欧米諸国がロシア産原油の輸入禁止を検討」との報道で原油価格が14年振り高値へ高騰したためと報じられています。利上げ開始が見込まれる3月FOMC(連邦公開市場委員会)を来週に控え、「すでに深刻な物価高をさらに加速させる原油価格高騰がFRB(米連邦準備制度理事会)を急激な連続利上げに追い込み、景気悪化を招く」との懸念が強まり、ウクライナの戦火を伝える連日の報道で悪化した市場心理をさらに悪化させたことが株価下落の原動力とみられます。

## 急激な連続利上げによる景気悪化を市場は警戒

「もしも1970年代の石油危機のような深刻な物価高となれば断固阻止する」とパウエル議長が初めて表明したのは昨年8月のジャクソンホール講演でした。まだ「物価高は一過性」との見解を捨てていなかった時期です。その後、「物価高が一過性でない可能性」をようやく認めたのが11月、今年の中間選挙の1年前のタイミングでした。

政権基盤を揺るがしかねない深刻な物価高への国民の不満に危機感を抱くバイデン大統領は次期FRB議長人事で、物価高抑制に意欲を示し始めたパウエル議長の続投を決め、物価安定をパウエルFRBに託しました。

一方、市場では「物価高を放置するFRBは後手に回っている」とFRBへの信認は低下。「急激な連続利上げでFRBが名誉挽回を図れば、景気悪化を招くだけ」との不安が最近、市場で高まっており、株価の重石にもなっています。

## 戦後最悪の失業率を招いた急激な金融引き締め策

かつて1970年代末、石油危機による深刻な物価高に苦慮した当時のカーター大統領はFRB議長人事で、タカ派的(金融引き締めに積極的)な主張を大統領執務室でしていたボルカー氏を起用しました。

1979年イラン革命で親米政権が倒れ、原油供給不安による物価高騰に対してボルカーFRB議長は、後に「ボルカー・ショック」とも称される、2年物金利や長期金利(10年物金利)が一時15%超にも達した、急激かつ粘り強い金融引き締めを3年間近く続けました。

「ボルカー回顧録」(村井訳、日本経済新聞出版社、2019年)の「第8章 インフレと闘う」には、「失業率が戦後最悪となっていた1982年の春、焦燥感に駆られつつも金融引き締め継続を決めた」とボルカー氏は語っています。

●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。

■物価上昇率が一桁台に低下したその年の夏、金融緩和策に転換。もっとも「その年(82年)の年末、なお失業率は10%近かった」とも語っています。当時の連邦議会がFRBに、現在のような「雇用最大化」と「物価安定」という2つの政策目標は義務づけておらず、「物価安定」のみであった様子がボルカー回顧録から読み取れます。

## 景気中立的2.5%の半分1~1.25%で利上げ休止

■上述のバイデン大統領によるパウエル議長の続投指名に道を開いたのは、パウエル議長の方針転換でした。昨夏までFRB政策の理論的支柱となった「忍耐強い金融緩和の継続」論者のニューヨーク連銀ウイリアムズ総裁の考え方を離れ、新たに早期金融緩和縮小論者でタカ派とみられたウォラー理事を参謀役として重用し始めた模様です。

■そのウォラー理事が、米国株価が年初の最高値から9%下落した2月18日、「景気過熱の利点とリスク」と題した講演で、意図的な金融緩和策の継続によって「低所得者層にも雇用改善の恩恵が及ぶ景気過熱」を容認する利点を説いて市場を驚かせました。

■そして最高値から12%下落した2月23日の翌日の講演でウォラー理事は「3会合連続で累計1%利上げしたら利上げを休止する」という基本シナリオを表明。すなわち現在0~0.25%の政策金利が1~1.25%になったら利上げを休止すれば、2.5%程度とされる景気を冷却も過熱もさせない中立金利の半分にとどまることから、景気悪化ひいては失業者急増を回避できる、と示唆したのです(注)。

(注)MYAM Market Report「FRB、利上げを累計1%で休止へ—好景気と物価抑制を両立」(2022年3月2日)

## 行き過ぎた株価下落は回避したいFRB

■こうしたハト派的(金融引き締めに慎重)な発言を、タカ派とみられたウォラー理事がするようになった理由は、1月FOMC議事要旨から推察できます。景気見通しのリスク要因を記述した箇所「景気下振れリスクを多くの委員が指摘した」と記され、①地政学的な緊張の予想外の激化、②予想外に顕著な金融の引き締め、等が列挙されています。この②は、行き過ぎた株価下落で個人消費が抑制される逆資産効果による景気下振れのリスク要因とみられます。

■これら景気下振れリスクが顕現化してくれば、利上げ同様、景気過熱の抑制効果が期待できます。1970年代末の石油危機での急激な金融引き締めによる失業者急増の再発防止策とも言える「雇用最大化」義務も課されているFRBのハト派的な姿勢で、米国株価下落の勢いは鈍化しそうです。

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