

FRB、景気に中立な水準で連続利上げを休止へ

作成日 2022年3月24日

好景気を保ちつつウクライナ戦禍で長引く物価高を抑制、市場金利上昇や株価下落は鈍りそうです

■ 市場の注目はFRB金融政策の正常化への道筋

■ 米国ではFRB（連邦準備制度理事会）が3月FOMC（連邦公開市場委員会）で政策金利の引き上げ（以下、利上げ）を開始しました。市場が注目していたのは、コロナ禍対応の金融緩和策の終了を宣言したFRBが「金融政策の正常化を今後どのように進めていくのか？」との道筋でした。

■ 中長期で資金運用する投資家の視点で筆者は、FOMC会見でパウエル議長が金融政策正常化への道筋を次の3つのポイントで示した、と考えます。

- (1) 景気を冷却も過熱もさせない中立な政策金利（以下、中立金利）に到達したら利上げを休止すべきこと、
- (2) 通常の0.25%幅だけでなく0.5%幅も含めた連続利上げを続け、中立金利へ可能な限り速やかに到達すべきこと、
- (3) これまでの市場との対話でFRBは、実体経済へ政策効果を波及させる経路である市場金利（2年物金利、長期金利<10年物金利>、住宅ローン金利等）をすでに変化させ、数ヶ月前から金融政策の正常化は実質的にスタートしていること、という3点です。

■ ウクライナ戦禍で物価見通しを大幅に上方修正

■ 物価見通しを大きく上方修正したこと（＝2022年末予測値を3ヶ月前の2.6%から今回4.3%へ）は特筆すべき点です。その理由をパウエル議長は次のように述べました。「これまで1-3月期を過ぎる頃にインフレ率上昇はピークとなり低下に転じるとみていた。しかし、ウクライナでの戦禍によってロシア産品への忌避が強まり、サプライチェーン（供給網）寸断に伴う部材供給制約の解消が遠のいた。エネルギー価格高騰もあって、インフレ率のピークは年後半にずれ込み、低下に転じるのは2023年になってから」と。

■ 景気を冷却も過熱もさせない水準で利上げを休止

■ 「金融政策の正常化」とは、平易に言い換えれば「景気を冷却も過熱もさせない中立金利へ政策金利を戻していくこと」です。公表されたドット・チャート（＝各FOMC委員それぞれが適切と考える政策金利の水準を一つの点で描いた分布図）をみると、中立金利が3ヶ月前は2.5%でしたが今回2.4%と小幅に下方修正されました（いずれも中央値）。ごく一部の委員が「中立金利は2.5%から2.25%へ低下している」と主張した模様です。

■ それは誰なのでしょう。かつて2018年の利上げ局面で「中立金利は3.0%」とみた3.0%までの利上げ論がFOMC委員の大勢でしたが、パウエル議長は「中立金利は2.5%へ低下している」と主張、2.5%で利上げを休止した前例があります。今回も「2.5%から2.25%へ低下している」と主張したのはパウエル議長を含む少数の委員と推察されます。

●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。

■ 一方、パウエル議長は会見で「利上げは中立金利に到達したら休止すべき」と示唆しました。「中立金利の水準を超えても利上げを続ける必要がある否かは、別途検討すべき」と述べ、その理由を「景気を冷却させる水準への利上げ（restrictive monetary policy）に追い込まれることを好む者は誰もいないから」と述べたのです。

■ 年末の政策金利は2%台前半、来年は利上げ無しか

■ 2022年末の政策金利の見通しは、ドット・チャートでは1.9%（中央値）と読み取れます。3ヶ月前のドット・チャートは0.9%でしたので、大幅な上方修正です。加えてパウエル議長は、「FOMC委員の共通認識を伝えるのが議長の務めであり個人的見解は控える」と前置きしつつも、敢えて「この1.9%はあくまで中央値であり、1.9%より高い政策金利が適切とみる委員も多い」と述べ、それが自身の意見でもあることを示唆しました。

■ 2023年末の政策金利の見通しは、ドット・チャートでは2.8%（中央値）ですが、パウエル議長は「来年のことは誰にも分らない」「ドット・チャートは各委員の意見を集計したに過ぎずFRBが機関決定した数値ではない」とも述べました。2018年に2.5%で利上げを休止した時と同じ言葉です。「2023年の利上げは現時点で想定せず」と示唆したのです。

■ つまり、「2022年中に景気に中立な政策金利である2.25%（前述）へ到達し、そこで利上げを休止すべき」との金融政策正常化の道筋をパウエル議長は示した、と考えられます。

■ 市場金利の上昇は鈍り、株価下落懸念は後退か

■ パウエル議長の参謀役とみられるウォラー理事は「中立金利の半分1.25%で利上げ休止」（注）と述べていましたが、ロシアの軍事侵攻を受け、より強い物価抑制姿勢を今回パウエル議長が表明した形です。

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

■ 先行き不確実性が高く、毎回のFOMCで機動的な判断が求められる情勢下で、0.5%幅の利上げも辞さず年内に2.25%へ到達する連続利上げを基本シナリオに据えたパウエル議長の断固とした物価高抑制姿勢は、インフレで債券実質価値目減りを警戒する債券投資家にとって朗報です。

■ このようにFRBが翌日物金利（＝政策金利）上昇を2%台前半（2.25%）で休止すれば、この数ヶ月上昇してきた2年物金利や長期金利も現状の2%台前半で横ばい推移しやすくなると考えられます。これに伴い円安圧力は弱まり、これら市場金利で理論値を算出する株価の下落も鈍りそうです。

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