

FRB利上げ加速に市場は過剰反応—失策に学ぶパウエル議長

急上昇している米国の市場金利は、いずれ利上げが休止される2%台前半付近へ低下しそうです

景気悪化を招いた過去のFRBの失策を市場は警戒

■ 2022年4月22日(金)、米国株価(S&P総合500種株価指数)は前日比3%近い大幅安となりました。FRB(米連邦準備制度理事会)のパウエル議長が次回5月FOMC(連邦公開市場委員会)で通常倍の0.5%幅で利上げする可能性を再度示唆した(21日)ためと報道されました。

■ パウエル議長は物価高を断固抑制する強い姿勢を鮮明にしていることから、「行き過ぎた金融引き締めが景気悪化を招いてしまった過去の轍を踏みかねない」との先行き不透明な中での警戒感が株価乱高下の主因と考えられます。

ボルカー／グリーンスパン両議長による景気悪化

■ 先日発表された3月CPI(消費者物価指数)前年比は1981年12月以来の大幅な伸びでした。その今から40年前の物価高を収束させたのはボルカーFRB議長(当時)でした。ボルカー議長は「迅速かつ大幅な利上げを続ける従来の方式では即効性を欠き間に合わない」と判断。マネーの値段である『金利』ではなく、世の中に出回るマネーの『量』をコントロールする新金融調節方式を導入したため『金利』は即座に急上昇しました。長期金利は15%を超える勢いで、住宅ローン金利は18%超へと大きく上昇したのです。

■ しかし「ボルカー回顧録」(村井訳、日本経済新聞出版社、2019年)では、失業率が戦後最悪となる景気悪化を招いてしまっていたことから「焦燥感に駆られつつも金融引き締めを続行した」と述懐。雇用を犠牲にして達成した物価高の収束を確認したボルカー議長が金融緩和に転じたのは就任から何と3年も経過した82年7月でした。

■ それから20年後、グリーンスパン議長(当時)の金融引き締めも景気悪化を招きました。17会合連続で累計4.25%幅の利上げを2004年央から2年間続行。しかし最後の利上げから僅か1年足らずで利下げに追い込まれ、利下げが累計3.25%幅となったところでリーマン危機に見舞われました。

■ 利上げ2年目に組成された2006年ビンテージのサブプライム商品の劣化がローン延滞急増で最も激しく、これら証券化ビジネスが大手金融機関に打撃となりました。2年目の利上げはいったん休止しておくべきではなかったのでしょうか。

■ 利上げ開始6カ月経っても上昇しない長期金利にグリーンスパン議長は「コナンドラム(謎)である」と発言。その焦燥感が行き過ぎた利上げ続行につながった可能性があります。

過去のFRB議長の失敗から学んだパウエル議長

■ 微調整が難しい『量』のコントロールを選んだ上に戦後最悪の失業率を招いたボルカー議長の失敗や、米国債に流れた国際資本移動を軽視し長期金利が上昇するまで利上げを続けてしまったグリーンスパン議長の失敗からパウエル議長は学んだ模様で「轍を踏みそうにない」と筆者は考えます。

●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。

■ パウエル議長は「長期金利は利上げで上昇すると限らない」と理解しています。「ドイツや日本より高い米国の長期金利には、利回りを求める米国債投資の資金流入で低下圧力がかかっている」と述べています(昨年12月15日)。

■ 長期金利の低下圧力に対抗するため、FRBバランスシート圧縮の早期開始策によって、国債やMBS(住宅ローン担保証券)の利回り上昇を促し、住宅ローン金利を適度に高めて住宅価格高騰ひいては物価高を抑える狙いがパウエル議長にあると考えられます。長期金利が上昇するまで利上げを続けたグリーンスパン議長の轍を踏みそうにありません。

目先の0.5%幅に動揺しない長期運用の現場

■ パウエル議長は景気を冷却も過熱もさせない中立の政策金利(中立金利)を2%台前半(おそらく2.25%)と示唆、そこで利上げをいったん休止する金融政策正常化のパス(道筋)を示しました(3月16日)。

■ しかも3月FOMC議事要旨からは、(i)「0.5%幅の利上げも辞さず速やかに年内に中立金利に到達すべき」との正常化のパスは最もタカ派(緩和縮小に積極的)なメイン・シナリオであること、そして(ii)もしも雇用情勢等で景気悪化の兆しを察知したらただちに利上げを休止するリスク管理の視点がFRBにあること、が読み取れます。好景気と物価高抑制の両立を狙っているパウエル議長は、戦後最悪の失業率を招いたボルカー議長の轍を踏みそうにありません。

■ そのFRBシナリオ(i)(ii)いずれにせよ、最大でも2%台前半の中立金利で利上げは休止、と解釈できます。一方、市場では3月FOMC公表のドット・チャートが政策金利を来年末、再来年末とも2.8%と示唆したことから、政策金利(=翌日物金利)とほぼ連動する2年物金利だけでなく10年物金利(長期金利)までも、この2.8%前後へ急上昇しています。

■ ところがパウエル議長は「ドット・チャートは各委員の個人的見解の集計に過ぎずFRBの機関決定ではない」「中立金利を越える利上げを誰も好まない」と言明(3月16日)。今、急上昇している2年物金利や長期金利は、やがて中立金利の水準2%台前半付近へ低下すると考えられます。

■ これら市場金利で理論値を算出する株価も、好景気ゆえの企業業績期待もあり、やがて底堅さを増すと考えられます。目先の0.5%幅の大幅利上げに動揺せず、利上げ休止の水準がどこなのか、金融政策正常化のパスを見極めようとする視点が長期運用の現場にはあるのです。

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