

## 長短金利の上昇を狙うFRB—『ウクライナ戦争』の東西対立で

作成日 2022年6月22日

好景気と物価抑制の両立へ利上げパスを上方修正、物価高ピークまで株価も乱高下しやすそうです

## 物価見通しを大幅に上方修正したFRB

FRB(米連邦準備制度理事会)は6月のFOMC(連邦公開市場委員会)で、3会合連続の利上げを決めました。予想外だったのは、まず(1)前回会合での0.5%幅の予告を上回る、より大幅な0.75%幅の利上げだった点です。

その理由をパウエル議長は「FOMC直前に公表された5月のCPI(消費者物価指数)等を受け、物価見通しを大幅に上方修正したため」と説明しました。そして0.75%幅の利上げ加速によって「より素早く(景気を冷却も過熱もさせない政策金利である)中立金利に近づけておけば、先行き利上げ加速/減速の調整をしやすくなり『裁量の余地』(optionality)を広げておける」と述べたのです。

## 利上げ到達点の上方修正を続けるFRB

さらに予想外だったのは、(2)利上げパス(道筋)につき「若干(modestly)景気を冷却させる3%台前半へ年内に政策金利を引き上げる」との意向をパウエル議長が新たに表明した点です。これまで、3月FOMCでは「2%台前半の中立金利に到達したら利上げをいったん休止する」と表明。翌5月FOMCでは「2%台後半もあり得る」と述べていました。かくして、メイン・シナリオとしての利上げパスの到達点は今回も上方修正され「2%台前半→2%台後半→3%台前半」へと市場金利の上昇に追随するかのようになり上げられました。「せっかく上昇した市場金利を下げたくない」との景気過熱を(住宅ローン等を左右する市場金利の上昇で)抑えたいFRBの狙いの表れと考えられます。

## ウクライナを巡る東西対立に持久戦を覚悟か

(3)『物価抑制は持久戦』と覚悟を決めたかのようなFRBの不退転の決意を市場参加者に印象づけた点も予想外でした。とりわけ——「1年先は誰にも分からない」と前置きがありましたので「想定を超える物価高長期化リスクに備えるリスク・シナリオ」との位置づけとみられますが——「来年末に3%台後半に達する利上げもあり得る」とパウエル議長が述べたのは予想外でした。従来は「本年末も、来年末も、同一の2%台後半が利上げ到達点」と示唆してきたからです。

しかも、「インフレ率は、先行き、上昇が止まり横ばい推移するだけでは不十分で、持続的な低下を確認するまで利上げは続く」とパウエル議長は踏み込んだ発言をしたのです。

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

パウエル議長の側近とみられるウォラーFRB理事が、ドイツ講演(5月30日)における結びの言葉に、かつてソ連軍に包囲されたベルリンへの物資空輸に活躍した80年前の米軍輸送機が今なおアウトバーン(高速道路)脇に展示されていることに言及。「ドイツと米国が直面する経済的困難(≡ロシア軍のウクライナ東部包囲がもたらす深刻な物価高)を80年前と同様に、今回も互いに協力して克服しよう」と異例の発言をしたのです。「東西陣営の対立が続いた冷戦時代に逆戻りしかねない」との危機感で『物価抑制は持久戦』とFRBは悟った様子です。

## リセッションを招かない節度ある利上げへ

一方、利上げ加速によるリセッション(景気後退)を懸念する質問も記者会見で相次ぎましたが、パウエル議長は『好景気と物価抑制を両立させるのがFRBの狙い』と改めて強調しました。すなわち「50年ぶり低水準に迫る現在の失業率3.6%が4.1%(2024年末予測値)まで上昇することを許容して物価高を抑制する」、「その4.1%とはコロナ禍直前の、低所得者層等へも雇用改善の恩恵が広がった好景気の頃の失業率に相当する」と説明しました。

ウォラー理事も「利上げによって景気過熱を適度に冷却して現在の異様に高い求人倍率をコロナ禍直前のレベルまで引き下げ賃金上昇圧力を和らげても失業率はさほど上昇せず米国経済のソフトランディング(軟着陸)が可能」と講演で語っていたところでした(5月30日)。

## バランスシート圧縮は0.5%幅の利上げに匹敵

債券市場への影響は、利上げ到達点のメイン・シナリオ「3%台前半」であれば、2年物金利も10年物金利(長期金利)もすでに概ね到達しており、「さらなる上昇余地は限定的」との見方もあるでしょう。しかし、来年になっても利上げ続行を余儀なくされ「3%台後半」が利上げ到達点となるリスク・シナリオを現時点では排除できません。

しかも、「FRBのバランスシート圧縮(以下、QT)は通常の0.25%幅の利上げ2回分に匹敵する」とウォラー理事が初めて表明したばかりです(5月30日)。住宅ローン等を左右する市場金利を引き上げ過熱する景気を冷やすのが利上げの目的ですので、仮に利上げが「3%台前半」で止まっても、0.5%幅の利上げに匹敵するQTを市場が織り込めば、2年物金利や長期金利は3%台後半へ上昇する可能性も残っています。

先行き、インフレ率がピークをつけ低下に転じる迄の間は、市場金利は上昇しやすく、それらで理論値を算出する株価は(好景気ゆえの企業業績期待は上昇要因ながらも)乱高下しやすと考えられます。日米金利差によりドル高/円安が進む可能性もありそうです。

●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。