

FRBの利上げと その後予想されること



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

2022年3月15日

【要旨】

- **FRBの利上げ局面の予想が分岐**：3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）に対する予想はハト派に傾く一方、12月までの政策金利の予想はタカ派色が強まる
- **競合する2つの懸念**：短期的な経済成長と金融の安定への影響に関する懸念と、今後数カ月のインフレへの影響に関する懸念が存在
- **インフレ期待について**：FRBが金融引き締めを判断する際に注目する1つのポイントは、長期的なインフレ期待がアンカーされているかどうかである

短期的懸念と長期的懸念のバランスをとろうとするFRB

短期的な経済成長や金融市場の安定への懸念と、今後数カ月のインフレへの懸念が増したことで、FRBの利上げに対する見方が変化

長期のインフレ期待は比較的アンカーされる状況が続く

FRBが金融政策を決定する上で重視する消費者による長期インフレ期待はアンカーされている模様

市場を驚かせた欧州中央銀行

ロシア・ウクライナ危機に伴うインフレ懸念がECBによる予想外の金融正常化を後押し

中国では新型コロナウイルス感染が全土で拡大

中国経済は追加の財政・金融支援策を受け、2022年後半から2023年は成長が再加速すると見込む

まとめ

金融市場のボラティリティは、一部のリスク資産への魅力的な購入機会をもたらす可能性が存在

先週、私は5営業日のうち4日出張することになりましたが、機関投資家と個人投資家の両方のクライアントやそれ以外の投資家の皆さんと話し、非常に有意義な時間を過ごすことができました。当然のことながら、非常に多くの否定的な見通しや懸念が聞かれました。そこで、本稿では、現状何が起きているのかについて考えてみたいと思います。まず、米連邦準備理事会（FRB）と、利上げの開始が予想されている今週開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）から始めましょう。

短期的懸念と長期的懸念のバランスをとろうとするFRB

FRBの動向を注視している方々は、ここ数カ月、まるでジェットコースターに乗っているかのように感じられたことでしょう。2021年12月のFOMC後の記者会見で、FRBがタカ派色を強めたと感じ、1月初旬に12月に開催されたFOMCの議事要旨が発表されるとそれが強まりました。しかし、ロシアのウクライナ侵攻により、FRBはタカ派色を弱めました。先月、政策金利の予測（フェデラルファンド（FF）金利先物を参照）は、短期と長期の両方で大きく変化しましたが、その方向性は異なるものとなりました。



短期的な経済成長や金融市場の安定への懸念と、今後数カ月のインフレへの懸念が増したことで、FRBの利上げに対する見方が変化

1カ月前、FF金利先物は、3月の利上げ幅が0.5%となる確率がほぼ50%であることを示しました¹。現在、0.5%の利上げの確率は0%であり、金利を据え置く確率は約5%となっています¹。先週発表された2月の米消費者物価指数（CPI）が7.9%²にもかかわらず、なぜそのように予想されているのでしょうか？それは、次のように考えることができるでしょう。つまり、現在のFRBにはボルカー元議長がいないのです。ボルカー元FRB議長は、1980年代初頭にインフレ抑制のために政策金利を11%から最高20%に引き上げたことで有名です³。現在のFOMCの参加者は、ショック療法を取ることを望んでいません—そしてそれには正当な理由があります。なぜなら、FRBが解決できないインフレ圧力がいくつか存在するためです。

3月のFOMCへの予測は、1カ月前の予想よりもハト派に傾いた一方、12月までのフェデラルファンド金利の予測は、1カ月前よりもタカ派色が強くなりました。具体的には、12月までに1.25%の利上げが実施される確率が29.3%から34.6%に上昇するとともに⁴、1.5%の利上げが実施される確率も16.4%から21.3%に上昇しました⁴。

予想の変化は、2つの懸念を反映しています。つまり、短期的な経済成長と金融市場の安定への影響に関する懸念と、今後数カ月のインフレへの影響に関する懸念です。ソフト・ランディングを目指してのFRBによる慎重な試みははるかに困難となりました。それでも、私は、FRBのスタンスが、ロシアによるウクライナ侵攻以前よりも、今後公表される経済統計により大きく依存すると引き続き考えます。これにより、FRBが米国経済のソフト・ランディングを導くことができるでしょう。

長期のインフレ期待は比較的アンカーされている状況が続く

FRBが引き締めにどれほど積極的であるかを見定める際に注目する1つのポイントは、インフレ期待です。FRBは、長期のインフレ期待が比較的アンカーされている（安定的に維持されている）ことを確認したいと考えています。そのため、データは重要な項目になります。ニューヨーク連邦準備銀行の消費者調査の最新データによると、1年先と3年先のインフレ期待はそれぞれピークに達した後、低下に転じました。しかし、この結果は、ロシアがウクライナを侵略する前に発表されたものでした。

先週発表されたミシガン大学による消費者調査から、ロシア・ウクライナ危機とコモディティ価格の高騰がインフレ期待にどのように影響しているかについての最初の手がかりを得ることができました。当然のことですが、3月の1年先の期待インフレ率が大幅に上昇し、ロシア・ウクライナ危機が短期のインフレ期待に大きな影響を及ぼしていることが明らかとなりました。一方、5年先の期待インフレ率に変化がなかったことは良いニュースと言えます。これは、長期のインフレ期待がある程度アンカーされた状況が続いていることを示唆するものです。FRBがより注視するのは長期のインフレ期待であるため、その数値に細心の注意を払いたいと思います。

金融市場によるインフレ期待の指標に注意を払うことも重要です。これまでのところ、米国のブレークイーブン・インフレ率（米国債と米物価連動国債（TIPS）の利回り格差）はすべての年限で上昇しているものの、短期的にはインフレ期待の上昇が見込まれる一方、長期のインフレ期待はより低い水準となっています。結局のところ、FRBがインフレを抑制するために必要な行動を取るとの信念が市場や消費者によって共有されていると考えてよいでしょう。これはおそらく、FRBへの信任と評判が低下した場合ほど、FRBが多くの行動をとる必要がないことを意味しているでしょう。

消費者と企業によるインフレ期待は、結果的には金融市場によるインフレ期待よりもFRBにとって重要である可能性が高いとみられます。これは、インフレ期待の高まりが物価の上昇を生み出し、インフレ率の自律的な上昇を引き起こす可能性があるためです。しかし、ロシア・ウクライナ危機の結果、エネルギー、穀物、およびその他のコモディティ市場のショックに対応して、金融市場によるインフレ期待はより急速に上下する可能性があり、そのため、FRBが現在織り込まれている予想よりも速く、そして大きく政策金利を引き上げる必要があるかどうかの主要な指標として役立つ可能性があります。実際、ボルカー元議長が率いたFRBは、初期段階の利上げ後に債券市場がインフレ抑制というFRBの完全な意図を確信していなかったのを見て、さらに大幅な利上げを実施する必要があると感じました。

市場を驚かせた欧州中央銀行

インフレ懸念が頭にあるのは、欧州中央銀行（ECB）の政策担当者についても同様です。ECBは先週、資産購入プログラムによる債券購入額の段階的な削減を発表し、市場を驚かせました。ECBは市場の予想以上にタカ派色を強めましたが、ECBにはFRBのような2つの目標（物価安定と最大雇



FRBが金融政策を決定する上で重視する消費者による長期インフレ期待はアンカーされている模様

用)ではなく、1つの目標(物価安定)に注力していることを考えると、驚くべきことではありません。物価安定のみを目標としている点こそが、ECBが予想以上にタカ派色を強めたと考えられますが、FRBが次回のFOMCにおいて同様にタカ派化するとは思えません。

ロシア・ウクライナ危機は、他の中央銀行に比べ、ECBやイングランド銀行が金融政策を遂行することをより困難にしています。なぜなら、欧州はロシア・ウクライナ危機の最前線にあるだけでなく、米国や中国よりもスタグフレーション・リスク(景気が後退する中で物価が上昇するリスク)が高いからです。米国とは異なり、欧州はロシアからのエネルギー輸入とウクライナからの穀物輸入に大きく依存しており、特にロシアまたは西側諸国による禁輸措置がある場合には、供給は戦争行為と制裁の両方に脅かされます。これまでのところは、大幅な価格上昇によるショックがみられるものの、供給に問題が出ている証拠はありません。むしろ、ロシアはウクライナ侵攻前よりも多くの天然ガスを西欧に供給しています。しかし、実際に大規模な供給ショックが生じる場合、欧州はインフレの上昇とより深刻な成長鈍化に直面するでしょう。

ユーロ圏のもう1つの不確実性は、労働市場です。米国と英国の労働市場はユーロ圏よりも柔軟であることから、賃金と雇用の両方がより速く動きます。このため、米国と英国では、失業率が低水準となる中で、ユーロ圏よりもインフレから賃金への波及が速いペースで生じています。一方、ユーロ圏では、特にドイツなどの大国では賃金は団体交渉によって決定されており、これらの賃金交渉はまだ始まったばかりです。

この不確実性により、ユーロ圏のインフレ率がさらに大きく上昇し、経済成長率が低下する可能性が存在します。ECBは金融政策の正常化を続ける一方で、FRBよりも注意深く、データに依存した政策を遂行すると予想されます。他方、BOEは、高水準のインフレ率とともに、失業率が低く、ユーロ圏と同様のエネルギー価格の問題を抱えていることから、FRBに近い政策をとる可能性が高いと思われます。

中国では新型コロナウイルス感染が全土で拡大

FOMC以外にも、世界では重要な進展が確認されています。1つは、一部地域で新型コロナウイルスの感染者数が増加していることです。過去2年間において、中国など多くの国は、世界の多くの地域で経験した新型コロナウイルスの爆発的な感染拡大を、より厳格な対策を導入することで回避してきました。しかし、このやり方は伝染力が高くなるものの毒性の低いオミクロン変異株には効果を発揮していません。先週の土曜日、中国国家衛生健康委員会は、中国本土の各州で1,524人の新規感染者が確認されたと発表しました。これは、1週間前の数百人から大幅に上昇しています⁵。主要な製造業拠点である深センなど、多くの都市が封鎖されています。これにより、サプライチェーンの混乱とインフレ圧力が一時的に高まり、中国の経済成長に悪影響を与えると私は予想しています。ただし、私は中国に対する前向きな見通しを維持します。オミクロン変異株により迅速に集団免疫が獲得できることが証明されており、現在の波が収まった後、中国経済は確実に再開すること



ロシア・ウクライナ危機に伴うインフレ懸念がECBによる予想外の金融正常化を後押し



中国経済は追加の財政・金融支援策を受け、2022年後半から2023年は成長が再加速すると見込む

ができます。私は、中国経済は、追加的な財政および金融支援政策によって支えられ、2022年後半から2023年にかけて、その成長が再び加速すると予想しています。



金融市場のボラティリティは、一部のリスク資産への魅力的な購入機会をもたらす可能性が存在

まとめ

現在、経済と市場が直面している逆風がいくつかあり、金融市場のボラティリティの高まりが続くと予想されます。しかし、私は、長期投資を考える投資家にとって、この逆風は投資をあきらめる理由にはならないと考えます。逆に、ボラティリティは、一部のリスク資産への魅力的な購入機会をもたらす可能性があります。実際、過去の金融引き締め局面では、特定のリスク資産が上昇し、経済成長が続くのが確認されました⁶。金融政策当局がインフレ抑制と景気拡大の継続というソフト・ランディングを実現させた場合、現在の景気サイクルがさらに続くことになるかもしれません。

1. 出所：CMEグループ、2022年3月11日
2. 出所：米国労働省労働統計局
3. 出所：AP通信、“Ex-Fed Chair Volcker dies, tamed inflation with recession”、2019年12月9日
4. 出所：CMEグループ、2022年3月11日
5. 出所：ニューヨーク・タイムズ、“Covid News: China Dismisses 2 Mayors and Shanghai Closes Schools as Case Numbers Rise”、2022年3月11日
6. S & P500種指数は、1983年以降のFRBによる6回の金融引き締め局面のうち、すべて上昇。金融引き締め局面は、1983年-1984年、1987年-1989年、1994年-1995年、1999年-2000年、2004年-2006年および2015年-2018年。ブルームバーグから取得したデータを元にインベスコが算出。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会