

2015年の不確実性① FRBによる利上げ 最近と長期の歴史のどちらに従うのか 2015年2月12日

キーワード:FRB、利上げ、リスク、新興国

Market Insights

グローバル・マーケット・ストラテジスト
重見 吉徳

要旨

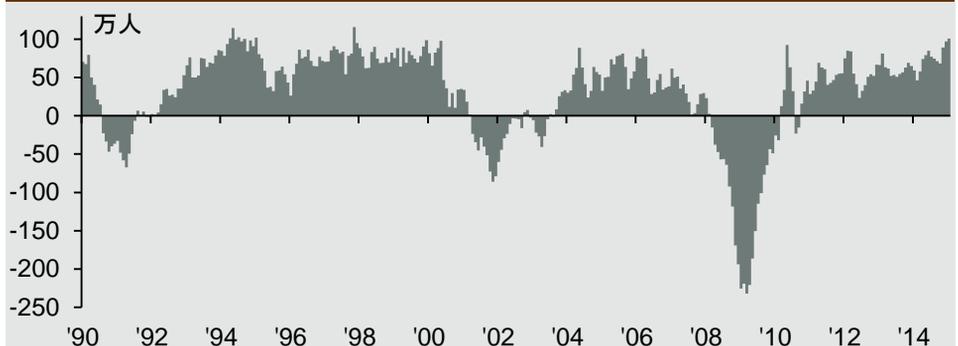
- FRBの利上げは「わかっていること」として確実視されつつあるものの、実は「わからないこと」も多く、2015年の金融市場の波乱要因の1つ
- 最近の歴史に従えば、「FRBはやっぱり出口を迎えられない」となり、長期の歴史に従えば、「FRBの引き締めが景気後退を呼び込む」となる。現時点ではどちらになるかの確信が持てない
- メインシナリオは目先3年程度の景気拡大だが「いざ利上げ」には要注意

雇用統計は堅調:利上げに向け、さらに一步前進

6日金曜日に発表された米雇用統計(1月分)によると、過去3か月間の非農業部門の雇用者数は100万人を超える増加となりました。これは1997年11月以来の高水準です。失業率も過去の長期平均を下回っており、『雇用のすそ野が拡大』していることがうかがえます。『雇用のすそ野の拡大』とは、雇用が、ITや熟練工などの高いスキルを持った労働者から、相対的に見て単純な業務に従事する労働者にまで広がってきたことを示唆します。こうした、いわゆる中間層以下の雇用拡大は、「1台目の自動車を持つ」、「1件目の家を持つ(→であれば、家電や家具なども必要)」という動きにつながることから、①雇用の拡大→②耐久財消費や住宅投資の拡大→③雇用や生産設備の拡大、というように実体経済に前向きな循環をもたらします。特に、住宅投資については、過去の長期平均や最近の景気の強さと比べると低位に留まっており、住宅在庫の減少や持ち家比率の低下を考慮すれば、拡大の余地があると見られます。

労働市場の堅調さから想起されるのは、FRB(米連邦準備理事会)による利上げです。しかしながら、FRBの利上げは「現時点で既にわかっていること」として確実視されつつあるものの、実は「わからないこと」も多く、2015年の金融市場の波乱要因の1つと思われます。

図1: 米国非農業部門雇用者数の前月からの変化(3か月移動合計)
データ期間: 1990年1月から2015年1月まで、単位: 万人



出所: 米労働統計局、Bloomberg、J.P.Morgan Asset Management



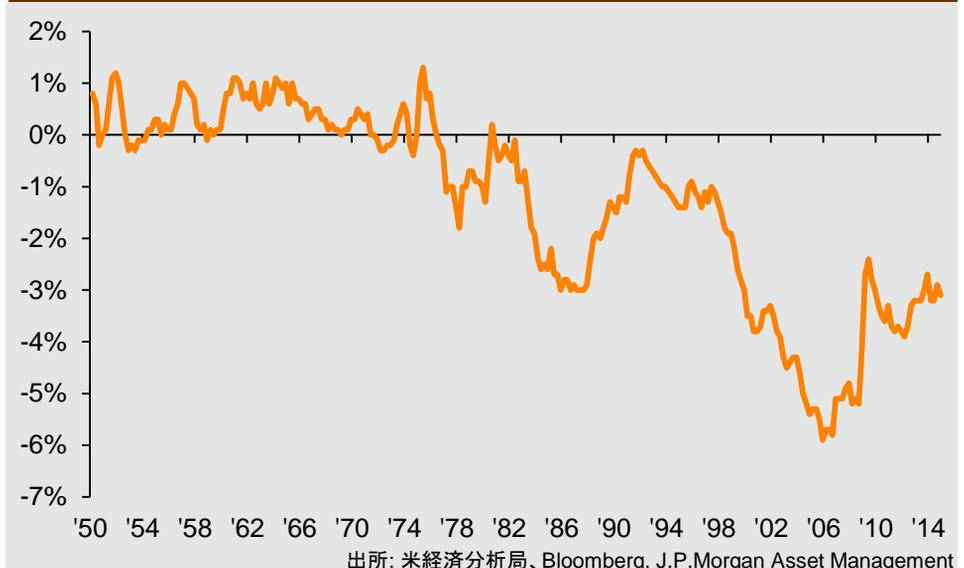
2015年の不確実性① FRBによる利上げ
最近と長期の歴史のどちらに従うのか

最近の歴史に従えば、利上げはするが、すぐ様子見に歴史に倣えば、米国経済は「最近」と「長期」の、2つの歴史のいずれかをたどると見られます。

最近の歴史とは、「FRBは今度も出口を迎えられない」というものです。FRBは、『最後の貸し手』としての量的緩和第1弾を終えた後も、景気刺激策としての第2弾やツイスト・オペを実施しました。それでも経済成長やインフレ率は緩慢なものに留まったため、第3弾を実施し、昨年10月にこれを終わりました。世界がピーク時の需要を取り戻せず、過剰な生産・供給能力が残される場合、経済にはインフレ率鈍化の圧力がかかり続けます。また同時に、FRBがこれまでインフレ率を押し上げられず、緩和を繰り返すに至った事実と整合的です。これを示唆する指標の1つが米国の貿易収支です。米国の貿易収支の赤字額は2006年まで拡大を続けた後、2014年時点ではピークよりも3割以上低い水準となっています。世界経済は米国の需要を頼りに拡大を続けてきましたが、過去のピークが金融緩和によって一時的に押し上げられていた場合、生産能力もこれに合わせて拡張されたと推測できます。また、中国の4兆元に上る景気対策も生産能力を増幅させたと見られます。この場合、①FRBの政策に関係なく成長率は再び鈍化して低インフレが続くか、②利上げが（インフレ率の上昇を待たず）早期に経済活動を停滞させ、いずれの場合もFRBは利上げを止め、様子見に転じる可能性があります。その先のリスクは過剰流動性と低金利環境が資産バブルを招く状況です。

図2: 米国の貿易収支・GDP比率

データ期間: 1950年第1四半期から2014年第4四半期まで



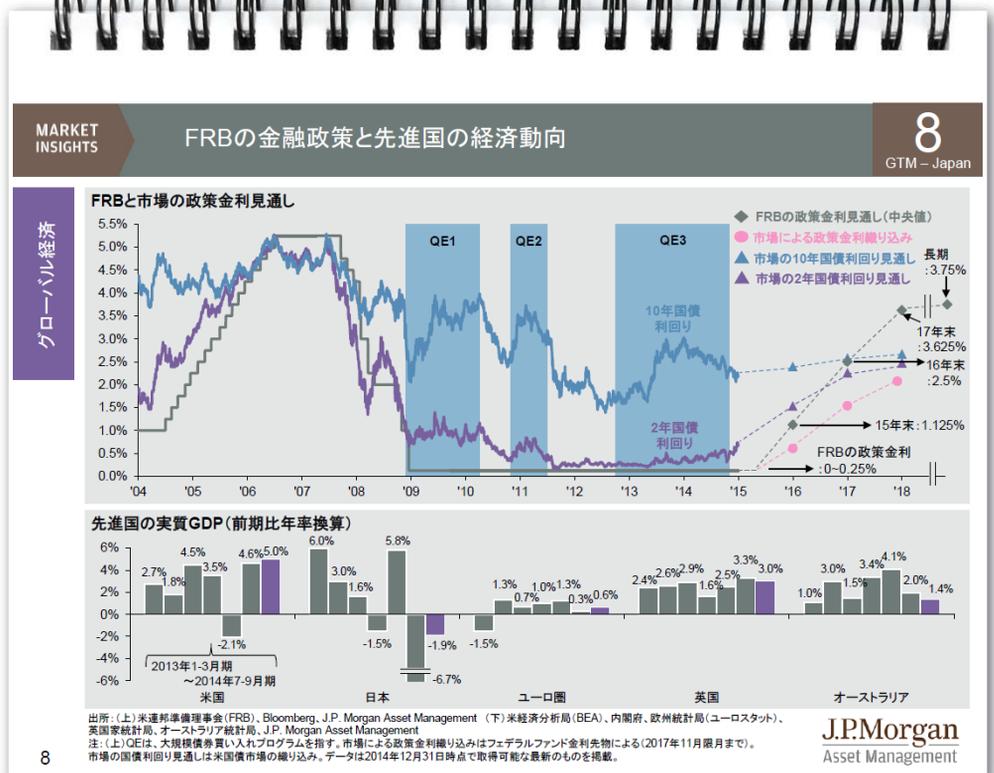
2015年の不確実性① FRBによる利上げ 最近と長期の歴史のどちらに従うのか

長期の歴史に従えば、利上げの継続と景気後退

もう1つの、長期の歴史とは、最近の歴史とは対照的に、経済活動が過熱してインフレ率が上昇し、続く利上げが景気後退を招くというものです。

ポイントは潜在成長率の低下です。米国経済は、労働力人口の伸び鈍化や資本ストックの蓄積などによって成熟化し、(成長期待や)成長余力が低下している可能性があります。この場合、①足元の景気の強さを受け、生産設備や労働市場がまもなくフル活動に達し、インフレ期待や実際のインフレ率が上昇し始めます。そして、FRBは経済活動を引き締めるために利上げを継続します。同時に重要なこととして、②潜在成長率の低下は、総需要と総供給をバランスさせる均衡利子率が下がっていることを意味します。言い換えると、FRBは利上げを継続するものの、これまでよりも低い政策金利の水準で、実体経済が引き締め圧力を受ける可能性があります。リスクは市場において以前より低い打ち止め水準が意識される中、利上げが継続されることで、投資家が想定よりも早い景気後退を懸念する状況です。

米国(を含む世界経済)が長期停滞に陥っているのか、あるいは、このまま景気は拡大していつもどおりの過熱状態に至るのかは、経済学者の間でも意見が大きく分かれるところです。最近の歴史に従うのか、長期の歴史に従うのかがまだ判然としない点は、金融市場が忌避する不確実性にほかならず、利上げ開始後に焦点が当たり始める材料と見られます。



2015年の不確実性① FRBによる利上げ 最近と長期の歴史のどちらに従うのか

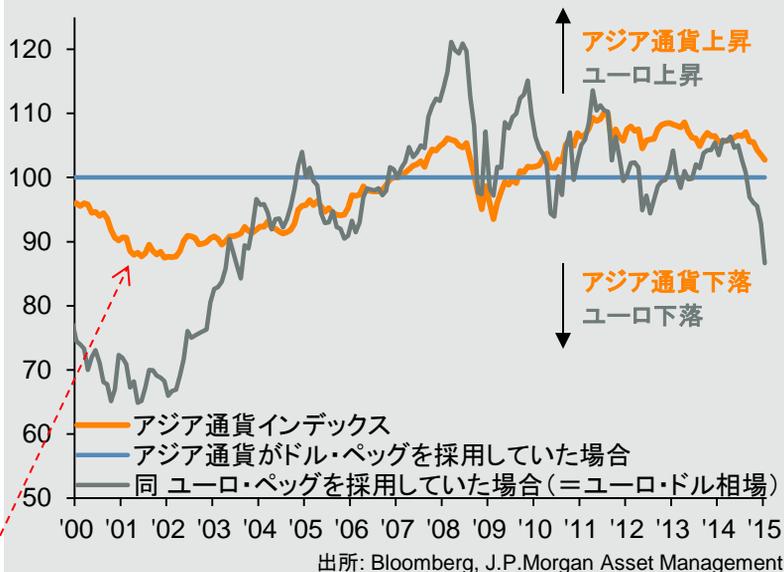
どちらの歴史に従うとしても、リスクオフが生じる可能性

また、長期の歴史に従うならば、FRBの利上げは新興国市場からの資本引き揚げを招く恐れがあります。確かに多くの新興国は'90年代の危機を教訓に外貨準備を蓄え、財政赤字を抑制し、インフレ率を政策目標とする透明性と政府からの独立性の高い金融政策を志向し、格付けも引き上げられています。しかしながら、BIS(国際決済銀行)の年次レポートによると、新興国の政策金利は2003年以降、实体经济に中立的な水準よりも、平均して2-3%程度低い水準に留まっています。言い換えると、新興国がこれまで実力に比べて緩和的な金融環境に置かれていたということです。特にアジアの一部の新興国は、資本規制の緩和・自由化と、カレンシー・ボード制の下で(→簡単に言えば『半分ドル&半分ユーロ・ペッグ制』、図4参照)国内金利が先進国金利の加重平均値となり、金融危機以降の低金利環境で不動産市況には過熱が見られます。合わせて、最近の歴史として、『噂で買って、事実で売る』という格言が通用しない状況が見受けられます。例えば、最近の金融市場ではECBによる国債買い入れを織り込んでユーロ安がかなり前から、かなりの程度に進んだものの、実際の発表でも「織り込み済みで材料出尽くし」とならず、さらにユーロ安が進みました。新興国市場は「'90年代の危機」や「2013年5月のバーナンキ議長の量的緩和縮小示唆」をこなしているとはいえ、「いざ利上げ」で市場参加者の警戒感が強まり、リスクオフの悪影響を受ける可能性があります。

図3: BIS報告対象の25カ国の銀行による、新興国に対する与信金額(単位:兆ドル)
データ期間: '05年第1四半期から'14年第3四半期まで



図4: アジア通貨インデックス(2007年1月=100)
データ期間: 2000年1月から2015年1月まで



(注) アジア通貨の動きは、ドルにペッグする場合と、ユーロにペッグする場合の、概ね中間の動き(ユーロ・ドル相場動きを弱めたもの)であることが確認できる。
資本規制がなく、通貨価値と制度に信頼がある場合、国内の金利水準は理論的には、ペッグ対象通貨(例えば、ドルやユーロのポートフォリオ)の金利の加重平均値となる。

メインシナリオは向こう3年程度の景気拡大だが目先要注意

今年はドル高も注目材料です。FRBは利上げに転じる一方、ECB(欧州中央銀行)や日銀は量的緩和を続けます。米国が引き締め、日欧が緩和という方向性の違いは1994年以来、約20年ぶりの出来事です。加えて、他の国々は理由は様々ながらも次々と利下げを行い、通貨安競争の色彩を帯びています。ドル高が加速すれば、

- 米国企業の海外業績が鈍って、企業景況感が悪化したり、
- シェールガスの生産拡大や新興国の賃金上昇をきっかけとする、米国製造業の国内回帰の流れが止まって雇用の伸びが鈍化したり、
- (ドルと裏腹の関係でもある)輸入物価が鈍ったり、

する恐れがあります。いずれも物価安定と雇用の最大化を目標とするFRBにとっては利上げを躊躇させる(「やっぱり利上げできない」)要因として働きます。

筆者のメインシナリオは、FRBの利上げは前回の利上げ局面の半分程度のペースに留まり、米国経済があと3年程度拡大を続けるというものです。実質賃金の上昇率や新規失業保険申請件数のトレンド、2年と10年の金利差、5年と10年のトレンド成長率の乖離は、いずれもこうした見方をサポートします。しかしながら、金融市場は期待で走り、かつ不確実性を嫌うことから、個人投資家はFRBの利上げが様々な見方を呼び込む要因となる可能性を心に留めておくことがよいと考えます。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2015年2月12日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見通しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見通しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見通しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港：証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド：証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール：金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾：金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本：金融庁の監督下にあるJPモルガン・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330号 加入協会：日本証券業協会、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)、韓国：金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(韓国)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア：証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080)(AFSL376919)(Corporation Act 2001(Cth)第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断の際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令規則に従う責任は受取人ご自身にあります。