



FRBによる今年そして来年の利上げは無し？



2019年4月10日



エリック・ウィノグラド
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門 シニア・エコノミスト



3月下旬の米連邦公開市場委員会 (FOMC) は、ハト派的な結果を予想していた人々さえも驚かせた。米連邦準備制度理事会 (FRB) は引き続き政策の枠組みについて議論を重ねるとみられるが、1つ明確になったことがある。それは、年内、そしておそらく来年も利上げを想定すべきではないということだ。

わずか6カ月前まで、FOMCのメンバーは政策金利であるフェデラルファンド (FF) 金利を2019年は3度引き上げると予想していた。だが今は、年内の利上げはないと見込んでいる。確かにFOMCが公表する経済見通しは悪化したが、その度合いは小さなものに過ぎない。これほど大きな政策見通しの変化を正当化できるものではない。

アライアンス・バーンスタイン (以下、「AB」) では、こうした急激な変化の背景には2つの要因があると考えている。

1つ目は「中立金利」が本当はどの水準であるのかという推測に関する見直しで、2つ目は低すぎるインフレ率があまりに長期化しているという認識である。

中立金利が徐々に低下

経済理論では、中立金利とは、外的ショックがないことを前提とした場合に、インフレ率を押し上げも押し下げもしない金利のことを意味する。実際の中立金利がどの程度の水準であるかは、誰も正確には知らない。FRBが最近強調しているように、中立金利はレンジで考えるのが最も望ましい。

FOMCが予測する中立金利の中間値は、現在の景気拡大局面において着実に低下しており、2018年の3.75%から現在は2.75%に引き下げられている。そして、一部のメンバーはそれよりも低い可能性があると考え

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/is-the-fed-done-with-rate-hikes-this-year-and-next>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

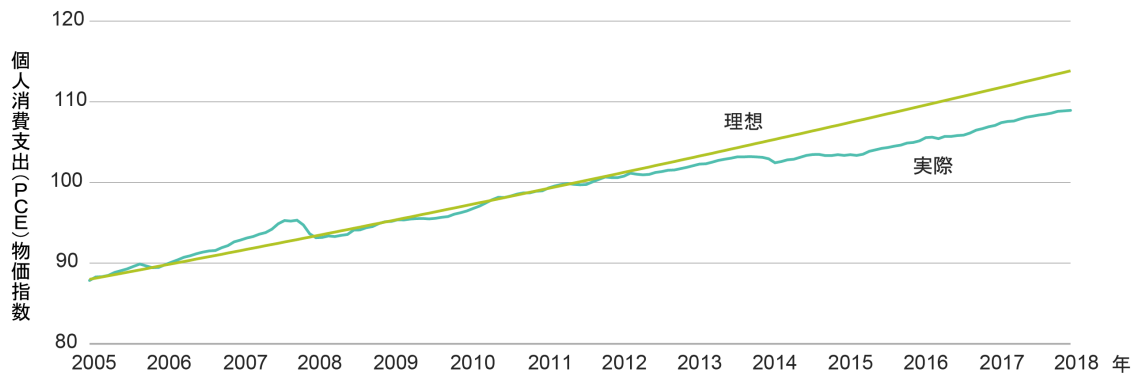
当資料は、2019年3月26日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。当資料内の格付はJPモルガンの定義に基づきます。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

えている。この予測には不透明な部分があり、多くのFOMCメンバーは昨年12月の利上げ以降の市場の混乱について、すでに金利が中立水準に到達していることを示すサインだと受け止めているようだ。彼らはインフレ率が上向き、景気過熱の兆しが現れるまで、これ以上の利上げは必要ないと考えている。

目標を下回るインフレ率

FRBのスタンスを大きくハト派的に傾けた2つ目の要因はもっと根深い。金融政策への影響力が大きい重鎮の大半を含む一部のFOMCメンバーは、インフレ率やインフレ期待が低すぎると懸念している(図表)。

【図表】 インフレ率:実際の物価とFRBが望ましいと考える水準



過去の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。
2018年12月14日まで
出所:米経済分析局

その論理は単純だ。FRBは景気サイクル全体を通じた平均インフレ率を2%にしたいと考えている。経済が低迷する局面では、インフレ率は2%を大幅に下回る。そうだとすれば、平均で2%を維持するためには、経済環境が良好な局面では2%を上回るインフレ率を目指さなくてはならない。だが、実際はそれが達成できていない。FOMCが注目している物価指標である個人消費支出(PCE)物価指数に基づけば、過去5年間のインフレ率の平均はわずか1.3%で、過去10年間でも1.4%にとどまっている。

つまり、インフレ率は平均2%という目標から遠く離れている。

インフレ期待を測る市場の指標も低迷している。過去5年間のブレイク・イーブン・インフレ率はそれ以前の10年間に比べ約0.6ポイント低い水準にある。インフレ期待は実際のインフレ率を大きく左右するため、FRBが2%を上回るインフレ率を容認しないと市場が受け止めれば、その水準は自己実現的に上限になるかもしれない。

FRBはより高いインフレ率を容認するか？

FRBはこのインフレのメカニズムをどのように修正することができるだろうか？ 先のFOMCメンバーたちが考えている様に、その方法は、景気拡大局面においてインフレ率を2%を上回る水準に押し上げることになるだろう。

それは、インフレ率が上向き始めても直ちには金利を引き上げないことを意味する。現在はインフレが抑制されているため、予測しうる将来に金利を引き上げる理由は全く見当たらない。

FRBがインフレの動向を注視していることは間違いない。FOMCは金融政策の枠組みを見直す委員会を立ち上げている。FRBは景気が好調な局面でインフレ率を押し上げようとしており、見直しの結果はインフレ目標未達分を好況時に「埋め合わせ」する「メイクアップ」戦略への転換となりそうだ。FRBのリチャード・クラリダ副議長は、2月に行ったスピーチでこのアプローチについてほめかした。そのスピーチは注目されていないが、非常に重要な意味を持っている([「Speech by Vice Chair Richard H. Clarida—The Federal Reserve’s Review of It’s Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices」](#)(英語)ご参照)。

年内、そして2020年も利上げの可能性は低い

こうしたアプローチへの理解はまだ完全に浸透していないが、中立金利見通しの低下とインフレ目標レンジ上限の引き上げという組み合わせは、近い将来に利上げが実施される可能性が低いことを示唆している。そのため、現在ABでは、2019年は、そして2020年も、利上げは行われないと見ており、FRBが引き締めモードに戻るには、インフレ率が大幅に上昇する必要があると考えている。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。