



## 市場の信認に成功したFRBの金融政策

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

FRBが11月3日のFOMCでQE残高の増加ペースを徐々に減らすテーパリングの開始を決定した。順調にいけば2022年6月に金融政策は中立に戻る。一部ではテーパリング開始がリスクオフを誘発するイベントになるとも懸念されたが、株価は史上最高値圏で強含みの展開が続いている。

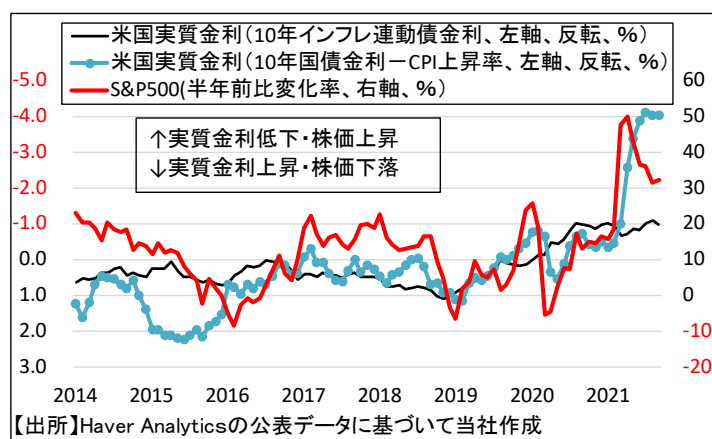
一方でリスク管理も重要だ。インフレが高進してFRBが緊急利上げに追い込まれる懸念もないわけではない。FRBは既にインフレ抑制に失敗しており、これからが悲惨な敗戦処理の本番だと見る向きもある。

リスク管理の上で重要なのがFRBに対する信認であり、それを体現するのが実質金利になると想定される。

なぜ実質金利が重要か。企業経営者から見れば、物価が上がると商品の売値が上がる。金利が物価上昇率より低く実質金利がマイナスなら、企業は借金して在庫を増やすだけで利益が出るのだ。しかし、それでは在庫が売れ残るリスクがある。そのリスクを低減するのが消費者の行動だ。消費者から見ても、早く買わないとボヤボヤしているうちに値段が上がる。だから早く買おうとする。こうして価格と数量を平行に動かすリンクの役目をするのがマイナスの実質金利なのだ。もし逆に、物価上昇率が低下傾向にあり、金利の方が高く実質金利がプラスなら何が起こるか。企業は在庫を持つだけで損失を出す。消費者も値段が下がるのを待って買い控える。こうして経済全体が縮小均衡に陥るのだ。単純化した例で説明したが、このように実質金利がプラスかマイナスかは、経済が拡大均衡か縮小均衡化を分ける決定的に重要なメルクマールなのだ。尚、日銀が物価上昇率2%を目標とする理由は、名目金利を固定したままでも、実質金利を下げられる点にある。

実質金利には2つの計測方法がある。(1)インフレ連動債金利、(2)国債金利マイナス物価上昇率だ。物価連動債が誕生する以前は市場関係者は(2)を使っていた。それぞれに一長一短がある。(1)は、債券市場の相場観であり、実際の物価との裁定を保証するメカニズムはない。(2)は、将来ではない足元の物価を控除しても、将来の実質金利を計算することにはならない。現実的対応としては、限界を承知の上で投資の意思決定に役立てることになる。

次に下の図表で米国の実質金利の実際の推移を見てみよう。(1)のインフレ連動債の金利はマイナス圏で低位安定している。今年に入ってテーパリング観測、利上げ観測、実際のテーパリング開始のアナウンスがあっても、低位安定に変化はない。(2)は、物価が大幅上昇する一方で長期金利はわずかな上昇にとどまるため、マイナス圏で更に大幅に低下した。図では、2つの実質金利と株価が、理屈の通り連動して動くことも確認できる。



では、今後も実質金利のマイナス圏での安定は維持可能なのだろうか。FOMC後の記者会見でパウエル議長は、物価の上昇が賃金に波及して「賃金物価スパイラル」の懸念を表明した。この懸念が現実化するリスクを最も早いタイミングで織り込むのが実質金利だと見做して良いだろう。株価には不確実な将来の期待を織り込むがために、市場の信認の代理変数としては不確実性が常にある。しかし、実質金利と組み合わせれば、債券市場、更には物価を通じて実物経済とリンクするので、確実性は大幅に増すと考えられる。(脱稿11月5日)

以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。