



エコノミスト・ストラテジストレポート
資産運用のパラダイム・シフトシリーズ(2)

情報提供資料
2022年12月2日

デフレ阻止の Fed Put はインフレ阻止の Fed Call へ置き換わるか

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

2000年代に入ってインフレは死んだ。この周知の事実は統計で確認できる。主な原因は、各先進国で労働組合の団体交渉力が低下して生産性を無視する無謀な賃上げが出来なくなったこと、中国経済が高度成長期に入り世界に向けて財のデフレを輸出したこと、IT技術の革新でコールセンターやプログラム開発業務が先進国から新興国にアウトソースされ大幅なコスト削減を実現したこと、などだ。もっと大きな時代背景としては、東西冷戦の終結で米露や米中など敵味方の区別がなくなり、ハイパーグローバル化が進んで貿易取引が大きく増加したこともあげられる。インフレが死んだことで自然利子率は低下し、FOMCメンバーの示す長期のFF金利見通しは2.0-2.5%で安定した。長期金利に織り込まれるインフレリスクプレミアムは、ゼロかマイナスにさえなった。

この構造変化は、2%の物価目標がある各国の中央銀行にインフレとデフレで非対称なリスクをもたらした。インフレのリスクは現実的にはない。しかし、デフレのリスクの顕在化は、マイナス金利の実現可能性の制約から何としても避けなければならない。世界の中央銀行がその反面教師としたのが、デフレが定着して金融政策が無効化した日本銀行だ。そこでFRBは、インフレとデフレで非対称なリスクに対処するため、インフレのリスクは過小評価する一方、デフレのリスクは過大評価し、先手を打って対処する大胆な金融緩和を導入した。これが通称“Fed Put”である。

Fed Putは極めて有効に機能した。結果的には、2008年のリーマン・ショックや2011年頃の欧州債務危機など大きなショックが発生しても、FRBが世界の中央銀行としてFed Putを発動することで、混乱をごく短期間で鎮静化した。これらにより中央銀行サークルでは、金融政策万能論とも呼べる楽観論が唱えられるようになった。Fed Putのなかでも量的緩和は特に迅速かつ有効に機能した。そのメカニズムは十分には解明されていないが、主な伝達経路は資産効果とリスクテイクへの触媒効果だろう。したがって、資産運用の意思決定手法にも多大な影響を与えた。

Fed Putは、サマーズ元財務長官が主張した経済成長率が低迷する大停滞説を打破する手段としても期待された。その代表格がイエレン財務長官で、低金利を維持することによりアニマルスピリッツを刺激し、潜在成長率を高める高圧経済を主張した。

しかし、金融政策万能論は2022年のインフレで一度は崩れた。従来からのデフレのリスクはあるがインフレのリスクはないという常識が、現実のインフレの高進で崩れたからだ。そして、今後は全く逆で、デフレのリスクはないがインフレのリスクはあるという非対称性が新しい現実となる可能性が高まっている。もし本当にそうなれば、物価の安定と雇用の最大化を目標とする金融政策のリスク管理は、大きく変貌する。一言でいうなら、Fed PutはFed Callに置き換わる。先手を打っての金融緩和ではなく金融引締めに置き換わるだろう。

8月のジャクソンホールでのパウエル議長のわずか8分間の講演は、この辺りの事情を、金融政策について整理した。結論的に言うなら、高圧経済をやんわりと退け、Fed PutがFed Callに置き換わる可能性を強く示唆した。

とはいえ現時点では、まだ将来はまだ不確定である。最大の論点は、インフレが繰り返すかどうかである。今後を見渡すと、確かにインフレ率が高まる要因には事欠かない。特に脱炭素をはじめSDGsの推進には多大なコストがかかる。日本で農林水産大臣の汚職事件に発展したアニマルウエルフェアでは、鶏をケージに閉じ込めないで放し飼いにすると、卵の値段は3-4倍に跳ね上がるとされている。一事が万事、このようにコストの増加で値段が上がる可能性が高いのだ。他にも、ハイパーグローバル化は経済安全保障の導入で反転し始めた。米中競合は反グローバル化に拍車をかけるだろう。パンデミックにより高齢者などの労働供給は半永久的に下方屈折した可能性も高い。

もし本当にインフレが繰り返す蘇れば、自然利子率や長期のFF金利見通しも上がるだろう。そうなると、債券や株式などアセットクラス毎の将来の収益見通しにも影響を与える。予断を持つことなく事態の推移を見定め、Fed PutがFed Callに置き換わる資産運用のパラダイム・シフトに備えるのが得策だろう。(脱稿 11月25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とは限りません。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。