

Economic Data Watch

金融市場調査部 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

FRBが利上げを再開する条件と時期

KEY POINT

- FRBは市場の失望や再度の株安を警戒し、3月FOMCではハト派色を最大限に強める公算
- しかし、もはや市場の関心はその次の一手、すなわち利上げ再開の条件と時期へ
- 利上げ再開の条件は、市場心理や実体経済が十分回復し、利上げを動揺なく受け入れられる態勢が整うこと
- 2016年に利上げを中断したイエレン前議長。再開できたのは投資家心理と景況感が復元した後だった
- 米国経済は4-6月期にも躍り場脱却。信用スプレッドやISM指数が年末までに復元すれば、12月利上げが可能

3月FOMC:一層強まるハト派色

3月20～21日のFOMCではパウエルFRB議長は金融政策のハト派色を最大限に強める公算が大きい。

その際には、次の4つの手法が想定される。

- ① 政策金利見通し(ドットチャート)の引き下げ
(19年の利上げ回数を2回→1回 or ゼロ回へ)
- ② 中立金利(2.75%)の引き下げ
(または、レンジの下限<2.5%>の引き下げ)
- ③ 保有資産圧縮の年内終了を表明
- ④ 物価目標の再検討開始を表明

①～④はいずれも金融引き締め先の送りや早期打ち止めを示唆するものである。ただし、①のドットチャートの引き下げには、現在2回の利上げを主張する5名の中道メンバーのうち3名がハト派化転向する必要があり、ハードルはそれなりに高い。

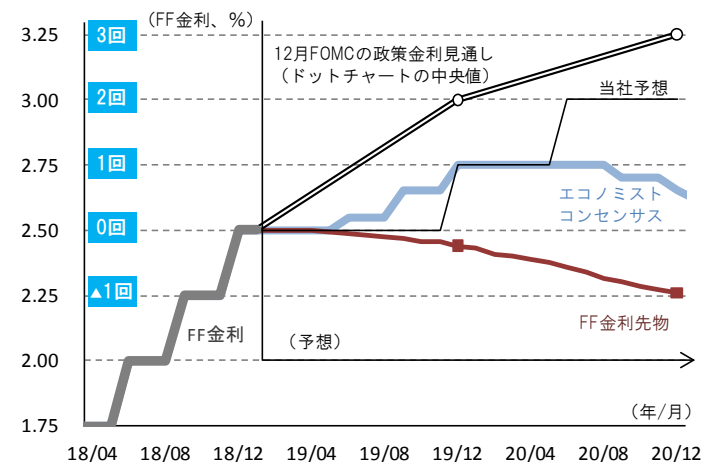
こうした票読みもあって、パウエル議長はドットチャートの公表が無用な混乱を招くことを危惧している。今回のFOMCで①が示せない場合には、②～④を強調しつつ、次回以降はドットチャートを非公表とすることを決め、バランスをとるのではないかと。

市場の催促に応じるFRB

なお、FF金利先物をみると、市場参加者は今年0.2回、来年末までに累計1.0回の利下げを予想している(図表1の赤線)。ただし、これは米国景気の現状からみればやや行き過ぎており、パウエル議長への催促の色合いが強い。エコノミストのコンセンサス(主要65社の予想平均、3月14日時点)では、今年末までに1回の利上げが予想されている。

FRBは必ずしも市場の催促に応える必要はない。それでもFRBが一層ハト派色を強めようとするのは、市場の失望による再度の株安を警戒するためであろう。

図表1: 利上げ見通しは割れている 市場・エコノミスト・FRB



注: 図表中の○回は、19年以降の利上げ回数(累計)を表す
出所: FRB、Bloomberg、SFH

そもそも、FRBが今年に入って俄かにハト派化した背景には、昨年10月以降の世界的な株価の下落と世界経済の成長鈍化があった。図表2の通り、世界の株式市場(MSCI世界株価指数)は一時、グローバル製造業PMIの50割れ(=世界景気の後退)まで織り込む悲観の極みにあり、FRBにハト派化転向を余儀なくさせたのである。

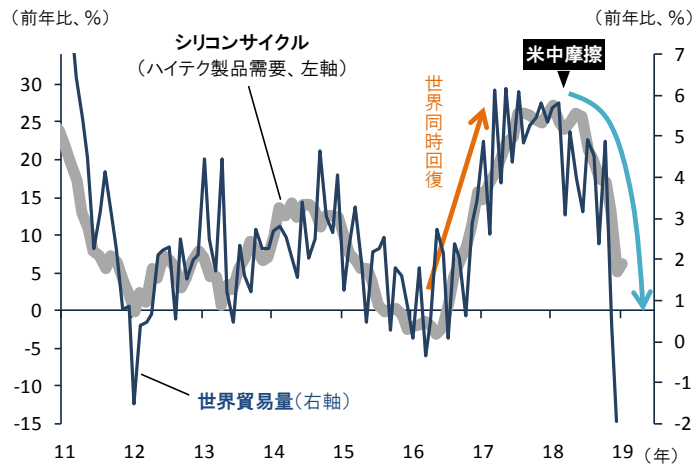
図表2: 世界的な株価下落と世界経済の成長鈍化



出所: MSCI、Markit、SFH

株価下落・世界景気減速の原因は、**図表3**が示す通りだ。世界の半導体需要を表すシリコンサイクルが下降局面に入ったところに米中通商摩擦が重なり、世界貿易が急速に縮小したことにある。FANG等のハイテク銘柄や航空機・建機・素材などの中国関連銘柄が株価の下落を主導したことがその証左だ。

図表3:シリコンサイクルの下降と世界貿易の萎縮

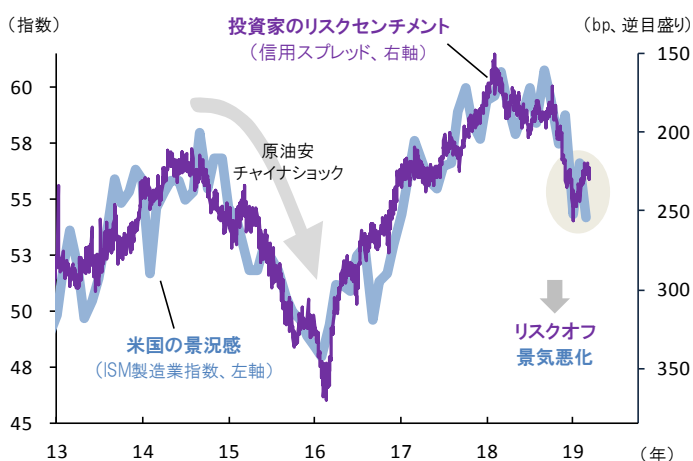


出所: MSCI, Markit, SFH

ただし問題は、株価下落の理由より、株価下落の影響である。**理由はどうかあれひとたび株価が大きく下落すると、それ自体が景気悪化を現実のものとしてしまうことだ。**株安による投資家心理の悪化は、企業の資金調達環境をタイトにし、設備投資の先送りを招く。また、株安による逆資産効果は個人消費の悪化に直結するためである。

図表4は、投資家のリスクセンチメントを表す信用スプレッド(=米国のBaa格社債利回り-10年国債利回り)と景況感を表すISM製造業指数の関係を示している。通常は景況感の良し悪しが投資家心理を左右するのだが、昨年未までの株安では、まず先に投資家心理が悪化し、これが景況感の悪化に波及していたことが見て取れる。

図表4:投資家心理と実体経済の相互作用



注: 信用スプレッドはBaa社債利回り-10年国債利回り
出所: MSCI, Markit, SFH

1月にパウエル議長が利上げの中断(be patient)を訴えハト派に転向すると、投資家心理は底打ちし、景況感の悪化にも歯止めが掛かった。FRBはいま、市場にハト派的なメッセージを送り続けることで、投資家や企業経営者の心理の改善を促しているのである。

しかし、その戻りは鈍い。S&P500株価指数が足下までに、それ以前の下落幅の75%を回復したのに対して、信用スプレッドの回復は悪化幅の40%程度に止まる。これは、まだマクロ経済の回復がはっきりしないためだろう(むしろ多くのハードデータは市場の動きに遅れて今、悪化の最中にある)。

市場の関心は次の一手に

しかし、市場の関心は、FRBがこの先どれほどハト派に振れるかよりも、その次の一手、すなわちいつどうなったら利上げを再開できるのかに移りつつある。以下に述べる通り、この点においても、信用スプレッドとISM指数は有効なバロメータである。

しばしば、現局面と2016年初の類似性が指摘される。2016年当時は、前年までの原油価格の下落や中国景気の悪化(チャイナ・ショック)、シリコンサイクルの下降によって、信用スプレッドやISM指数が大きく悪化した。これを受け、2016年初、年内4回の利上げを計画していたイエレン議長(当時)は利上げの中断を決め、市場心理の回復を優先した。状況は現在とそっくりである。

結局、イエレン議長が利上げを再開できたのは、2016年12月であったが、それはまさに**図表4**で示した信用スプレッドやISM指数が急落前の水準を回復したタイミングであった。これを前例と考えれば、パウエル議長が利上げを再開できるのもまた、信用スプレッドやISM指数が昨年未の水準まで復元してからとなりそうだ。いずれにせよ重要なのは、FRBが利上げを再開しても、それを**金融市場や実体経済が動揺することなく受け入れられるかどうか**であり、それには**投資家心理や実体経済の十分な回復が不可欠**ということだ。

年末にも利上げ再開の環境は整う見込み

ではそれはいつなのか、である。この点で、当社では、米国経済は4-6月期にも踊り場を脱すると予想する。

その起爆剤は、次の5点だ。

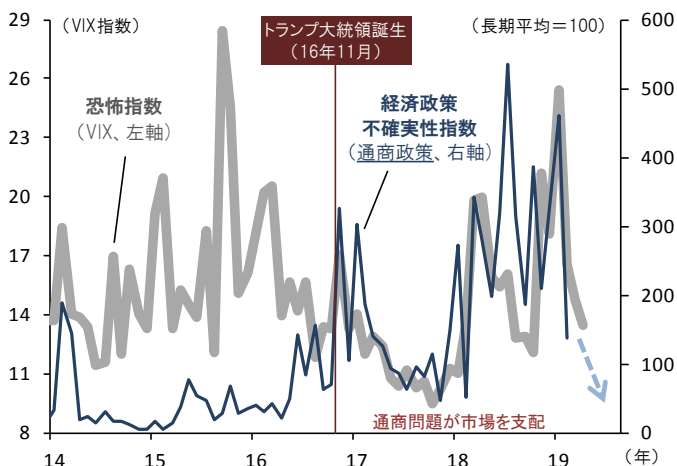
- (1) 米中摩擦の緩和による世界貿易の再拡大
- (2) シリコンサイクルの反転上昇
- (3) 「適温経済」の継続と設備投資の再拡大
- (4) 政府閉鎖等による成長率押し下げ効果の剥落
- (5) 株安による逆資産効果の解消(個人消費の再加速)

それぞれの現況を(1)から順にみてみよう。

図表5の通り、市場の不安心理を表すVIX指数は、トランプ大統領が誕生した2016年11月以降、にわかに「通商政策の不確実性」に反応するようになった。これはすなわち、**現在の株式市場の関心がもっぱらトランプ大統領の通商政策にある**ということを表している。

米中両国は3月中にも首脳会談を開催し、通商交渉の最終合意に漕ぎ着ける構えをみせ、2月の通商政策不確実性指数は大きく低下。株式市場の不安心理も後退した。ただ、水面下の交渉は難航している模様であり、首脳会談の開催は4月以降にずれ込む可能性が高まった。いまのところ信用スプレッドや中国経済と連動する銅やニッケルの市況は回復基調を維持しており、市場の期待は保たれているようだ。時期はやや後ずれしそだが、**いずれ米中通商交渉は合意に至り、通商政策の不透明感が後退するとともに、投資家心理は好転しよう。**

図表5: 株式市場の関心は専らトランプ大統領の通商政策に



注: 信用スプレッドはBaa社債利回り-10年国債利回り
出所: MSCI, Markit, SFH

続いて(2)のシリコンサイクルについては、半導体関連株価が上昇するなど、反転上昇のシグナルが点灯している。これについては、『[シリコンサイクル底打ちのタイミングを探る](#)』(Economic Data Watch, 2月19日)をご参照頂きたい。

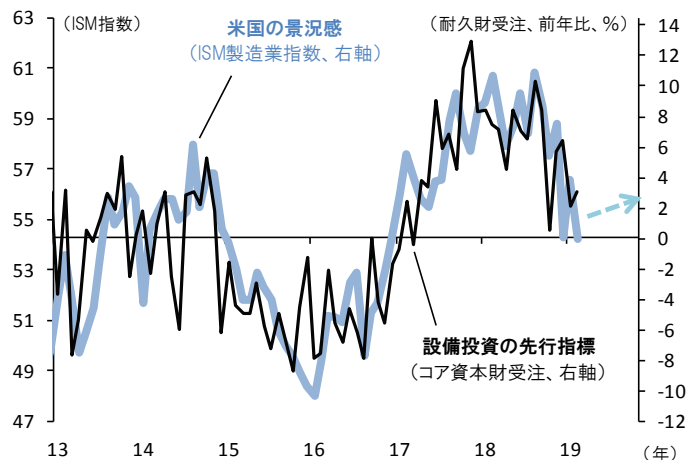
(3)の適温経済とは、低インフレやハト派的な金融政策によって長期金利が低位に抑えられている状態を指す。米国の名目潜在成長率は4%程度であるのに対して、現在の長期金利は2.6%であり、米国経済へ投資した場合の利ざやは1.4%もある。このようなときに投資が腰折れすることはないだろう。

昨年10月以降の株安→企業景況感の悪化は、図表6の通り、設備投資の先送りを招いた。ただ、株価が底入れし、投資家心理が改善しつつあるなかでは、企業景況感の改善と共に設備投資が再拡大へ向かうのも遠くないだろう。

(4)1-3月期のGDPには、政府閉鎖や昨年のトランプ減税の効果一巡(「財政の崖」)による成長率下押し圧力が加わるが、これらは一時的な要因であり、4-6月期には解消する。この点に

ついで分析は『[米国GDP成長率の急減速、その原因と今後](#)』(Economic Data Watch, 2月27日)をご参照頂きたい。

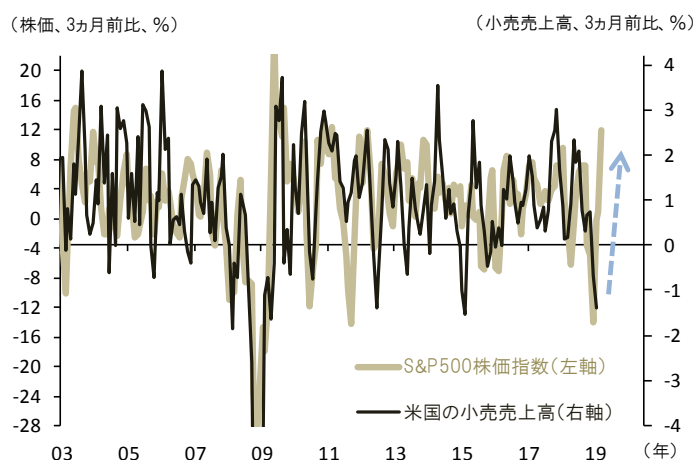
図表6: 企業景況感の悪化と設備投資の先送り



注: コア資本財受注は、国防関連と航空機を除く資本財受注
出所: センサス局、ISM、SFH

(5)に挙げた株安による逆資産効果は米国では顕著にみられる。図表7の通り、米国の株価と小売売上高は密接に連動している。これによればGDPベースの個人消費は1-3月期まで弱含むと見込まれるものの、株価の回復を受け、4-6月期以降は復調しそうだ。

図表7: 米国の株価と小売売上高の高い連動性



出所: センサス局、ISM、SFH

以上のように、米国経済が踊り場を脱却する起爆剤は揃ってきている。こうしたなか、米株価も上昇基調を維持するとみる。そのため信用スプレッドやISM指数は年末ころまでに復元すれば、パウエル議長が今年12月12日のFOMCで利上げを再開することが可能になる。

なお、利上げ再開の時期は前後し得る。いずれにせよ、金融政策の行方は、投資家心理(信用スプレッド)や景気(ISM景気指数)の復元など、市場と実体経済の利上げ受け入れ態勢が整うか否かに掛かっている。



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

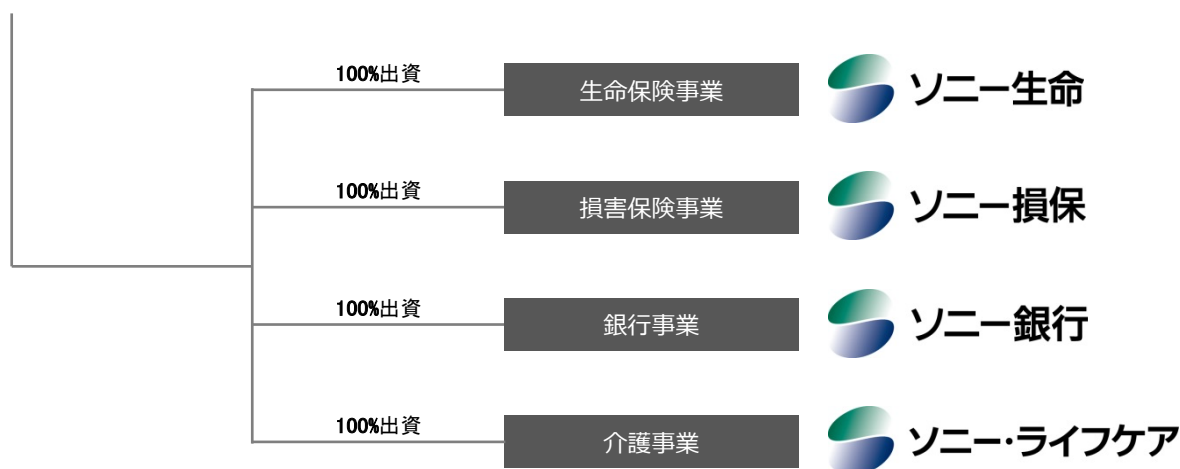
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>