

情報提供資料

TDAMフオワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2020年10月23日

～今こそ敢えて、米国の金融引き締めを考える～

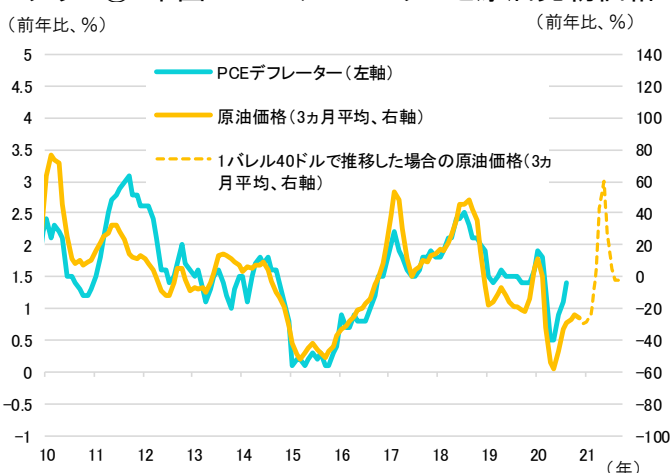
8月にFRB(米連邦準備制度理事会)は、「平均インフレ目標」を導入し、物価上昇率が目標の2%を上回ることを一定期間は容認するという姿勢を打ち出しました。また9月には、声明文に「当面2%をやや上回るインフレ率達成を目指す」という文言を追加するなど、フオワードガイダンスを強化しました。さらに、FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーの政策金利見通しを示すドットチャートにおいても、2023年末までは利上げをしないことが中心的な見方であると示しました。

多くの市場参加者はこうしたFRBの姿勢をみて、当面は緩和が継続されるというシナリオを前提に取引している模様です。私もメインシナリオでは、しばらくはFRBが緩和を継続するとみています。しかし、このような今こそ敢えて、米国の金融引き締めというシナリオを考えてみたいと思います。

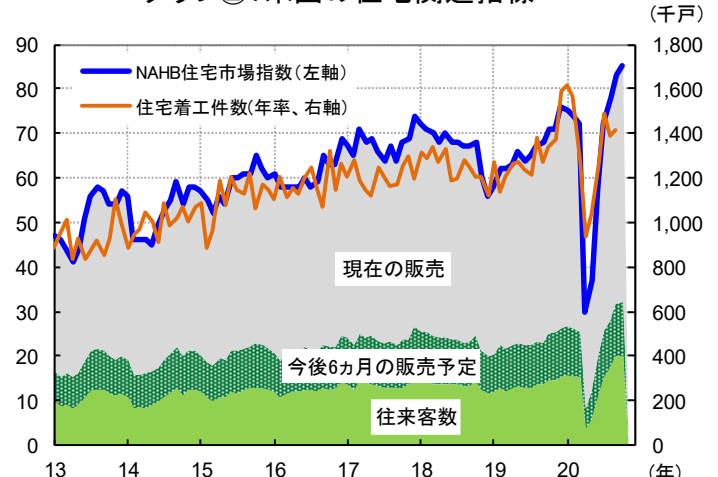
まず、米国のインフレ率をPCEデフレーターでみると、一時はコロナ禍の影響もあり落ち込んでいましたが、足許は着実に回復しています(グラフ①)。そしてPCEデフレーターに一定の影響を及ぼしている原油価格は、これまで前年比マイナス圏にありましたが、1バレル40ドル近傍での推移が続けば、先々、プラス圏に浮上する見込みです。これを受けてPCEデフレーターに上昇圧力が加わる可能性もあるとみています。

また、米国では住宅市場が活況を呈し、バブル気味な状況にあると言えます(グラフ②)。10月のNAHB(全米住宅建設業者協会)住宅市場指数は85と統計開始以来の最高値となりました。コロナ禍にあって、郊外の広々とした住宅への転居ニーズが住宅市場を支えていると言われていますが、FRBの金融緩和の影響も指摘されています。

グラフ①: 米国のPCEデフレーターと原油先物価格



グラフ②: 米国の住宅関連指標



期間: PCEデフレーターは2010年1月～2020年8月、原油価格の2010年1月～2020年9月は実績値、2020年10月～2021年9月は仮定に基づく予測値(全て月次データ)

期間: NAHB住宅市場指数は2013年1月～2020年10月、住宅着工件数は2013年1月～2020年9月(月次データ)
(次頁に続く)

出所: BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

この他、以降ではバイデン政権が誕生した場合の影響についても考えたいと思います。

まず、大統領の所属政党の違いが、財政政策に与える影響を考えたいと思います。連邦政府債務残高の対GDP比率自体は上昇傾向にあるため、トレンド成分からの乖離をもとに分析することにしました(グラフ③)。すると、民主党政権下では財政拡張的な傾向が顕著であることがうかがえました。

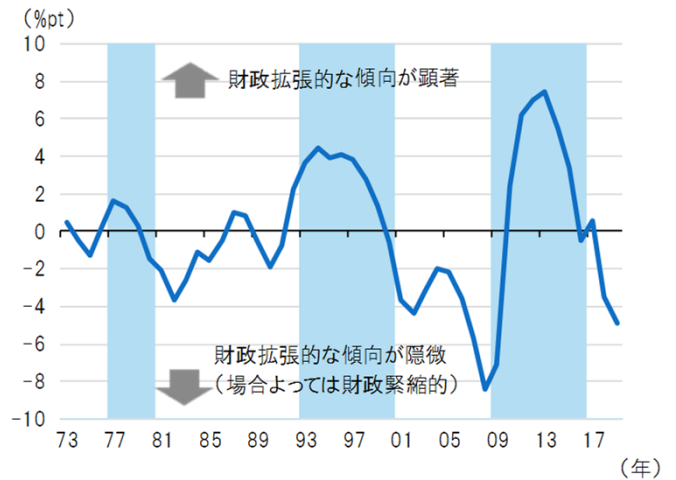
実際、足許の報道などをみても、バイデン政権下では大規模なインフラ投資や医療保険改革のために、財政支出の拡大が見込まれています。

拡張的な財政政策によって、経済活動が活発化した場合、FRBは思いのほか早く利上げを迫られる可能性もあるでしょう。特に、新型コロナウイルスのワクチンが普及し、経済活動が正常化に向かうことができれば、尚更利上げも早まることでしょう。

また、金融政策への影響も考えたいと思います(グラフ④)。政策金利の対前年変化幅を、民主党政権下と共和党政権下で分けて平均値を算出すると、民主党政権下では-0.19%pt、共和党政権下では-1.64%ptと、民主党政権下のほうがタカ派的な傾向がみられます。もっともその時々々の経済環境に由来するため、幅をもってみる必要があります。しかし奇しくも、トランプ氏はこれまで低金利政策を迫っていた一方、バイデン氏はそうした傾向がみられないことから、上記の経験則は今後も当てはまる可能性もありそうです。

冒頭でも示した通り、私のメインシナリオでは、FRBは緩和的なスタンスを維持するとみえますが、諸条件が重なることでFRBの利上げが早まる、あるいは市場が早まると思込む可能性は相応にあるとみえています。その際には為替市場ではドル高進行、一方、株式市場については米国株を中心に株価下落が生じるとみえています。リスクシナリオといえども注意しておく必要があるでしょう。

グラフ③：米国連邦政府債務対GDP比率のトレンド成分からの乖離

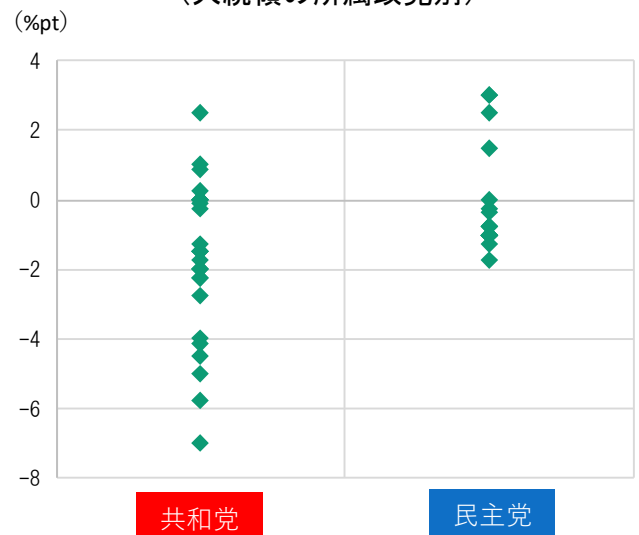


注1: 背景水色箇所は大統領の所属政党が民主党であることを示し、背景白色箇所は共和党であることを示している。

注2: トレンド成分の算出にあたっては、各数値を均す手法の一つであるHPフィルター(ホドリック=プレスコット・フィルター)を用いた。

期間：1973年～2019年(年次データ)

グラフ④：政策金利の変化幅(大統領の所属政党別)



期間：1973年～2019年(年次データ)