

今週のトピック – 2015 年 11 月 16 日

過去を振り返ると、米リスク資産の投資家は、利上げ開始がインフレ率の加速ではなく、堅調な経済と労働市場に裏付けされたものであれば、FRB の利上げサイクル開始を警戒する必要はありません。

【前例を振り返る】

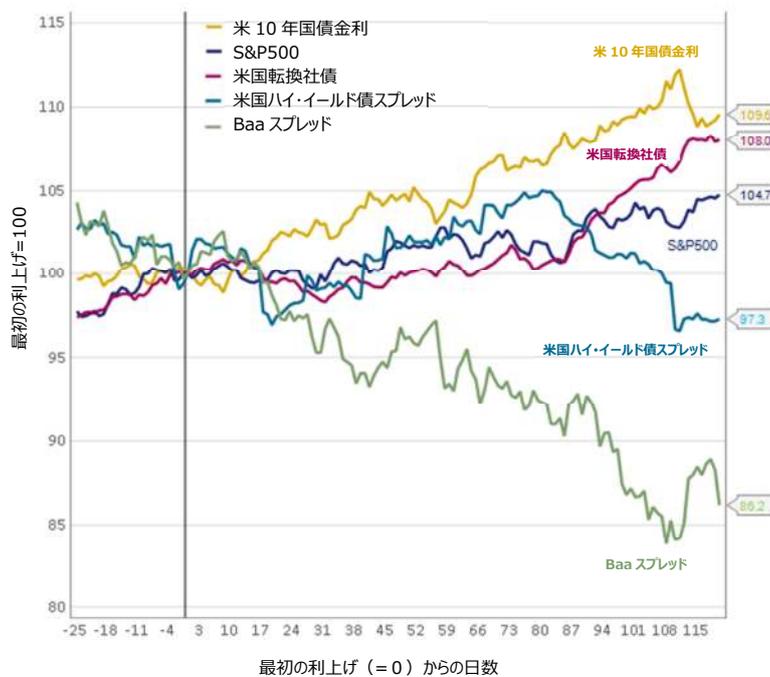
初回の利上げに伴って一般的に市場のボラティリティは高まりますが、その後米国債金利が上昇する一方で信用スプレッドは縮小し、株式市場は上昇する傾向にあります(図 1 を参照)。ただし引き締めサイクルはそれぞれ異なり、12 月に予想されている FRB の利上げ開始は、数年間に亘る異次元の金融緩和、脆弱なグローバル経済、相対的に成熟した米経済の拡大などを背景としたものとなります。



デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

図 1. 最初の利上げから 6 カ月間の各資産のパフォーマンス

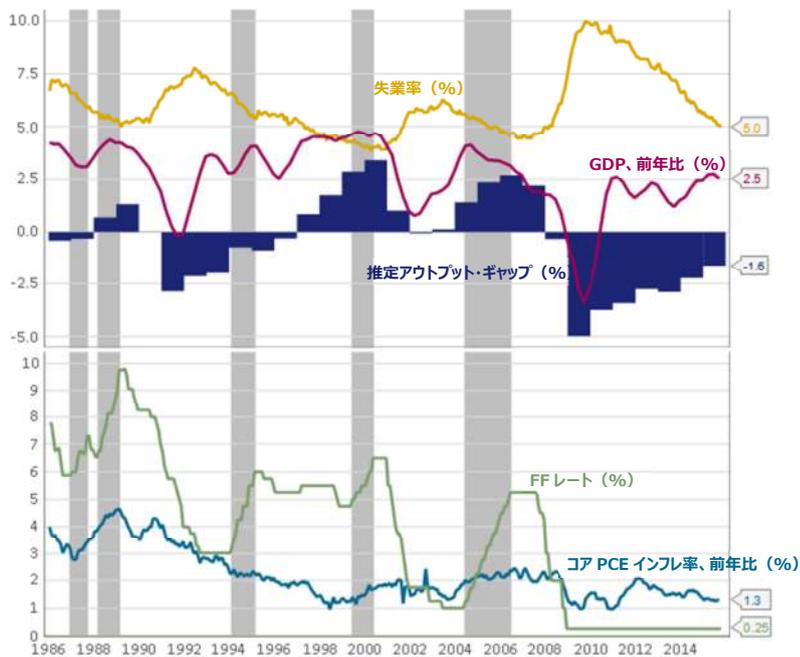


注記：過去 6 回の利上げ局面における利上げ開始から 6 カ月間の米国資産のパフォーマンスの平均。ただしハイ・イールド債のみ、1983 年から 1984 年の利上げサイクルを含まない。
出所：Baa スプレッド；Moody's の Baa 社債スプレッド、ハイ・イールド債；Citi の米ハイ・イールド債スプレッド、米国転換社債；Thompson Reuters による米国転換社債トータル・リターンインデックス、データは 2015 年 10 月時点

図 1 では、FRB が利上げを開始して以降 6 カ月間の広範な資産クラス(米国債、株式及びクレジット資産)の平均的なリターンを示しています。米国株式(S&P500)は概ね上昇し、クレジット資産のスプレッドは投資適格社債を中心に縮小することで、米国債金利の上昇によるネガティブな影響を補う傾向にあります。そのような環境下で、米国転換社債は過去 3 度の利上げ局面においていずれも他のクレジット資産を上回るパフォーマンスを見せています。一方、ハイ・イールド債は強弱入り混じるパフォーマンスとなっています。1994 年は想定外の利上げによって、ハイ・イールド債のスプレッドが拡大し、年間を通してリターンはマイナスとなりました。またハイ・イールド債のスプレッドは 2000 年にも拡大しましたが、これは FRB の金利引き上げに対してと言うよりは、通信・メディア・テクノロジーセクターにおけるデフォルト率の高まりによるものであると考えられます。これとは対照的に、2004 年 6 月から 2006 年 6 月までの前回の利上げ局面では、ハイ・イールド債のスプレッドは 100bps 以上縮小し、デフォルト率が低位に留まるなか、年間を通して 1 桁後半のリターンを記録しました。米国債金利も低下し、当時のグリーンズパン FRB 議長はこれを債券市場の「謎 (conundrum)」であると表現しました。

ブルーベイでは、直近市場に織り込まれている予想と同様、12 月 16 日の会合で FRB が政策金利を引き上げ、2004 年 6 月以来初となる利上げ局面に突入すると予想しています。図 2 では、過去の米利上げ局面(グレーで色づけされた部分)における主な米経済指標の推移を示したものです。

図 2. 過去の利上げ局面における米国の主な経済指標



注記：グレーで網掛けされた部分は FRB の過去の利上げサイクル時。コア PCE（個人消費支出）インフレ率は、食品・エネルギーを除く米個人消費の価格指標。産出量（アウトプット）ギャップは IMF による予想潜在産出量と、4 四半期移動平均の前年比実質 GDP 変化に基づく。出所：Macrobond, データは 2015 年 10 月、2020 年 12 月（予想）、2015 年 9 月、2015 年 9 月、2015 年 10 月

図 2 の下のチャートでは、FF レートを緑色の線、個人消費支出(コア PCE)の価格指標に基づくインフレ率を青色の線で示しています。また上のチャートでは、失業率を黄色の線、前年比ベースでの経済成長率を赤い線で示しています⁽¹⁾。青い棒グラフは、推定アウトプット・ギャップ(プラスの数字は経済が潜在的な生産量を上回るペースで活動していることを示し、マイナスの数字は資源が最大限に活用されていない状態を示す)を表しています⁽²⁾。

12 月の FRB の金融引き締めは、前回の利上げサイクル開始時と比較して低い失業率のもと行われることとなりますが、一方で、インフレ率や成長率も相対的に低い水準にあります。さらに足元のアウトプット・ギャップは、過去の利上げ開始時と比較して拡大した状態にあり、これは経済が、国内のインフレ圧力を高めることなく、潜在成長率を上回るペースで今後数年間成長することができる、経済のたるみ(スラック)が残されていることを示唆しています⁽³⁾。直近の自然失業率(インフレ率に関係なく一定の水準で存在する長期的な失業者の割合)及び潜在(または長期平均)経済成長率はともに、以前と比較して低いとされており、FRB による政策金利の「正常化」開始を正当化しています。

ブルーベイでは、12 月に FRB が利上げを開始した場合の当初のマクロ経済状況は、FRB が「後手に回る(ビハインド・ザ・カーブ)」ことはないとしており、その後の金利の緩やかな上昇と整合的であると考えています。また米金利の最終到達地点も、過去の利上げ局面と比較して低い水準になると見ており、ここ最近の利上げサイクルの頂点である 5~6%ではなく、2~3%のレンジ内に収まると見ています。これは潜在的な成長率が低いことを反映したものです。そうは言っても、金融政策の乖離及び中国の経済見通しの不透明感は、グローバル経済成長への不安に起因する断続的なリスク回避の動きや市場ボラティリティの急上昇のきっかけとなる可能性があるとして注視しています。

投資家は、慎重な FRB が金融引き締めを徐々に開始することを警戒すべきではありません。それよりも、中国及び他のエマージング経済における調整が成長や企業収益にもたらしかねないリスクや、持続的なグローバル経済の不均衡がもたらすデフレ圧力に注視すべきであると考えます。

注記： (1) 成長率は前年比実質 GDP 成長の 4 四半期移動平均。
 (2) IMF による米アウトプット・ギャップの予想は、潜在 GDP に対する比率 (%) で示される。
 (3) 米経済の長期的な潜在成長率予想は 1.75~2.25%とされる。