

金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研
金融調査部 主任研究員
長内 智



第36回 米国FRBの利上げと米国株価の経験則

米国のFRB（連邦準備制度理事会）が、高インフレの抑制に向けて、2022年3月16日に利上げを決定する可能性が高まっています。FRBの利上げの影響は、市場関係者や個人投資家の間でも注目されているトピックスです。今回は、FRBの出口戦略の重要なステップを整理した上で、過去の利上げ局面における株価の経験則を検討し、今後一層注目すべき点について確認します。

FRBの出口戦略の3つのステップ ～利上げ時期が目前に迫る

現在、FRBは、米国内の景気回復が継続する中、記録的な高インフレを抑制するために金融緩和政策の出口戦略を進めています。出口戦略の中で重要なステップは、①量的緩和を縮小させる「テーパリング」、②政策金利の誘導目標を引き上げる「利上げ」、③バランスシートを縮小させる「量的引き締め」(QT: Quantitative Tightening) の3つです。

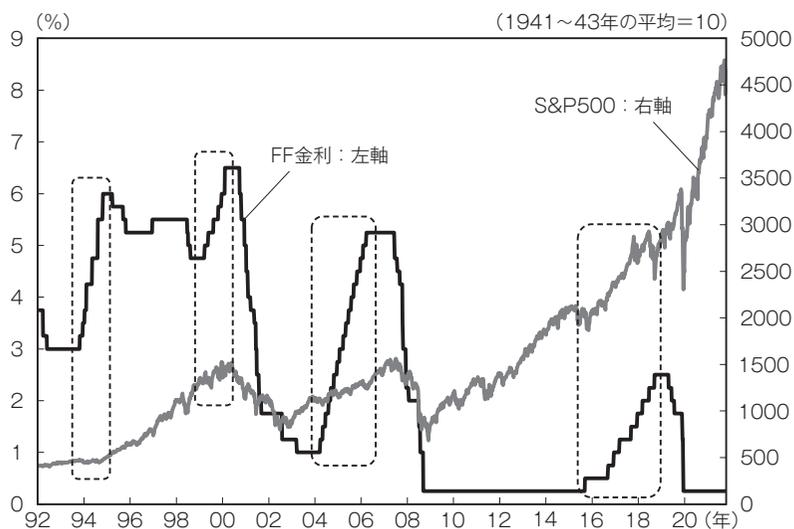
まず、2021年11月、FRBは金融政策を決定する会合であるFOMC（連邦公開市場委員会）でテーパリング（国債などの金融資産の買い入れ額を徐々に減らしていくこと）の開始を決定しました。当初、テーパリングの終了時期は2022年半ばとされていましたが、FRBが買い入れ縮小ペースを速めたことにより、3月上旬へと前倒しされています。今後は、利上げとQTの動向が焦点であり、利上げの開始時期がいよいよ目前に迫ってきました。

また、FRBは、2022年

1月26日に公表したFOMCの声明文にて「間もなく政策金利を引き上げることが適切になるだろう」と言及し、次回3月15～16日の会合で利上げを決定する可能性を示唆しました。さらに、FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長が「FOMCは、利上げの条件が満たされていると判断すれば、3月の利上げも想定している」と述べたことから、現在、市場関係者のコンセンサスでは、3月16日に利上げの決定・公表が行われると見込まれています。

米国の政策金利の誘導目標は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、2020年3月から

【図表】FF金利とS&P500



(注) 点線で囲んだ箇所は利上げ局面
出所：FRB、Bloombergより大和総研作成



0.00～0.25%という極めて低い水準に設定され、事実上のゼロ金利状況が続きました。もし、市場関係者の予想通りとなれば、ゼロ金利政策はちょうど2年で解除されることになります。

② 過去の利上げ局面と米国株価 ～株価の下落傾向は見られず

2022年1月の世界の株式市場では、FRBが金融引き締め政策に前向きな、いわゆる「タカ派」色の強い金融政策スタンスを示したことを受け、株価が大きく下落する場面も見られました。これは、利上げに伴い各種金利が上昇し、景気回復に水を差され、企業収益にも悪影響を及ぼすといった警戒感が強まったためです。一般に、金利上昇は株価に対して下落要因とされており、それに沿った動きと捉えることもできます。

それでは、今後の利上げ局面において、米国株は下落基調が続くのでしょうか。このような疑問については、米国の政策金利（FF金利）と代表的な株価指数であるS&P500の長期推移が参考になります【図表】。図表中の点線で囲んだ部分が利上げ局面になっており、過去の利上げ局面の特徴として、以下の2点が指摘できます。

第1に、利上げ局面に移行する前後において、S&P500が弱含む^{よわぶく}傾向が観察されます。その要因の一つとして、前述した利上げに対する警戒感の高まりが挙げられます。

第2に、利上げ局面全体でみると、S&P500は下落基調となっておらず、堅調に上昇していたケースもあります。特に、前回の2015年12月以降の利上げ局面は、段階的に利上げが行われる中でもS&P500は大幅に上昇し、史上最高値を度々更新しました。

③ 経済と企業収益の見極めが重要 ～フォワード・ルッキングの視点

利上げ局面でもS&P500の上昇基調が継続していたという事実に対しては、少し違和感を持つ人がいるかもしれません。そこで重要になってくるのが、FRBのフォワード・ルッキングな金融政策運営と先行きの経済成長・企業収益の見通しです。

FRBの金融引き締め政策は、あくまで景気やインフレの過熱感を抑えることが主たる目的であり、その政策変更は、先行きの景気を腰折れさせないペースで実施されるのが基本となります。こうした将来の景気動向等を見据えた対応のことを、「フォワード・ルッキングな金融政策運営」といいます。この政策運営の下では、金融政策が段階的に引き締められたとしても、先行きの経済成長シナリオそのものは崩れず、企業収益の拡大が今後も続くという見通しが維持されやすくなります。実際、前回は、利上げが行われても堅調な経済成長と好調な企業収益が続くという見方を背景に、株価の上昇基調が続きました。

過去の経験則に基づくと、少し長い目で見れば、FRBの利上げをきっかけに米国の株価指数が下落基調に転じるとはいえません。大切なことは、利上げにより実体経済や企業収益に対する市場関係者の見通しが下方修正されるかという点を慎重に見極めることです。もし、大きく下方修正されれば、株価指数も明確に下落していく可能性が高くなると考えられます。こうした中、今後は、米国の経済指標と企業業績の結果をしっかりと分析することが一層重要になると思います。

おさない さとし 2006年早稲田大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社（金融資本市場担当）。2008～10年大和証券に外向（海外市場担当）、2010年大和総研に帰任（新興国、日本経済担当）。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任（日本経済担当）、2018年より現職（金融資本市場担当）。CFP®認定者。執筆書籍：『デジタル化する世界と金融—北欧のIT政策とポストコロナの日本への教訓』金融財政事情研究会、2020年、共著。『トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。