

難しい「ほどよい利上げ」判断 金融市場への投資に混乱リスク

つちや たかひろ
土屋 貴裕
(大和総研ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト)

FRRBの2大目標の雇用と物価は改善しつつある。しかし、両方に弱い面があるうえ、追加利上げが金融市場のリスクを高める可能性もある。

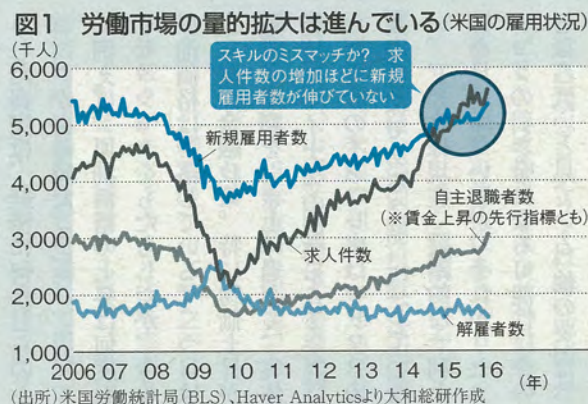
2015年12月に9年半ぶりの利上げに踏み切った米連邦準備制度理事会(FRRB)。連邦公開市場委員会(FOMC)の参加者は利上げを開始した12月、16年と17年はそれぞれ年4回(年1%*)の利上げを見通していた。しかし、年初のマーケットの動揺もあり、年4回の利上げペースは難しいというのは市場の共通認識となっている。

今後の利上げに関する論点は、①労働市場、②インフレ動向、③利上げに対する市場の反応、④政治動向——となる。ただ、これらを精査す

ると、米国経済にとってほどよい利上げがいかにかがわかる。

まず、FRRBの2大目標である「雇用の最大化」と「物価上昇率2%」を見てみよう。まず、労働市場は量的拡大が進む(図1)。雇用者数がリーマン・ショック前後に失われた分を回復してさらに増加。失業率は1月に4.9%まで下がり、FOMC参加者が想定する自然失業率(4.8~5.0%)の水準近辺に低下した。一方、雇用の質にはマイナス面もある。例えば、パートタイム労働者がなかなか減らず、賃金の伸びも緩慢なままだ。企業の求人件数ほどに新規雇用者数が増えていない。労働者の持つスキル(技術)と企業が求めるスキルにミスマッチ(ずれ)が出ている可能性がある。

さらに、労働市場で新たに職を得る人の賃金は低い水準にとどまり、一部のハイスキル労働者の賃金は増えていく、賃金の二極化が生じつつ



ある。雇用者の増加や賃金の上昇の二極化などは、サービス業において顕著で、構造問題となっている。物価動向はどうか。FRRBが物価指標とするPCE(個人消費支出)価格指数は、1%を下回ったまま(図2)。14年半ば以降は、原油安によるエネルギー価格のマイナスイタ

が大きい。また、ドル高が進んでいることでエネルギー関連以外でも輸入物価が下がり、米国内のモノ(財)の価格は低下傾向を続けている。

一方、サービス関連の物価は、上昇が続いている。サービス業は、消費の増加と雇用者の増加が続いており、サービス関連の物価上昇もこうした消費と雇用の好循環のなかで起きていることになる。つまり、物価の下押し圧力となっているのは、ドル高とエネルギー価格の低下であり、前年比での比較をするのであれば、ドルとエネルギーの価格が安定すれば、インフレ率はこれまでよりも伸びを高める可能性がある。当然、反対にドル高や原油安がさらに進むと、物価の下押し圧力は残る。

懸念事項は、インフレ期待の低下が挙げられる。インターネット販売と対抗するためにディスカウント業が盛んになって、財価格の低下が続いている。また、賃金の伸びが緩慢なことから、3年先などより長い期間のインフレ期待も低下を続ける。人々が消費を先送りするようになれば、実際のインフレ率も伸び悩む。

バブルが資金巻き戻しか

低インフレであれば、FRRBは積極的に利上げを進める必要性はなくなる。しかし、超低金利政策の弊害などで資金を運用する。このMMFの運用資金をFRRBがリバースレポで吸収してしまおうと、それまでCPなどを発行して、資金調達をMMFの運用資金に依存していた運用機関などの投資主体は借り換えが難しくなり、投資資金などを減らさなければならぬことになる。短期金融市場での借り換えが急速に難しくなった事例がリーマン・ショックであり、現在も同じことが起きる仕組みは残ったままと言えらる。特に、米国において、現金担保付きで債券の貸借を行う短期市場の「レポ市場」は、世界中の資金が運用され、世界中から資金が調達されている。世界の金融市場との接点として、米国内経済を下振れさせる各市場の動揺を伝えるメカニズムでもある。

このように、FRRBは当面、利上げの影響や金融市場の動揺の様子を見る必要がある。今後、利上げを進めた場合、量的緩和によってFRRBが買い取った米国債など巨額資産をどう減らすかが話題となる。おそらく1年以上先の話題だが、保有資産の圧縮は長期金利を急上昇させるリスクをはらみ、利上げペースを左右することになる。17年以降もほどよい利上げは難しいままだろう。

アメリカ大失速

利上げをちゅうちよさせる 大統領選のFRB叩き懸念

リバースレポなど、利上げに向けたFRBのオペレーションでは、市場から資金を吸収するために金融機関に金利を支払うことになる。利上げのために必要な手段だが、FRBが金融機関に金利を支払い、国庫に納付する資金を減らすことになれば、政治家からの批判の対象になる可能性がある。16年は大統領選挙と議会選挙が行われ、候補者は、有権者にアピールする手段としての「FRB叩き」や「金融機関叩き」を行う可能性がある。

イエレンFRB議長は15年7月に行った議会証言で、金融政策の透明性とFRBの説明責任について述べるのに3分の1を使った。16年2月の議会証言における質疑応答でも、「リバースレポは銀行優遇」との議員からの批判に対して、「(リバースレポなどは)各国中央銀行が一般的に用いている手段だ」と論じた。政治家の批判が的外れだとしても、政治圧力の高まりでFRBが利上げに動きにくくなっている可能性はある。

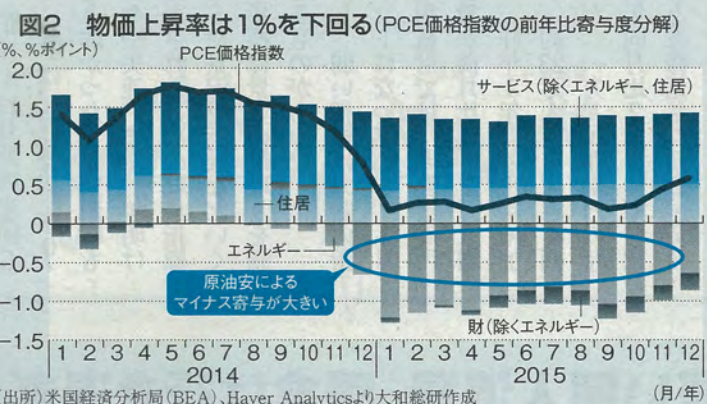
イエレンFRB議長は
どう決断するか

も散見される。

投資家は、低金利下でリターン(収益)を高めるために、レバレッジ(てこ)をかけたリ、期間リスクや信用リスクなどのリスクを多めに取るなど投資が必要となる。3度にわたる量的緩和(QE)政策と超低金利政策が、金融機関などが資金をやり取りする短期金融市場の資金をジャブジャブにして、いわゆる過剰流動性を生み出し、リスクを取った投資を可能にしている。

例えば、比較的信用リスクが高いハイイールド(高利回り)債の発行が増え、自動車ローンを担保とする「ABS(証券化商品)」にサブプライム(低信用力)層が増えている。また、一部のREIT(不動産投資信託)は、短期金融市場からの調達を増やしてレバレッジ比率を高めた。住宅投資などについても同様だ。政策金利を引き上げたとしても、長期金利が上昇しなければ、住宅バブルを招いた04年からの利上げ局面と同じ轍を踏むことになる。

利上げは、過剰流動性がバブルにつながる可能性を減らすことにつながる。だが、慎重に進めなければ、過剰流動性がいつか巻き戻されるリスクがある。現在起きている世界的な株安と資源価格の低迷は、主因が中国などの新興国経済の減速だとしても、過剰流動性の巻き戻しとい



う投資資金の回収が進められている可能性があるだろう。また、利上げが金融市場への投資を促進させる可能性もある。FRRBは、12月の利上げ開始後、FF(フェデラルファンド)レート誘導目標の範囲に押し上げるために、「リバースレポ」と呼ばれる市場から資金を吸収するオペレーションの規模を拡大させた。リバースレポとは、銀行以外の金融機関、つまりMMF(マネー・マーケット・ファンド)などからも資金を吸収する手段である。だが、MMFは短期金融市場に資金を拠出する主要な投資主体であり、