



## コラム

## 「柏原延行」の Market View

## #87 なぜ、FRBは利上げを続けるのか？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

米連邦準備理事会（FRB）は、12月12～13日に連邦公開市場委員会（FOMC）を開催し、政策金利であるフェデラルファンド金利（以下FF金利）の誘導目標を、年1.25～1.50%としました（0.25%利上げ）。

加えて、今後の利上げシナリオは、2018年が年3回、19年は年2～3回との見通しを公表しました。

そこで、今回のコラムでは、なぜ、FRBは利上げを続けるというシナリオを持つかを考えたいと思います。

FRBの目標（goal）は「①雇用の最大化、②物価の安定」であることは、投資にご興味を持つ皆さままであれば、一度は耳にされたことでしょう。この目標は、FRBの根拠法（Federal Reserve Act）に記載されています（the goals of maximum employment, stable prices）。

一方で、現在のFRBのホームページをみると、「Fedについて（About a Fed）」の「目的と機能（Purposes & Functions）」では「経済の健全性と米国の金融システムの安定性を促進する（筆者による仮訳：promote the health of the U.S. economy and the stability of the U.S. financial system）」との表現が（最も大事と思われる）冒頭部分にみられます。

これは、リーマンショックという極めて大きなバブル崩壊（不動産ローンの証券化商品の大幅な価格下落などです。100年に一度と言われることすらありました）を経験した当局が「経済の健全性と金融システムの安定性」に対して大きな関心を持っていることの表れではないかと考えています。

リーマンショック、及び「その後の経済・物価の不安定な局面」に対応するため、FRBは政策金利をほぼ0%まで引き下げるとともに、大規模な資産買い入れを実施しました。

上記の局面と比べて、現在の米国は7～9月期の実質国内総生産（GDP）が前期比年率換算で3.3%増となったことにみられるように、随分と改善したと考えるべきです。

このような状況の中では、次のバブルを生まないためにも、金融政策を正常化したいと中央銀行が考えることは自然なことです。

それでは、正常化のターゲットはどのようにして決められるのでしょうか？

ここで重要となる概念が自然利子率です。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

自然利子率とは、経済・物価に対して引き締めのにも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準のことです（実質値とはインフレ率を引き算した数字です）。

そして、通常は、

$$\text{自然利子率} + \text{インフレ率} = \text{長期的な政策金利の均衡水準}$$

と考えられています。

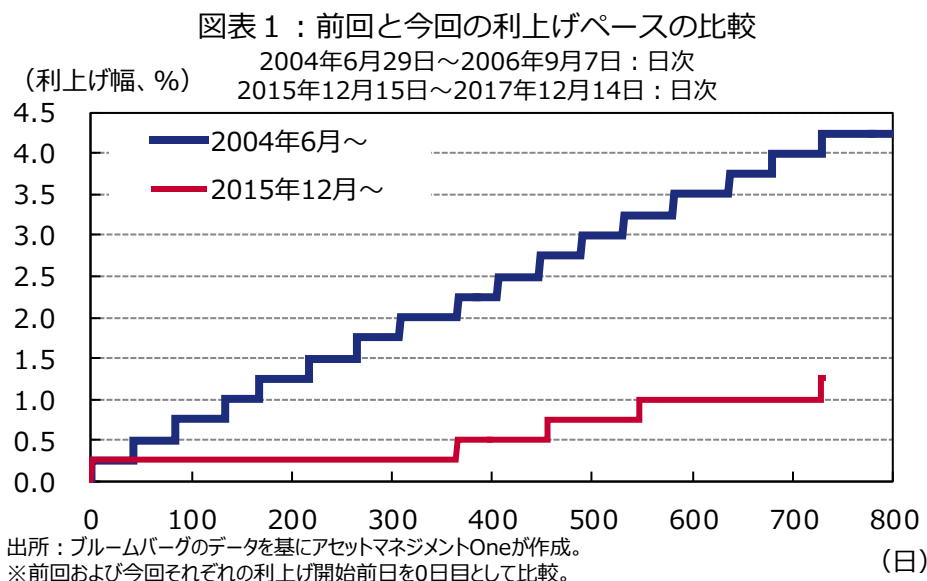
自然利子率の推定は困難な問題ですが、（長期的には）潜在成長率を自然利子率の近似値とみなすことが経済実務では多いといわれます（ご参照：2016年10月「日銀レビュー わが国における自然利子率の動向」）。また、（重ねて恐縮ですが）潜在成長率の推定も困難な問題ですが、実際の成長率からある程度はイメージ可能であると私は考えます。

四半期毎に発表される米実質GDP（前期比年率）の過去1年間の平均値は、2.4%です。

仮に、現在の経済は好調過ぎると考えこの半分を潜在成長率、インフレ率を消費者物価指数（11月、除く食品・エネルギー）の前年比である1.7%とした場合、「自然利子率(1.2%)」+「インフレ率(1.7%)」=「長期的な政策金利の均衡水準 (2.9%)」となります（なお、FRBによる長期的成長率予想1.8%、インフレ目標2.0%から計算した均衡水準は3.8%となります（成長率は経済見通しサマリー（2017年12月）の中心値））。

上記の「長期的な政策金利の均衡水準 (2.9%)」との比較で考えた場合、現在の政策金利（上限1.50%）は低く、FRBの利上げ継続の根拠となりうると思います。

しかし、リーマンショックからの回復局面であることも考慮してか、FRBの今回の利上げは極めて慎重に行われています（図表1ご参照）。



したがって、現在のFRBの政策は経済・物価に悪影響を与えず、かつ今回の利上げが株式の下落要因にならないと考えています。

(2017年12月15日 9:00執筆)

#### 【当資料で使用している指数についての留意事項】

ございません。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

# 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

## 【投資信託に係るリスクと費用】

### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

#### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

#### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

#### ■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

## 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。