



## コラム

## 「柏原延行」の Market View

## #62 FRBの資産規模縮小を巡る論点

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

6月の上旬から中旬にかけては、米国、日本、欧州の各中央銀行による政策決定の会合が開かれました。

この中での一番のサプライズは、米連邦準備理事会（以下、FRB）が声明文で、「証券保有額を年内に減らし始める計画」があることを明らかにしたことでありとされています。

リーマン・ショック後の景気後退・デフレ懸念に対応するため、米国、日本、欧州の各中央銀行は、「①政策金利を低位、あるいはマイナスへ引き下げる」とともに、「②非伝統的金融政策として中央銀行の資産規模やマネタリーベース（以下、資産規模）を拡大」しました（図表1ご参照）。

この後、景気の回復などを受けて、いち早く「緩和的な金融政策の転換を始めた」米国においては、既に5月までに政策金利を合計0.75%（0.25%を3回）引き上げ済みです。そして、今回は、4回目の政策金利引き上げが行われるとともに、「リーマン・ショック以降に拡大した資産規模の縮小がいよいよ視野に入った」わけです。

そこで、今回のコラムでは、年内にも開始される可能性があるFRBの資産規模の縮小が、経済・投資環境に与える影響について、考えてみたいと思います。

私は、資産規模縮小を巡る議論は、以下の2点を区別して考える必要があると思っています。

図表1：米国マネタリーベース

2007年1月3日～2017年6月21日：隔週



出所：セントルイス連銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

データは季節調整済みの値。

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。

第一は、FRBと市場の「景気・インフレ、金融政策の方向性に関する認識ギャップ」が大きくなっていると思われることです。私は、FRBは市場とのコミュニケーションに優れた中央銀行で、通常はFRBと市場の認識ギャップは狭くコントロールされていると考えています。しかし、足元では、このギャップが大きくなっていると感じています。

具体的には（市場の認識と比較して、）FRBのスタンスが、「景気の見通しに対して楽観的でインフレに対して懸念が強く、緩和的な金融政策の転換推進に積極的（いわゆるタカ派）」であると思われることです。

それでは、なぜFRBがこのようなスタンスに立つのかについて、その理由（仮説）を考えたいと思います。

その考察結果が、図表2です。

まず「1. 景気に楽観、インフレ懸念が強い理由」としては、(1)のFRBが正しいとの仮説も、(2)の市場が正しいとの仮説も一定の根拠があると思われます。そして、このように見方が分かれている原因は、（イースターに伴う季節調整などもあり）米国の2017年第1四半期（1～3月）実質GDP成長率が低い値（改定値は前期比年率換算で1.2%増）になったことなどから、市場に景気鈍化への懸念が広がったことにあると思われます。したがって、この論点の最大の判断材料は、7月28日に発表予定である第2四半期（4～6月）のGDPがどのような結果になるかであると考えます（私は次のGDPはそれなりに強い数字となると予想しています（過去の本コラム#59ご参照））。

次に、「2. 金融政策の転換推進に積極的な理由」に関しては、(1)のインフレ防止には予防的な措置が必要であるとの考え方は納得できるものであり、FRBの景気見通しなどが正しいのであれば、筋が通った政策と判断できます。

一方で、イエレン議長の任期（2018年2月）やトランプ大統領との関係を意識して、政策が前のめりになっているのであれば、政策の転換推進が経済成長の阻害要因となる可能性があることもまた事実のように思います（これについて、私自身はイエレン議長はもともとハト派であり、景気実態を無視した引き締めの金融政策を強行するとは考えていません）。

図表2：FRBのスタンスを根拠付ける理由（仮説）

1. 景気に楽観、インフレ懸念が強い理由 （仮説）	2. 金融政策の転換推進に積極的な理由 （仮説）
<p>（1）正確な経済実態の把握 FRBは公的機関として、優れた分析能力と豊富なデータを持ち、民間より正確に経済実態を把握できている。 特に、労働市場の逼迫化が物価に与える影響を（市場比）強くみている。 FRBが正しい</p>	<p>（1）インフレには予防的な措置が必要 現状の金融政策はある意味緊急避難的な措置であり、（着実な正常化を行わず）これからの脱却が遅れ、仮にインフレが加速した場合には、急激な引き締めが必要になり、かえって経済や市場に悪影響を与える。</p>
<p>（2）直近の環境変化への対応遅れ 直近の経済指標は弱含みで推移しているにもかかわらず、FRBは環境変化への対応が遅れている。 加えて、労働市場の逼迫はさほど物価に影響を与えない。 市場が正しい</p>	<p>（2）任期や次期FRB議長を巡る思惑 イエレン議長の任期を目前にして、金融正常化の道筋を決めたいとの誘因が働き、経済実態と比較して、引き締めの金融政策を採ろうとしている。 また、FRBの独立性確保への思いが強い。</p>

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。

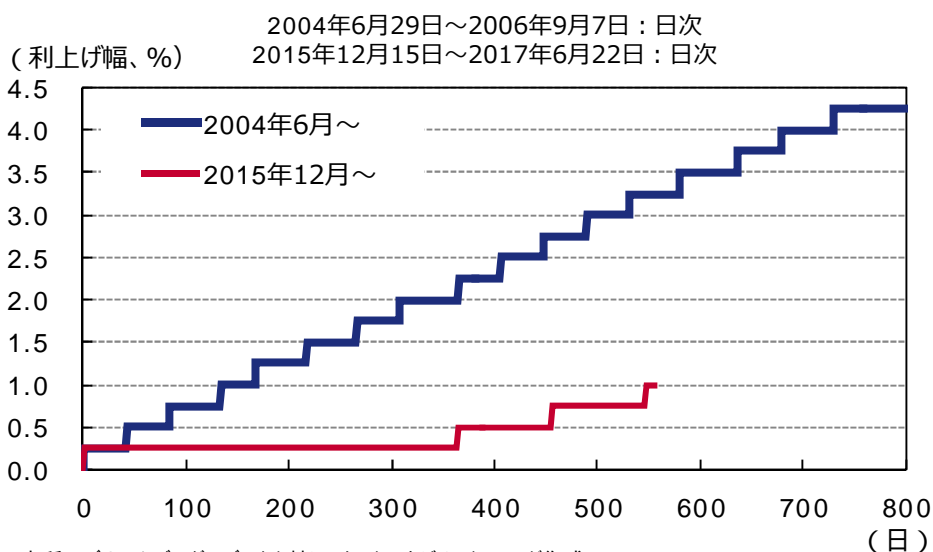
巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

第二は、FRBの資産規模縮小が与える影響についてです。

この点については、影響を推定している論文もあるのですが、なにせ100年に一度といわれるリーマン・ショックへの対応のために採用された（と思われる非伝統的な政策である）「中央銀行の資産規模拡大」が縮小に転じることの影響を事前に正確に予想することは困難と考えます。

しかし、この困難さゆえに、もし、FRBが資産規模縮小の悪影響を感じた場合には、機動的な変更も辞さないとは私は考えています。加えて、既に実施している政策金利の引き上げが前回の利上げ時と比較すると極めて慎重なペースで行われていることから分かります（図表3）、資産規模縮小は慎重に実施されると考えます。

図表3：前回と今回の利上げペースの比較



もちろん、影響予測の困難さ自体が先行きの不透明要素として働き、一時的に経済や市場を不安定化させる局面があると思われることには十分な注意が必要です。

しかし、その後に関しては、景気の過熱感や減速感がともなく、金融政策の正常化も極めて緩やかに進展する中で、企業収益には一定の成長が期待でき、株式市場は平均してみれば緩やかな上昇を続ける状況となる蓋然性が高いのではないかと考えています（いわゆるコルディロックス相場です。コルディロックスとは、3匹の熊との童話の中でのたとえで、ちょうどいい状態を表します）。

(2017年6月23日 9:00執筆)

#### 【当資料で使用している指数について】

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4.104%（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場合があります。

### 【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。