

## ストラテジーブレティン (352号)

## 米国利下げ遅延、FRB はリスクを抑制へ

“Good news is bad news bad news is good news” は今の米国経済情勢を端的に物語る。減速しない好調さにより、利下げ期待が遠のき株安要因になっている。何故減速しないのか。経済のアクセルとなっている3要因がある。第一は新産業革命による企業の旺盛な価値創造、第二は財政拡大、第三は株高による資産効果である。このうち新産業革命と財政拡大は当面大きく変わりにくい、となると求められるブレーキ役は株価の抑制による総需要の冷却以外にない、ということになる。FRB は利下げ遅延を余儀なくされるとみられるが、狙いはリスクテイク意欲の抑制による資産価格の調整にある、と考えるべきかもしれない。年初急騰した米国株式はしばし調整場面を迎えそうである。

## (1) 景況感に陰りなし

米国経済は完全雇用のもとインフレも沈静化しつつあり、ソフトランディングの可能性が高まっている。雇用好調だが今のところ賃金上昇は加速していない。3月の雇用統計では、非農業部門の雇用者数が前月比30.3万人増と、市場予想(20万人増)を大きく上回った。雇用は全産業で増加している。平均時給は前年比4.1%増と、2月の4.3%から低下した。移民の増加や労働参加率の改善などの供給増も寄与している。

しかし今までのベストシナリオであった経済の底堅さは、今後のリスクシナリオに転換するかもしれない。この成長ペースが続けばいずれ物価が加速する可能性が高い。またバラ色シナリオがバブルの種を作る。2023年GDP2.5%に続き2024年1Qはアトランタ連銀によるGDPナウでは2.5%と好調である。地区連銀総裁は相次いで、インフレ高止まりや好労働需給に言及し、利下げを急ぐべきではないと強調しはじめた。

実際、3月のCPIは、前年比3.5%上昇と2月の3.2%から加速、市場予想3.4%を上回った。ガソリンと住居費の上昇が主因だが、賃金の下げ止まりによりFRBが気にしているコアサービス価格の上昇率が高まっており、利下げ遅延観測を強めている。市場ではFRBが9月まで利下げを見送るという観測が強まった。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

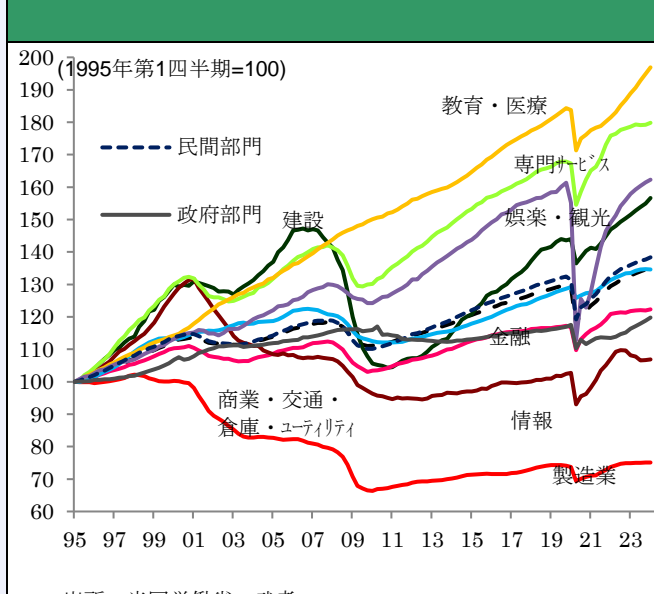
E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

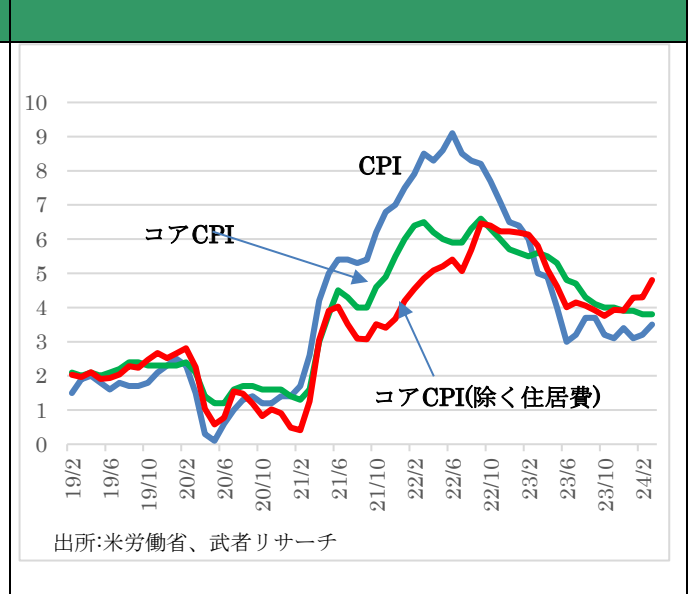
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表1 全セクターで増加する雇用



図表2 下げ止まるコアサービスインフレ



## (2) 投機色強まる金融市場

年初の米国株式の急騰とともに、米国金融市場では投機色が強まっている。金価格は年初来 14%と急騰し史上最高値を更新した。米国の物価指標が市場の想定を上回り、インフレ懸念が再浮上したこと、中国やロシア、トルコなど新興国中央銀行による金買い、株バブル崩壊に備えたリスクヘッジ等、が指摘されている。株価の低迷や不動産市場の悪化などで「有効な選択肢を欠く中国の投資家が金を買っている」との説もある。

昨年は 32000 ドルから 4 万ドル未満で推移していたビットコインも、年明け以降急騰を始め 3 月末には 7 万ドルと半年で 2 倍になり 2021 年 11 につけた過去ピークを更新した。金・ビットコインと言う全くキャッシュを生まない資産価格の急騰は、市場が投機化しているシグナルと受け止められる。

また投資資金は潤沢で家計の豊富な貯蓄が MMF を通して米国国債に流入している。

図表 3: 高騰する金相場



図表 4 投機化するビットコイン価格



利下げ期待が低下してきた。FRB が 1 月の FOMC で打ち出した今年 3 回利下げ予想は、市場においては大きく修正されている。市場は 1 回と見込み始め、並行してドル高傾向が強まっている。

まさしく”Good news is bad news bad news is good news”、このままいけば経済が過熱し、インフレと資産バブルに繋がりそうな米国景況をどうすれば減速できるか、FRB は思案しているといえる。経済のアクセルとなっている 3 要因がある。第一は新産業革命による企業の旺盛な価値創造、第二は財政拡大、第三は株高による資産効果である。このうち新産業革命と財政拡大からくる景気加速要素は当面変化しない。

となると、有効なブレーキは株価の抑制による総需要の冷却以外にない。FRB は利下げ遅延を余儀なくされるとみられるが、その狙いは株価など資産価格抑制によるリスクテイク意欲の調整にある、と考えるべきかもしれない。年初急騰した米国株式はしばし調整場面を迎えそうである。

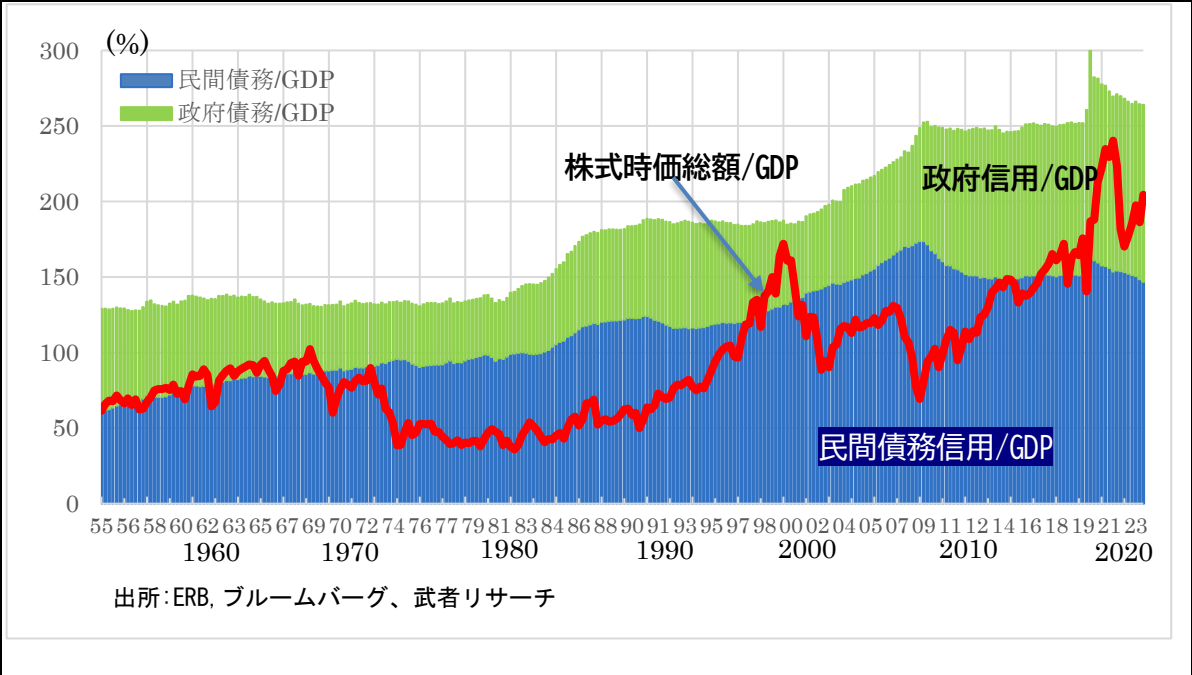
## (3) 利上げ遅延を余儀なくさせる事情、株式資本主義

何故株式などの資産価格が FRB による総需要コントロールに必須なのかと言うと、今の米国経済の循環は株式市場を中心に営まれているからである。いわば株式資本主義である。図表 5 は過去 70 年間の米国における信用創造(信用残高/GDP)の推移を見たものであるが、2008 年のリーマンショックまで続いた民間の債務信用拡大の時代は終わり、政府信用も限定的で、この 14 年間は株式時価総額が対 GDP 比 69%から 240%まで拡大することで、株式一極けん引の需要創造が進行してきたことが明らかである。この株式信用増加(=株価上昇)は、企業の儲けがほぼ 80%株式市場に還元されるというマネーフローが定着したことによって正当化されている(図表 6 参照)。銀行の先に借り手はいないので、銀行融資をコントロールすることで総需要を制御するというかつての中銀の金融調節は威力を失った。代わって資産価格が総需要に影響を及ぼす時代となり、FRB はその手段として QE を導入したのである。いわば株式資本主義の時代といえる。

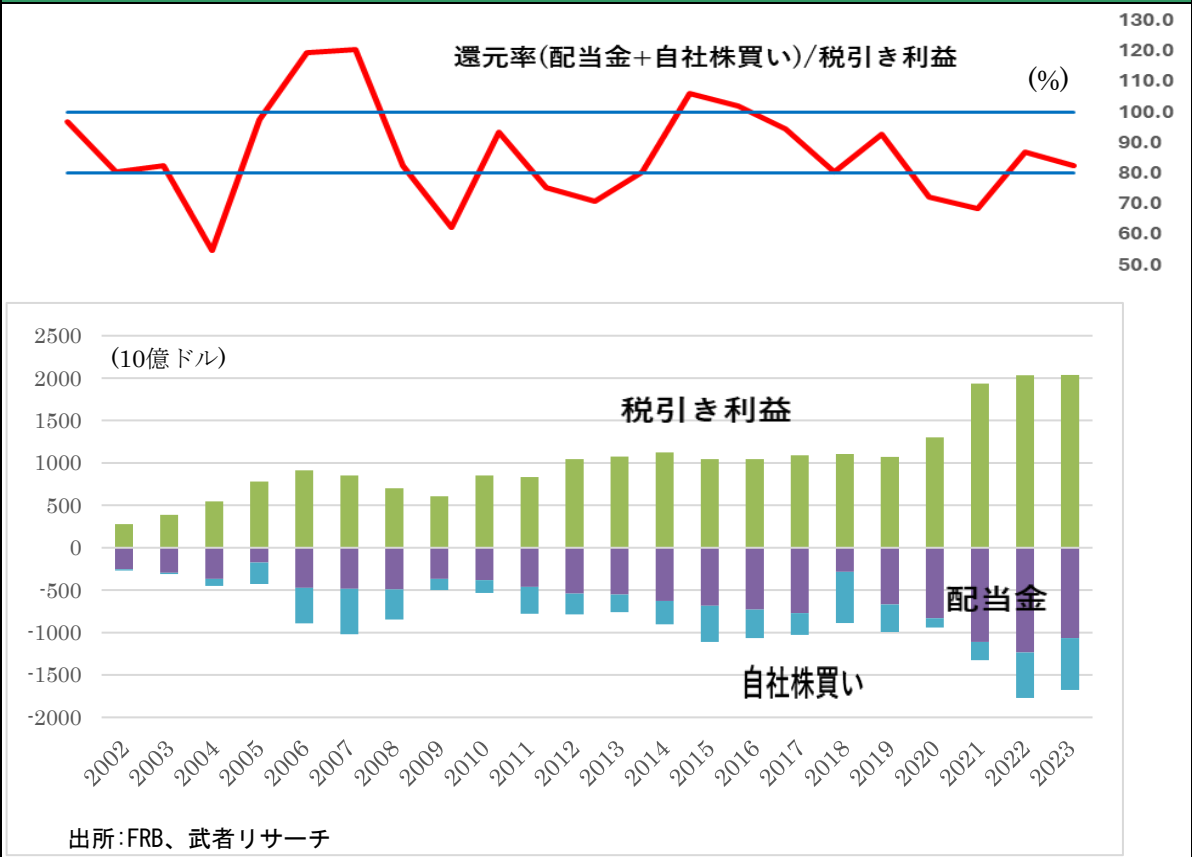
株式が市場の中核の位置を占めるようになったことによって、株価の大幅な下落は、かつてとは比較になら

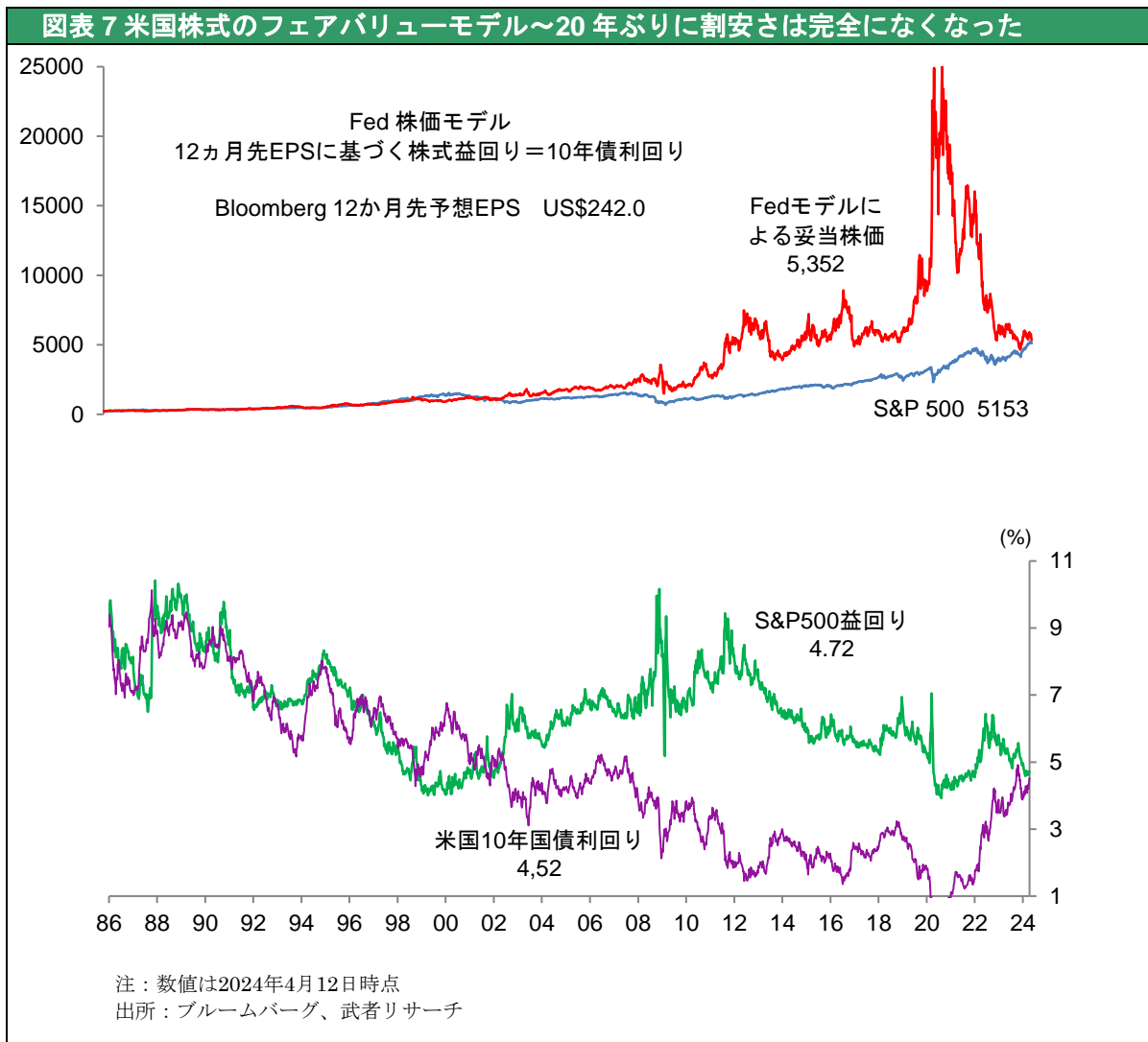
ないほど大きなダメージを経済に与える。バブル崩壊は大不況を引き起こすので、絶対避けねばならない。FRBはバブル化回避、適正株価の維持に専心する必要がある。

図表 5: 信用創造は債務信用から株式信用へとシフトした



図表 6: 株式信用を促進する米国企業の巨額の株主還元





図表 7 に見るように、金利との比較で見れば(FED モデルで見れば)今はバブルではないとしても、割安感は全くなくなった。

過去 20 年間、金利が低下していくのに対して株式益回りは高止まりし、両者が大きく乖離して株式が著しく割安であったが、その時代は終わった。4 月 12 日の時点での米国の妥当株価は、S&P500 指数で 5352 ドル、実際の 4 月 12 日 S&P500 指数は 5153 ドルであったから、両者はほぼ同一となった。

今後 FRB のインフレ抑制能力に疑問が高まったり、米国財政赤字に対する懸念出て長期金利が急騰すれば、株価は直ちにバブルと判定される危険領域に近づいている。

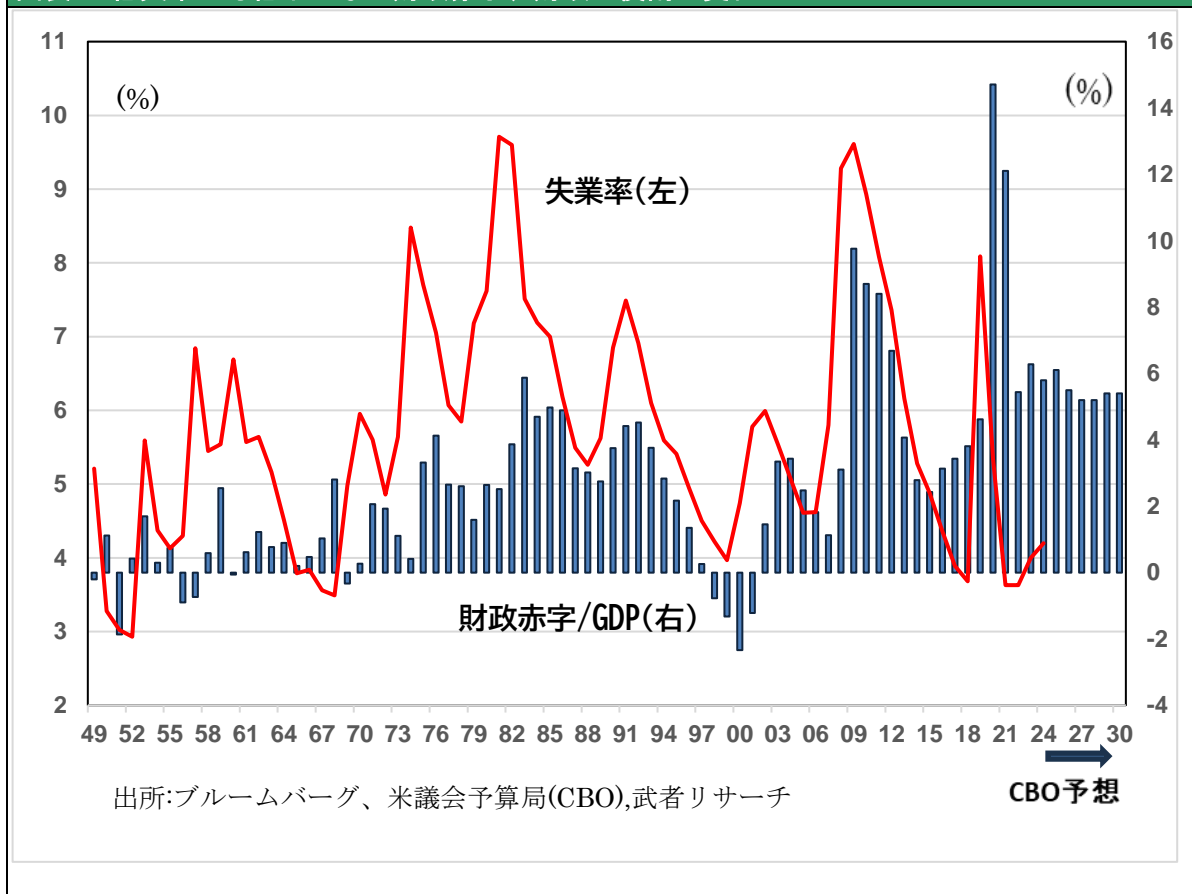
#### (4) 定着する財政赤字と高圧経済政策の運営

米国の需要過熱を招いているあと一つの要因、財政についても一瞥しておく必要がある。図表 8 は戦後の失業率と財政赤字(対 GDP 比)の推移であるが、コロナパンデミック以降、両者の関連が全くななくなっていることに留意するべきである。かつては財政赤字は失業率が高まった時に、需要創造手段として繰り出されたために両者はほぼ完全に連動していた。しかし 2021 年以降完全雇用状態が続いているのに、財政赤字が減る気配は全くない。議会予算局(CBO)は対 GDP 比 5~6%の主要国最高水準の財政赤字が 2034 年まで定着すると予想している。

メディケアなど高齢者向け支出の増大や、Chips 法、IRA などの産業支援、GX/DX 対策などが目白押しで、大きな政府が定着しそうである。

新産業革命は生産性の向上、と供給力増大をもたらす。よって相対的需要不足が予想され、それへの対応策として、創造的財政政策が求められている。最近の米国財政赤字の膨張は。このような財政役割の歴史的変化を確認させるものである。まさにイエレン財務長官が主唱する高圧経済環境が続くのであるが、それは金利上昇による利払い費の増加等のリスクを伴う。また需要超過気味の経済のファンダメンタルズにおいては、容易にインフレやバブル経済に陥る危険性もある。政策運営に慎重さが求められる場面に入ってきたのかも知れない。米国金融市場におけるリスクテイクにも、警戒が必要となっている。

図表 8: 低失業でも低下しない財政赤字、財政の役割の変化



著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。