

KAMIYAMA Reports vol. 103

中央銀行と市場の『不』合意リスク

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ 為替・金利・株式がばらばらに反応するときに注意
- ・ 2018年のリスクは中央銀行と市場の『不』合意
- ・ FRB や日銀は、景気が良くて物価が上がることを確認してから金融政策を正常化

為替・金利・株式がばらばらに反応するときに注意

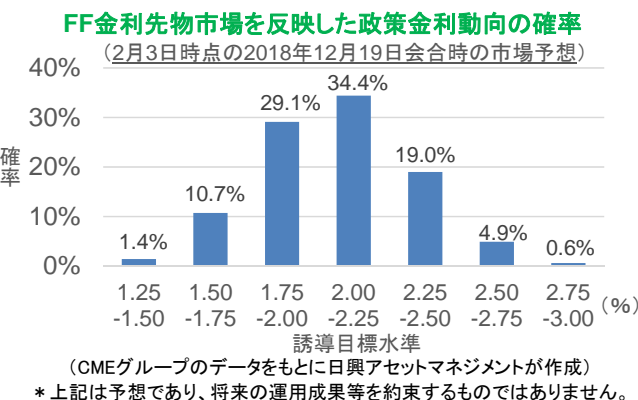
2018年は、基本的に景気が順調に拡大し、株式にとって良い年になるとみている。金利は緩やかな上昇となり、クレジット・リスクの改善期待から社債投資などにも良い環境となろう。ただし、雇用統計など景気指標のみならず、中央銀行の政策や政策担当者の発言内容により、ボラティリティが高まることが考えられる。



世界経済フォーラム(通称ダボス会議)での黒田日銀総裁の発言(1月26日)が、金融緩和政策の正常化を連想させて一時的な円高につながったことなどが典型例だ。市場には、日銀が資産買い入れのペースを遅くしている(ステルス・テーパリング)との疑念も残り(日銀スタッフは実務的問題で政策変更ではないとコメント)、市場参加者が十分織り込んでいない日本の物価上昇と日銀の政策変更の可能性が話題となっていた。1月の為替市場では、米国の長期金利が上昇傾向にある中、日銀は政策変更をせず、金利水準が安定していたにも拘わらず、日本の物価や日銀の政策変更の可能性ばかりを取り沙汰したことは、「市場がばらばらに反応」した典型例

といえる。また2月2日に発表された米雇用統計は雇用も賃金も良い結果で、「雇用拡大→賃金上昇→消費拡大→世界の貿易拡大」の強いトレンドが確認されたが、利上げスピードが速まって経済成長が鈍化するとの懸念から株値は下落した。

2018年のリスクは中央銀行と市場の『不』合意



18年に入って景気指標はおおむね改善し、米国では法人税率引き下げが決まったこともあり、将来見通しも改善している。米長期金利は17年末に2.4%程度であったが、2月初は2.8%を超えた。1月の米株値は堅調だったが、2月は金利上昇(水準というよりも)のスピードが速すぎるとの懸念から株安に転じた。

今年のリスクは、いまのところ、順調な市場金利や物価見通しの中、市場の利上げペースの想定と、FRB(米連邦準備制度理事会)の実際の利上げペースや日銀の政策変更とが、互いに合意できない『不』合意だ。例えば、左図が示すように、市場参加者による今年の米国の利上げ回数のコンセンサスは、64%程度

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

の確率で2~3回(上限は2.00~2.25%)すると置いている。

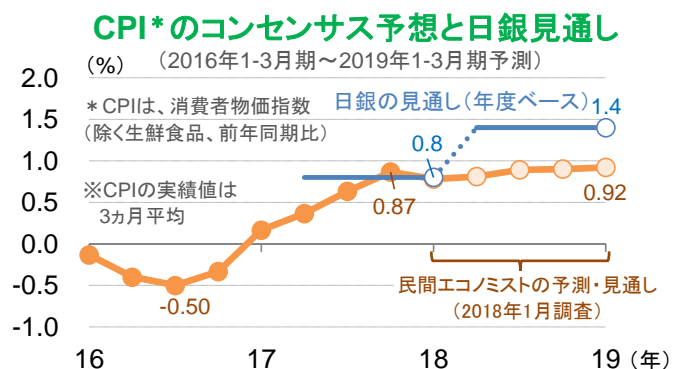
CME(米国の先物取引所)に示される見方に従えば、市場は3月の利上げを77.5%の確率で見込んでいるので、3月に利上げされても混乱は小さいだろう。しかし、5月の利上げはほとんど想定されていないので、仮に実施されることになれば、市場は驚かされることになる。3月に次いで6月の利上げの可能性は56.7%織り込まれている。しかし9月に3回目以上の利上げとなる可能性は38.3%しか織り込まれていない。12月に4回目以上となる利上げの可能性は24.5%と低水準の織り込みだ。FOMC(米連邦公開市場委員会)のボードメンバーは本年中に4回の利上げを想定(予想というよりも目標だが)しているにも関わらず、市場はそれを確かなことと想定していない。このような状況では、政策変更そのものだけでなく、中央銀行高官の発言などが不必要に重視されて、市場がぶれやすくなる。

※確率は、すべて2月3日時点のFF金利先物市場からの推定

日銀については、1月23日の政策決定会合で政策変更は行わず、黒田総裁は変更の可能性の火消しに徹したし、円高に市場が反応したダボス会議での発言後も、政策変更を意味しないとのメッセージを打ち出していた。そもそも、日銀総裁の意志よりも物価上昇が実際に起こるかどうかが問題だ。仮に2017年の実質輸出の増大を通じた需要増が、人手不足などの供給制約環境下で、いよいよ18年の市場の想定以上の物価上昇をもたらすとすれば、市場の想定以上の長期金利の上昇やETF買い入れ規模の縮小などが起こることはありうる。金利正常化が経済の腰を折るわけではないが、『不』合意が一時的に市場のボラティリティを高める恐れはある。

FRB や日銀は、景気が良くて物価が上がることを確認してから金融政策を正常化

くれぐれもFRBも日銀も景気を悪化させたいわけではないし、過熱を冷ます必要があるタイミングでもないことを忘れて欲しい。米国は金融政策の正常化に向かっていているといえそうだが、日本はデフレ懸念がまだまだ根強く、消費税増税を前に設備投資などが悪化するような金融政策をとる必要はない。気にすべきポイントは、17年に景気が良くて物価が上がらなかった分、18年には景気よりも物価の上昇が早くなる恐れがあることだ。



日本では、日銀が18年に向かって物価が上昇すると想定(目標)しているとしても、市場の見通しはそれほど物価上昇に強気ではない。市場の見通しは、おそらく0.8%程度の物価上昇(消費税の影響を除く)であって、2%に向かって力強く進むとは想定しないだろう。

しかし、仮に物価が思った以上に上昇して日銀の想定に近づけば(経済にはそのほうが良いのだが)、市場と日銀の認識は、ずれてしまう。一時的とはいえ、市場のご機嫌は悪くなり、リスク資産の価値は低下しやすくなる。

(日本経済研究センターなどの情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)
*上記は過去のものおよび予測・見通しであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

このように、市場と中央銀行が互いに合意できないことは、これまで何度も起きていたが、少なくとも、過熱を冷ます局面でないときには、結局のところ中央銀行の景気や物価の見通しに実際の指標が追いついていくことで、市場と折り合いをつけてきた。仮に、中央銀行が景気回復の確認ができないほどに悪い指標が続けば、政策を緩和的に戻すなどの対応を期待できる。だから、市場が荒れたとしても、通常は一時的なものに終わると期待できるのだ。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official