

# 市場コメント

『間違った道を素早く不注意に進むより、正しい方向にゆっくり慎重に進むほうがよい』

~イスラエルモア・アイヴォル

FRBは8月下旬のジャクソンホール講演で、金融引き締めを継続するという一貫したメッセージを改めて強調した。一方で、米国のインフレ率はようやく低下の兆しを見せ、また、世界経済の成長率は今年に入って低下しており、今後も減速の一途をたどる様相を呈している。各国中央銀行が現在直面している課題は、パンデミックと欧州での戦争という特異な局面に対応する政策を策定することだ。しかし、当社は、各国中央銀行は適切に対応し、いったん信頼が回復すれば、市場は明るい将来を織り込み、急速に再調整されるものと楽観視している。

## 要旨

- 米国のインフレはピークアウトした。
- 住宅市場と物価の減速が続く中、消費者心理と消費支出が低迷しているため、金融引き締めの必要性は低下する可能性がある。
- 在庫増加が製品価格を下押ししており、企業の成長見通しは当面軟調が続く見込み。
- 保守的なバランスシート管理に加え、2022年に入って高い成長が続いていることで、企業は景気鈍化を乗り切ると予想される。
- 深刻な景気後退の脅威が残っているのは確かだが、足もとのリスク市場はFRBによる過度な引き締めを既に織り込んでいると思われる。
- インフレ率の低下は、すべての金融資産にとって下支えとなるだろう。



S.ケネス・リーチ  
最高投資責任者(CIO)

## 市場コメント

最高投資責任者(CIO)ケン・リーチ

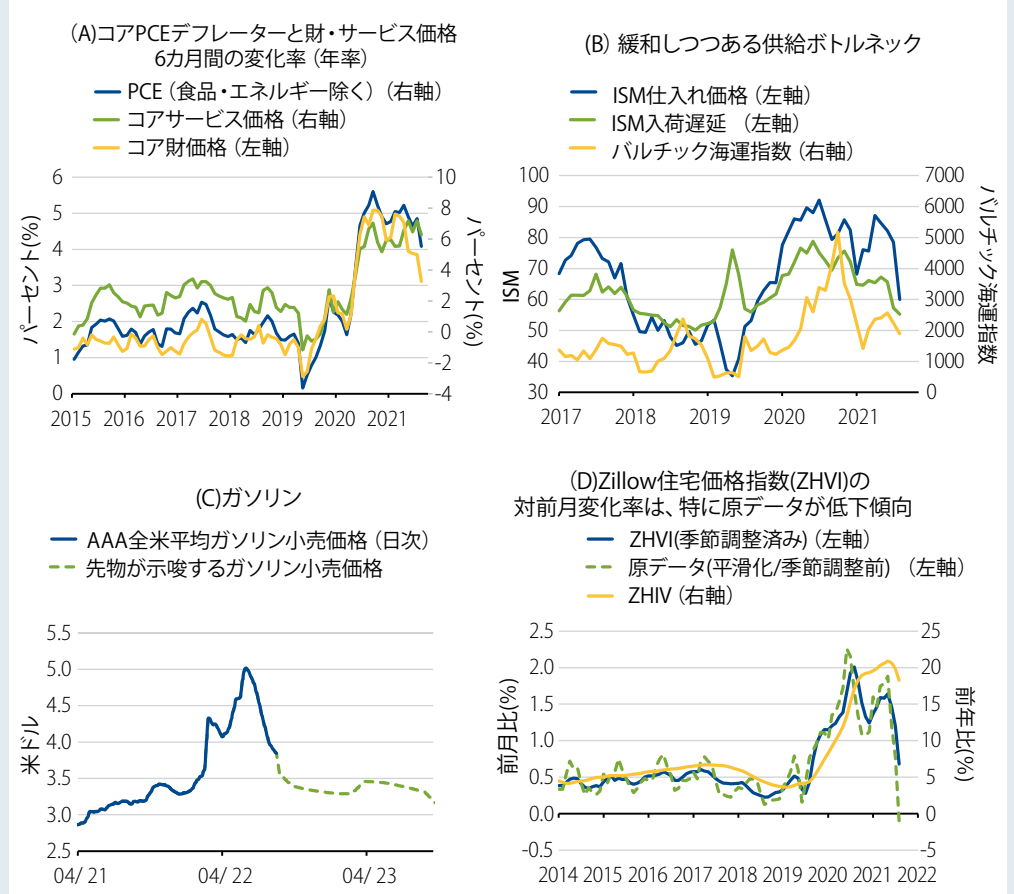
『間違った道を素早く不注意に進むより、正しい方向にゆっくり慎重に進むほうがよい』

～イスラエルモア・アイヴォル

「...政策当局が政策金利を長期にわたって引き締め寄りに維持し、インフレ率を徐々に低下させたいと考えている...」

**米**国のインフレはピークに達し、今年の世界経済成長率は著しく減速し、潜在成長率の低下は、こうした傾向が続くことを示唆している。ジャクソンホールのシンポジウムでは、米国インフレ率の低下傾向を維持していくというFRBの決意が改めて表明された。なお、パウエル議長の講演は、この過程で「痛み」を経験する可能性が高いとの発言が報道で大きく取り上げられたが、それ以外の点では、**新鮮味のないものだった**。また、FRB高官が繰り返し述べているのは、インフレが容認できないほど高いということだ。ただし、より重要なのは、政策当局が政策金利を長期にわたって引き締め寄りに維持し、インフレ率を徐々に低下させたいと考えていることだ。金融政策とその効果にはタイムラグがあるため、利上げと米国債をはじめとする債券利回り上昇の影響により、さらなる引き締め効果をもたらすことになるだろう。インフレ率が低下傾向にあることが明らかになった今、政策金利を当面3.50-3.75%に維持することが、合理的な基本シナリオであると思われる。

図 1: やわらぐインフレ圧力



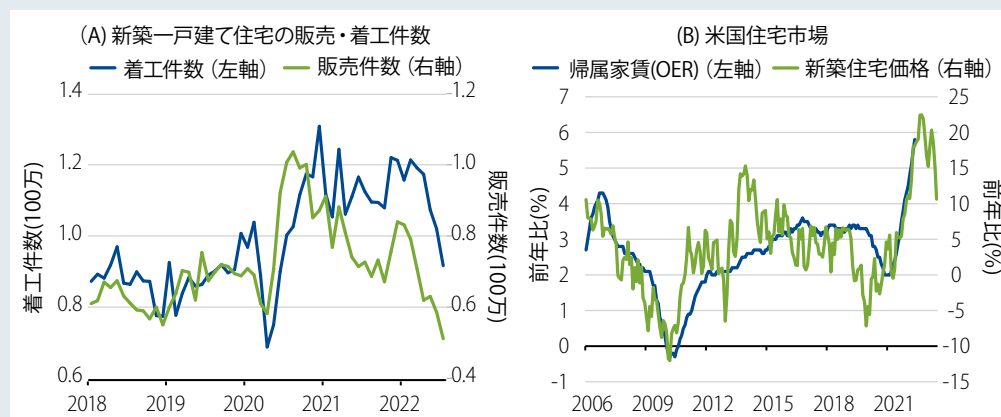
出所: (A)BEA (B,C)ブルームバーグ (D)Zillow 2022年7月31日現在

「...政策金利を当面3.50-3.75%に維持することが、合理的な基本シナリオであると思われる。」

インフレをめぐる議論での喫緊の課題の1つは、指標として、急激に減速しているインフレ先行指標を参照するのか、それともより注目されているものの遅行指標になりがちな消費者物価指数(CPI)や個人消費支出(PCE)のインフレ指標を参照するのかということだ。図1にさまざまなインフレ指標を示している。コアPCEは財、サービスと同様、ここに来てようやく下がってきた。供給ボトルネックは大幅に緩和されつつあり、エネルギーと食品の価格は低下している。また、不動産データベースZillowが最近発表した数値は、住宅価格も下落していることを裏付けている。

ここで重要なポイントは住宅市場である。住宅価格の高騰は、OER(帰属家賃)の上昇のように公的な統計ではまだ続いている。しかし実際には、新築住宅の販売と着工件数は急減し、価格は横ばいが続いている(図2)。住宅市場の低迷が続けば、消費者の心理と支出も低迷が続き、金融引き締め政策の必要性も徐々に低下するだろう。

図2：住宅販売の動向と価格の下落

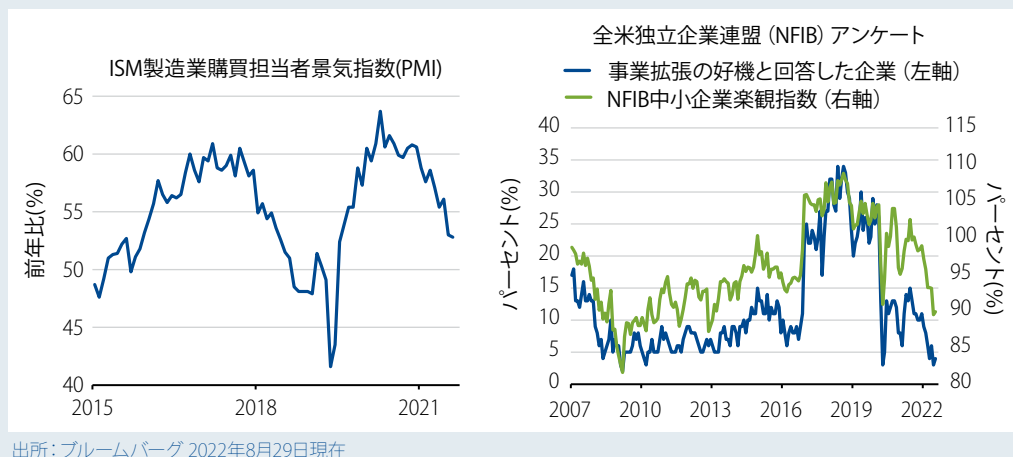


出所：(A)国勢調査局 (B)ブルームバーグ 2022年7月31日現在

同様に、企業の成長見通しも低調に推移する可能性が高い。在庫は大幅に増加し、財価格には下方圧力がかかっている。ISM製造業購買担当者景気指数(PMI)は企業の景況感とともに下降に転じた(図3)。一方、サービス業界は、コロナ禍の低迷からの反動もあり、堅調に推移している。幸い、キャッシュフローと収益はそれなりに持ちこたえている。現在、多くの企業のクレジット指標が健全な水準にあるのは、バランスシートの保守的な管理と2022年に入って高い成長が続いている結果である。リスク資産のリプライシングは、FRBの引き締めサイクルから生じる懸念を反映している。しかし、足もとのクレジット指標は、このような破綻シナリオとは大きく異なっている。経営陣は積極的に償却を進め、レバレッジは低水準を維持しているほか、フリーキャッシュフロー創出とキャッシュポジションは上昇している。当社は、企業は景気減速をおおむね乗り切れると見ている。

もちろん、より懸念されているのは、深刻な景気後退に陥ることである。そうした懸念を背景に、リスク市場では、FRBの過度の引き締めが深刻な景気後退を引き起こす可能性を再び織り込みつつある。FRBのこれまでの金融政策とその結果を踏まえると、過度な引き締めが深刻な景気後退につながる点は無視できない。これに至る過程において、重要なのはFRBの時間軸である。とりわけ、金融引き締め政策の下では、インフレ率は徐々に低下する可能性が極めて高い。FRBがインフレ指標として好んで用いるPCE総合価格指数とPCEコア価格指数はつい最近下がり始めた。しかし、金融市場は引き締め状態にあり、依然イールドカーブでは逆イールドが生じている。

図3: 軟化する製造業の製品価格と景況感



3年をかけてコアインフレ率を低下させることは合理的であり、極端に現実離れた目標ではない。

この点で参考になるのが、ウィリアムズFRB副議長の発言だ。3年をかけてコアインフレ率を低下させることは合理的であり、極端に現実離れた目標ではない。政策金利は引き締め方向に維持する必要があるが、おそらく過度に引き締める必要はないだろう。6カ月間のPCEコア価格指数は既に年率で4.1%に低下しており、2022年末までに4%以下に、2023年末までに3%以下にするという目標は十分に達成可能だと思われる。現在の政策方針が維持されるのであれば、ベースケースでの想定以上に利上げをする必要はないだろう。

おそらくパウエル議長が何度も言及したことがきっかけとなり、多くの専門家が、1980年代初めにボルカー元FRB議長による急激な引き締め後に生じた深刻な景気後退を指摘している。しかし、その当時と現在では状況が大きく異なる。当時1980年時点において、インフレ抑制に取り組んでから既に20年程度が経過していた。インフレ期待は何年もかけて徐々に高まっていたため、そうした定着したインフレ心理を変えるには厳格な対応が必要だった。初期段階で景気後退の痛みを伴ったにもかかわらず、インフレとの戦いは長期にわたり複数の景気サイクルにわたり繰り返された。重要な点は、各景気サイクルのインフレのピークは前回よりも低くなり、また景気の谷も浅くなり、徐々に改善がみられたことだ。2桁台のコアインフレ率は、2000年代初頭までに、FRBの目標水準である2%に向かって着実に低下していった。

一方、現FRBの課題は、パンデミックとウクライナ戦争という偶発的な事態への対応策を練ることである。インフレ期待が上昇してまだ2年しか経過していない。コアインフレ率は時間をかけて2%に戻すことが可能であり、またそうする必要がある。ただし、このプロセスに対する信頼感が回復すれば、市場は将来の不透明性の低下を織り込み、急速に再調整されるだろう。

ボルカー元議長の議論は、短期金利の上昇と深刻な景気後退に見舞われた最初の数年間が中心となっていることが多いのは興味深い。もう一つ考慮すべき点は、ボルカー政策の直後の金融環境だけでなく、長期的な金融環境である。具体的には、デスインフレ、債券の並外れたリターン、リスク資産にとっては激動の時代が続いた。現在、インフレの大幅な低下への道筋が見えてきたが、その道のりは平坦ではなく、時間も要するだろう。しかし、市場は将来を織り込むものであり、インフレ率の低下はすべての金融資産にとって下支えとなるだろう。

ウエスタン・アセットについての詳細は、当社ウェブサイト[www.westernasset.co.jp](http://www.westernasset.co.jp)をご覧ください。

## リスク・ディスクロージャー

投資一任契約および金融商品に係る手数料(消費税を含む)：

投資一任契約の場合は運用財産の額に対して、年率1.1%(税抜き1.0%)を上限とする運用手数料を、運用戦略ごとに定めております。また、別途運用成果に応じてお支払いいただく手数料(成功報酬)を設定する場合があります。その料率は、運用成果の評価方法や固定報酬率の設定方法により変動しますので、手数料の金額や計算方法をこの書面に記載することはできません。投資信託の場合は投資信託ごとに信託報酬が定められておりますので、目論見書または投資信託約款でご確認下さい。

有価証券の売買又はデリバティブ取引の売買手数料を運用財産の中からお支払い頂きます。投資信託に投資する場合は信託報酬、管理報酬等の手数料が必要となります。これらの手数料には多様な料率が設定されているためこの書面に記載することはできません。デリバティブ取引を利用する場合、運用財産から委託証拠金その他の保証金を預託する場合がありますが、デリバティブ取引の額がそれらの額を上回る可能性があります。その額や計算方法はこの書面に記載することはできません。投資一任契約に基づき、または金融商品において、運用財産の運用を行った結果、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により、損失が生ずるおそれがあります。損失の額が、運用財産から預託された委託証拠金その他の保証金の額を上回る恐れがあります。個別交渉により、一部のお客様とより低い料率で投資一任契約を締結する場合があります。

© Western Asset Management Company Ltd 2022. 当資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウエスタン・アセット」という)に帰属するものであり、ウエスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。当資料は情報の提供のみを目的としており、作成日におけるウエスタン・アセットの意見を反映したものです。ウエスタン・アセットは、ここに提供した情報が正確なものであるものと信じておりますが、それを保証するものではありません。当資料に記載の意見は、特定の有価証券の売買のオファーや勧誘を目的としたものではなく、事前の予告なく変更されることがあります。当資料に書かれた内容は、投資助言ではありません。ウエスタン・アセットの役職員及び顧客は、当資料記載の有価証券を保有している可能性があります。当資料は、お客様の投資目的、経済状況或いは要望を考慮することなく作成されたものです。お客様は、当資料に基づいて投資判断をされる前に、お客様の投資目的、経済状況或いは要望に照らして、それが適切であるかどうかをご検討されることをお勧めいたします。お客様の居住国において適用される法律や規制を理解し、それらを考慮する責任はお客様にあります。

ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・DTVM(Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários)リミターダ(ブラジル、サンパウロ拠点)はブラジル証券取引委員会(CVM)とブラジル中央銀行(Bacen)により認可、規制を受けます。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・ピーティーワイ・リミテッド(ABN 41 117 767 923)(オーストラリア、メルボルン拠点)はオーストラリアの金融サービスライセンス303160を保有。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・ピーティーイー・リミテッド(シンガポール拠点)は、キャピタル・マーケット・サービス(CMS)ライセンス(Co. Reg. No. 200007692R)を保有し、シンガポール通貨監督庁に監督されています。ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社(日本拠点)は金融商品取引業者として登録され、日本の金融庁の規制を受けます。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・リミテッド(英国、ロンドン拠点)は英金融行動監視機構(FCA)により認可され(FRN145930)、また規制を受けます。当資料は英国においては、FCAに定義された「プロフェッショナルな顧客」のみを対象とした宣伝目的に使用されるものです。また、許可を得ている特定の欧州経済領域(EEA)加盟国を対象とする場合があります。最新の承認済みEEA加盟国のリストについては、ウエスタン・アセット(電話:+44 (0)20 7422 3000)までお問い合わせください。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類： 金融商品取引業者(投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)

登録番号： 関東財務局長(金商)第427号

加入協会： 一般社団法人日本投資顧問業協会(会員番号 011-01319)

一般社団法人投資信託協会