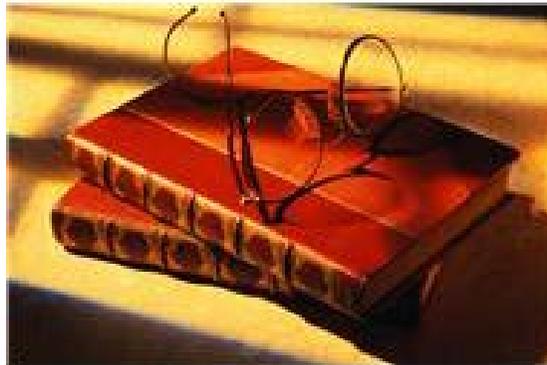


The Dealer's View

December 2, 2015



大和証券株式会社
金融市場調査部

FEDの利上げが目前に

- 米国では12月FOMCでの利上げの可能性が高まっている。今回はFED利上げ特集。
- 2015年を振り返ると、米国の利上げに経済・マーケットが耐えられるのか、一喜一憂する展開が続いた。

■12月利上げが行われると・・・?

基本構図
過剰流動性と景気回復期待の合計値

今回のテーマ

米国利上げ



ここ数年の合言葉: ゴルディロックス相場

金融緩和によって回復をサポート

景気回復期待

金融危機後の緩やかな回復が続く

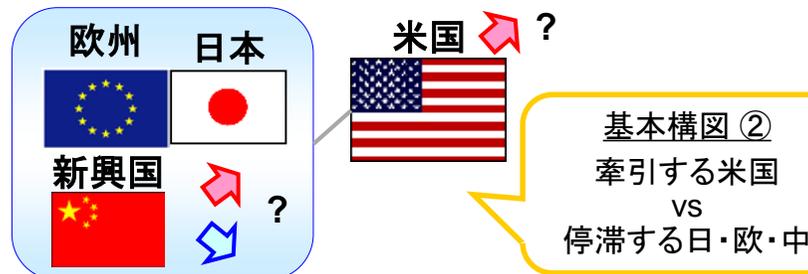
過剰流動性

金融緩和によるサポートが続く

→FED利上げに経済・マーケットが耐えられるのか、注目が集まる

2015年のテーマ ①

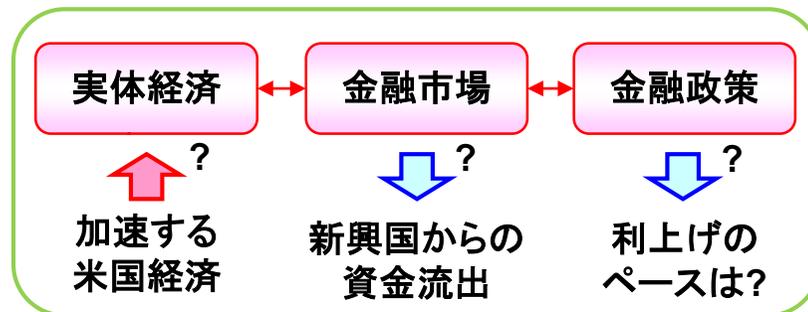
米国がグローバル経済をけん引できるのか
停滞する日・欧・中が米国の足を引っ張るのか



基本構図 ②
牽引する米国
VS
停滞する日・欧・中

2015年のテーマ ②

FEDが利上げに向かう→ 過剰流動性は縮小?
金融市場(特に新興国)はバランスを保てるのか



2015年の相場の2大テーマは米国利上げと中国減速です。今年を振り返ると、FEDが利上げを模索する中、経済・マーケットは耐えられるのか、一喜一憂する展開でした。今回は特別号として、FEDの利上げが意味するものとは?というテーマを探っていきます。

12月利上げの可能性大

- 10月FOMCでは、12月での利上げを前提とした議論が行われていた。
- 懸念の筆頭であった雇用市場は、FOMC後に公表された指標が強かった。12月利上げの可能性が高い。

■10月FOMC: 12月利上げ前提の議論

- ✓ 9月FOMC声明文
「今の政策金利水準をどれだけ継続するかを判断する上では、FOMCは最大雇用、インフレ+2%安定目標への進捗と見通しの両者を検討する」
- ✓ 10月FOMC声明文
「**次回会合(注: 12月FOMC)での利上げが適切か判断する上では、FOMCは最大雇用、インフレ+2%安定目標への進捗と見通しの両者を検討する**」

最大雇用

FEDの
2つの目標

インフレ+2%安定

8・9月に失速

10月FOMC
時点での状況

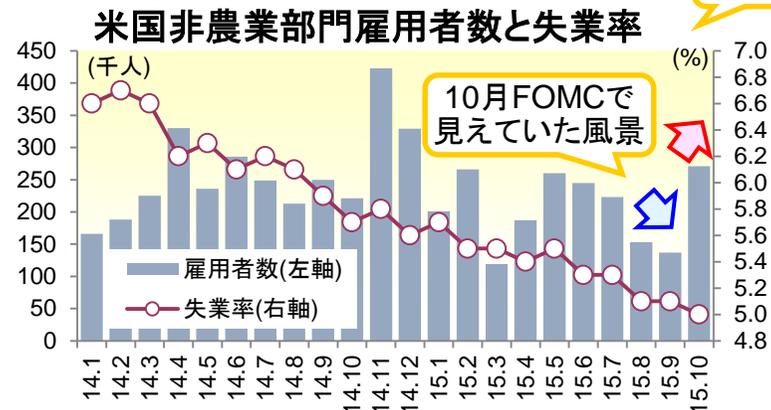
インフレはゼロ近辺

一時的なものか？
今後の改善が
台無しになるような
状況なのか？

+2%目標へ緩やかに
戻る見通したが、
委員の多くはまだ
十分な自信が得られず

→雇用・インフレの状況を確認したいと様子見することに

■10月雇用統計は逆転ホームラン



- ✓ ボストン連銀ローゼングレイン総裁
「経済が予想通りに改善し続ける限り、12月を含む将来のFOMC会合すべてが利上げに適切なタイミング」
- ✓ サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁
「米経済は長年成長を続けている。経済データがそうした条件と整合すれば、利上げ開始の非常に強い根拠」
- ✓ ニューヨーク連銀ダドリー総裁
「金融政策正常化の開始に向けてFOMCが設定した条件が近く満たされる可能性は十分にある」

(出所) 米国労働省より大和証券作成

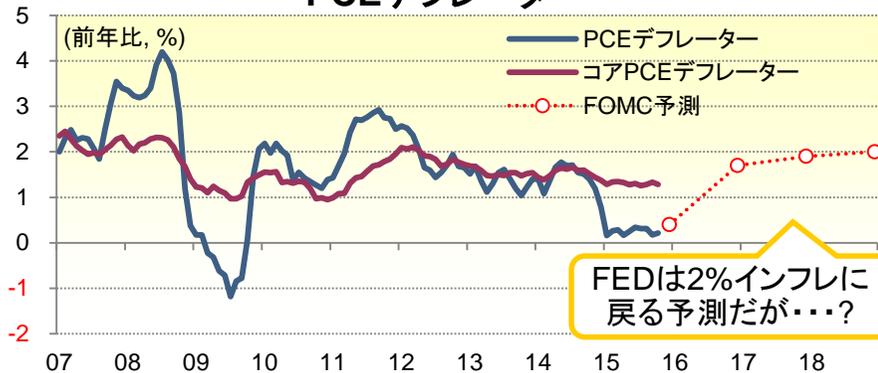
→雇用市場からはゴーサインが点灯

10月FOMCで最大の懸念となっていた9月の雇用市場減速は、10月の堅調な結果が暗雲を吹き飛ばし、12月利上げにゴーサインが点灯することとなりました。その後FEDメンバーからも、12月利上げに前向きな発言が続いています。

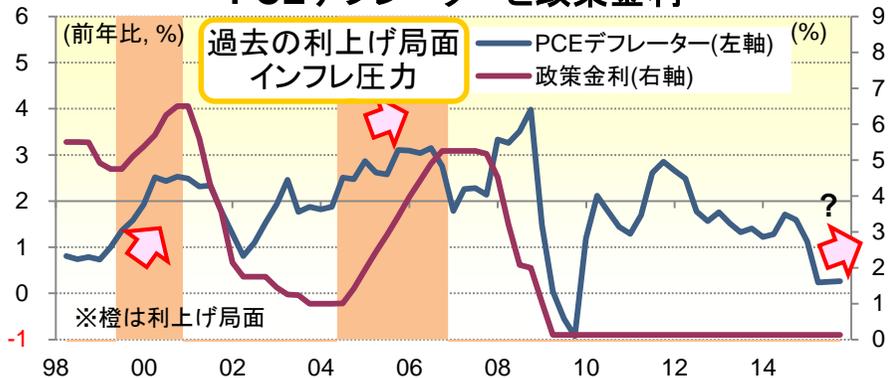
インフレ低いけど大丈夫?①

- 全てが利上げに向けて青信号というわけではない。米国のインフレの展開にはダウンサイドリスクが高まっている。
- ドル高・コモディティ安がインフレを押し下げている。コモディティ安にはドル高の影響も。

■インフレにはダウンサイドリスク PCEデフレーター



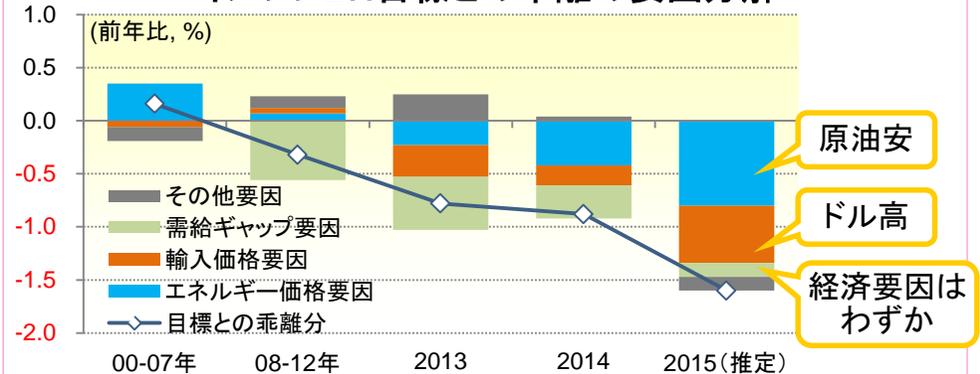
PCEデフレーターと政策金利



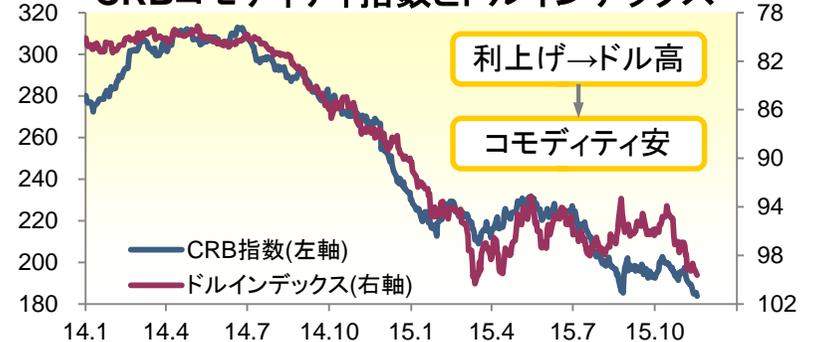
→利上げに踏み切ってもインフレ2%に戻るのか?

■ドル高・コモディティ安の影響

インフレ2%目標との乖離の要因分解



CRBコモディティ指数とドルインデックス



→ドル高がFEDを悩ませる

FEDの二つの目標のうち、雇用についてはゴーサインが点灯していますが、インフレについては黄色信号が点滅しています。ドル高・コモディティ安が影響しており、ドル高がインフレを抑制する影響が大きいと、FEDは利上げに及び腰になってしまいます。

インフレ低いけど大丈夫?②

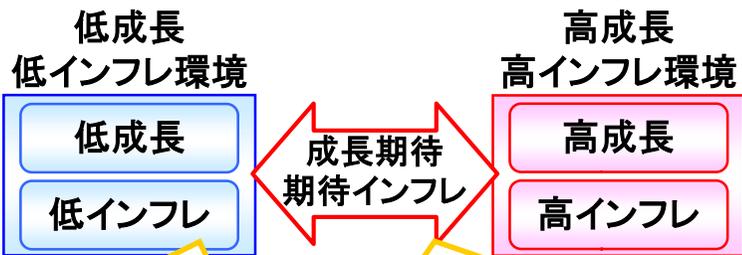
- インフレ+2%目標への条件に、「期待インフレの安定」も含まれる。家計の期待インフレには低下の兆候が見られる。
- ECBは期待を高く保つため、追加緩和を実施する見込み。FEDにとってユーロ安・ドル高はリスクを一段と高める。

■インフレ+2%目標に向けての条件

10月FOMC: インフレ+2%の合理的自信が得られるには

- ① 経済活動が資源の未活用を解消するのに十分な回復ペース
- ② ドル高・コモディティ安の影響が徐々に剥落すること
- ③ 長期的な期待インフレが安定していること

ここもとマーケットや家計の期待インフレに低下の兆し...



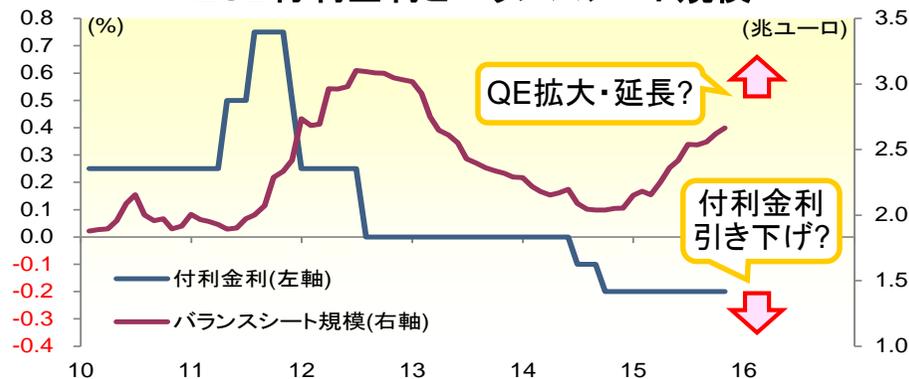
日本はバブル崩壊後こちらに移ってしまった

一度人の行動が変わってしまうとなかなかすぐには抜け出せない

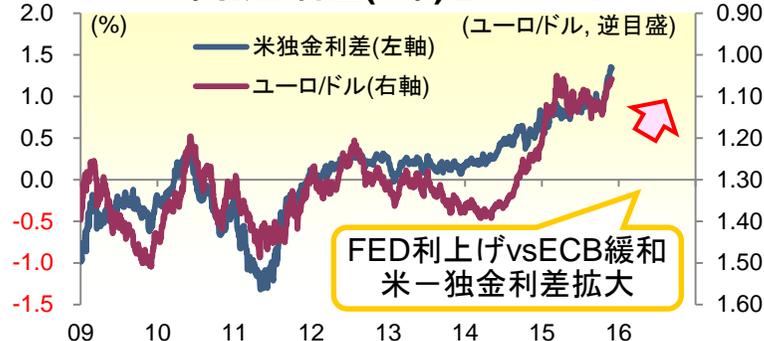
→期待インフレ低下は低成長・低インフレのリスク

■ECBは追加緩和を実施見込み

ECB付利金利とバランスシート規模



米独金利差(2年)とユーロドル



(出所) ECB、Bloombergより大和証券作成

→ECB追加緩和はFEDにとって諸刃の剣

リスク資産にとっては、期待インフレ低下による「日本化」シナリオが最も恐ろしい展開です。人々の成長・インフレの期待が低下すると、投資を冷やしてしまうリスクがあります。ECBの追加緩和は、過剰流動性増加の一方、ドル高にもつながり、FEDには諸刃の剣です。



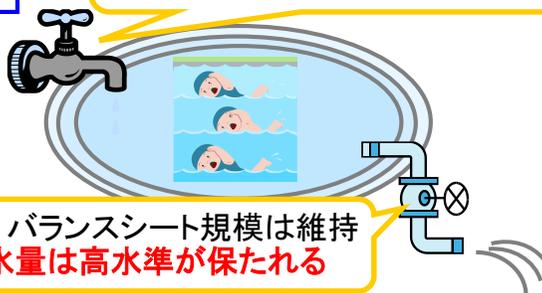
利上げは引き締めにあらず

- FEDは利上げに踏み切るものの、バランスシートの規模は維持する。過剰流動性のプールは高水準が保たれる。
- ゼロ金利制約のため、中央銀行はリスク資産を押し上げるやり方を導入。出口戦略では金融市場への配慮が必要。

■ 過剰流動性のサポートは続く

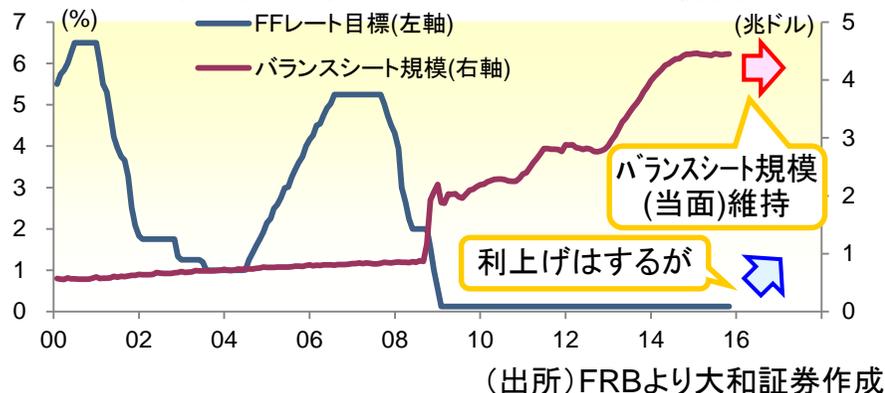
過剰流動性の
プール

QE → 過剰流動性を注ぎ込んで
資産価格を上げる



利上げはするが、バランスシート規模は維持
まだプールの水量は高水準が保たれる

米国政策金利とFRBバランスシート規模



→まだ過剰流動性がじゃぶじゃぶの状況は続く

■ 出口戦略では金融市場への配慮が必要

実体経済

政策金利をゼロまで下げても
金融緩和の効果が足りない……

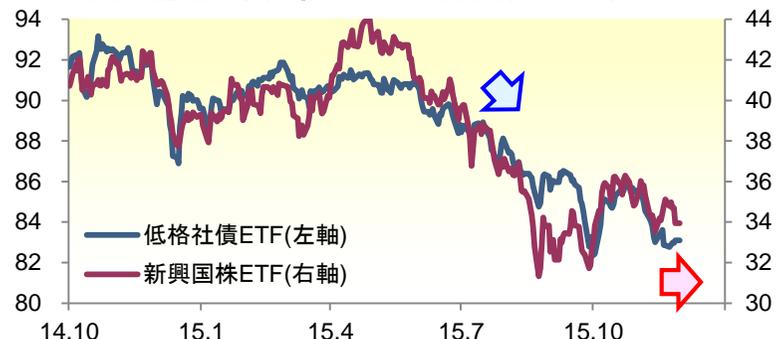
金融市場

QE政策→株高などリスク資産が
経済にとってプラスに働く

金融政策

QE政策の成果を台無しにしないため
出口戦略は金融市場に十分配慮する

米国低格付社債ETFと新興国株式ETF



→マーケットも利上げへの準備が整った

FEDの利上げがすぐに金融引き締めを意味するわけではありません。リーマンショック以降、中央銀行は過剰流動性をじゃぶじゃぶにしてリスク資産を押し上げるやり方を導入しました。出口戦略においては、これまでの成果を台無しにしないため、金融市場に十分配慮します。



利上げのペースは緩やかに①

- 今後のメインシナリオは、「緩やかな成長+金融緩和のサポート継続」。リスク資産にとっては一番心地よい環境。
- 最も恐ろしい低成長・低インフレシナリオに対しても、FEDはきっちりと対策を打てるよう準備している。

■IMFの3つのシナリオ

IMF10月金融安定報告書

金融正常化シナリオ

中長期的成長も高まる
金融正常化が完了

メインシナリオ

緩やかな(物足りない)成長が継続
現行の政策サポートが継続

グローバル金融混乱シナリオ

成長鈍化、政策への信認低下
金融市場が混乱

①業績相場

過剰流動性 景気回復期待



②ゴルディロックス

過剰流動性 景気回復期待



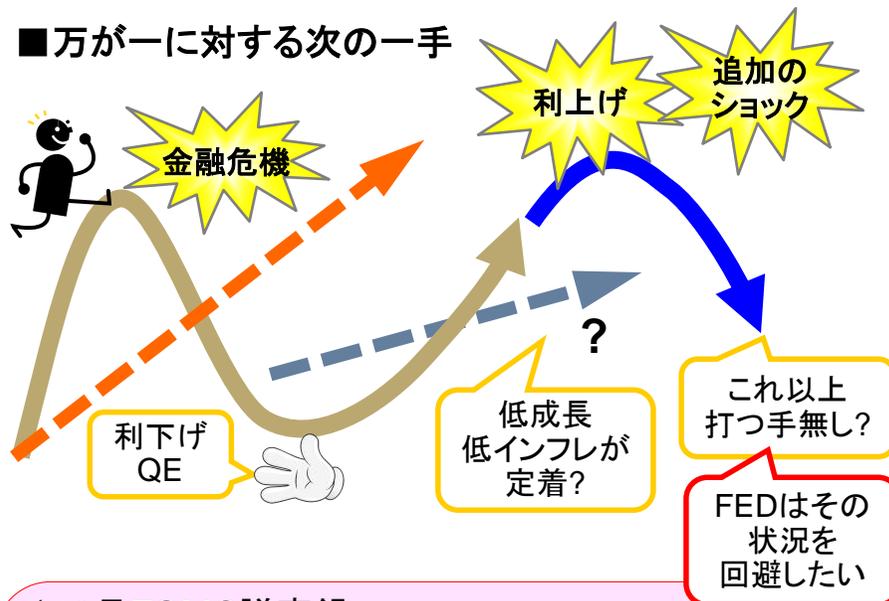
③最も恐ろしい

過剰流動性 景気回復期待



→緩やかな成長だからこそ緩和サポートも長く続く

■万が一に対する次の一手



- ✓ 10月FOMC議事録
「一部の参加者は今後景気後退に陥った際に利用できる**追加の政策手段**を持ち合わせておくことが賢明だと指摘した」
- ✓ イエレンFRB議長(2015/11/4)
「景気が著しく悪化するならば、**マイナス金利を含む全ての選択肢が検討されることになる**」

→ダウンサイドリスクに対するFEDプットは健在

過去の引き締め局面と比べると、今回の利上げのペースは緩やかなものとなる見込みです。それは成長ペースが緩やかなものに留まるため、サポートを長く続ける必要があるからです。万が一の場合も、これ以上打てる手がないわけではないと、FEDは強調しています。

利上げのペースは緩やかに②

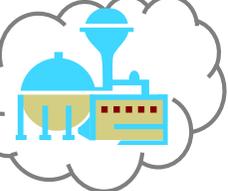
- FEDが参考にするのが、「均衡金利」。企業家がこの水準ならお金を借りて投資したいと思う金利水準のこと。
- 成長が高まるにつれて投資が増えれば、均衡金利も緩やかに上昇。利上げはそれに歩調を合わせたペースで。

■FEDが参考にする「均衡金利」

✓ イエレンFRB議長(2015/3/27)
「今後緩やかに実質**均衡金利**が上昇していくとみられ、その上昇に歩調を合わせて利上げを進めるのが適切だ」

お金を
借りたい人

ビジネス
チャンス



中央銀行利下げ
→借入れコスト低下
→投資が伸びるような環境に

金利

利下げ
金融緩和

借入れコスト > 利益率
→ 投資は見送り

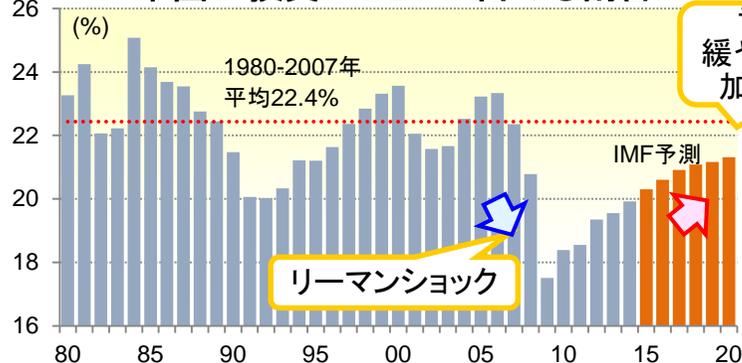
企業の見込む投資の利益率
≒ **均衡金利**

借入れコスト < 利益率
→ 投資を実行

→お金を借りたい人と貸したい人のバランスが
取れる金利水準を目安に緩和的な環境を保つ

■利上げは投資の増加につれて

米国の投資がGDPに占める割合



米国均衡金利と実際の政策金利(実質ベース)



(出所)IMF、FRB、ニューヨーク連銀より大和証券作成

→緩やかな投資の伸び、緩やかな利上げのペース

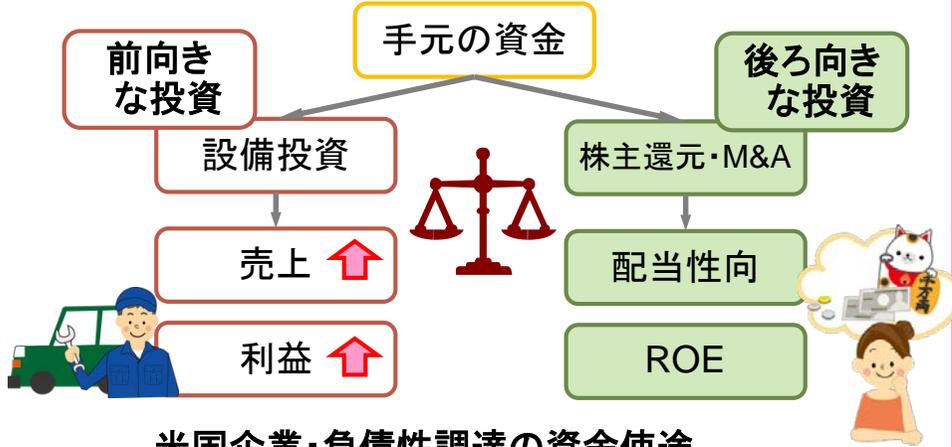
金利が上がるのは、「お金を借りたい人 > お金を貸したい人」のバランスになった時です。
FEDは「均衡金利」を参考に、お金を借りて投資したい人の勢いを測っています。
投資が緩やかにしか加速しないので、利上げもそれに歩調を合わせたペースになります。



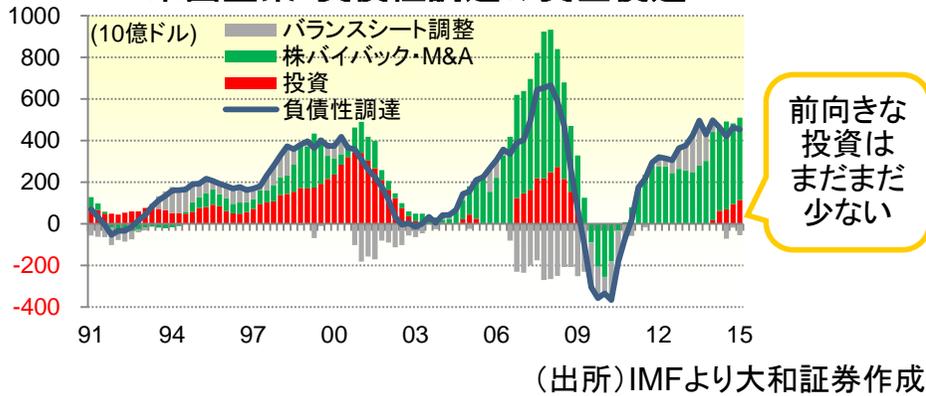
企業の合理的行動・・・前向きな投資を手控える

- 投資が昔ほど勢いよく伸びないのは、企業の成長期待が低下しているため。前向きな投資が手控えられている。
- 設備投資の伸び悩みは、労働生産性低下にもつながる。労働生産性が伸び悩むと、賃金も伸び悩む。

■設備投資よりも株主還元・M&A

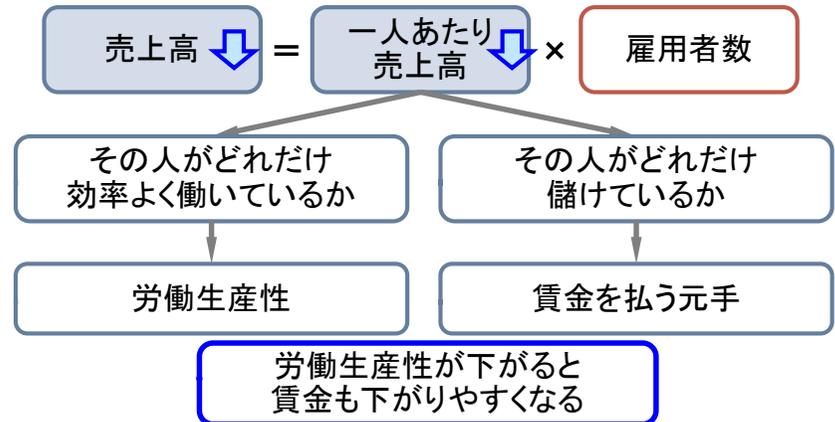


米国企業・負債性調達資金の資金用途



→企業の合理的行動は経済全体にとって困ったことに

■労働生産性の低下



→賃金の伸び悩みにもつながる

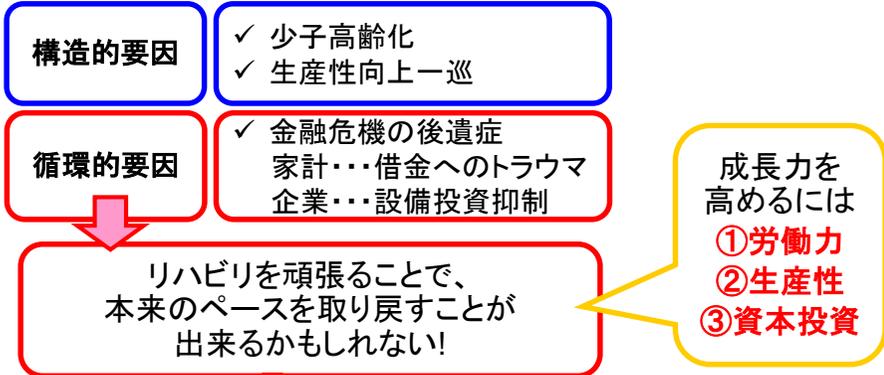
企業の行動は経済にとって重要です。彼らが今後の経済にビジネスチャンスを感じなければ、設備投資や、雇用・賃金が抑制されてしまいます。投資が抑制されると生産性も伸び悩み、それが賃金の伸び悩みにつながると、個人消費も抑制されるという悪循環に陥ります。

成長力を高めたい

- FEDの最終目標は明るい米国経済を取り戻すこと。そのために今できることは、緩和のサポートを続けること。
- 雇用市場を一時的に加熱させることで、設備投資や労働生産性を取り戻す。

■期待が低下した理由は？

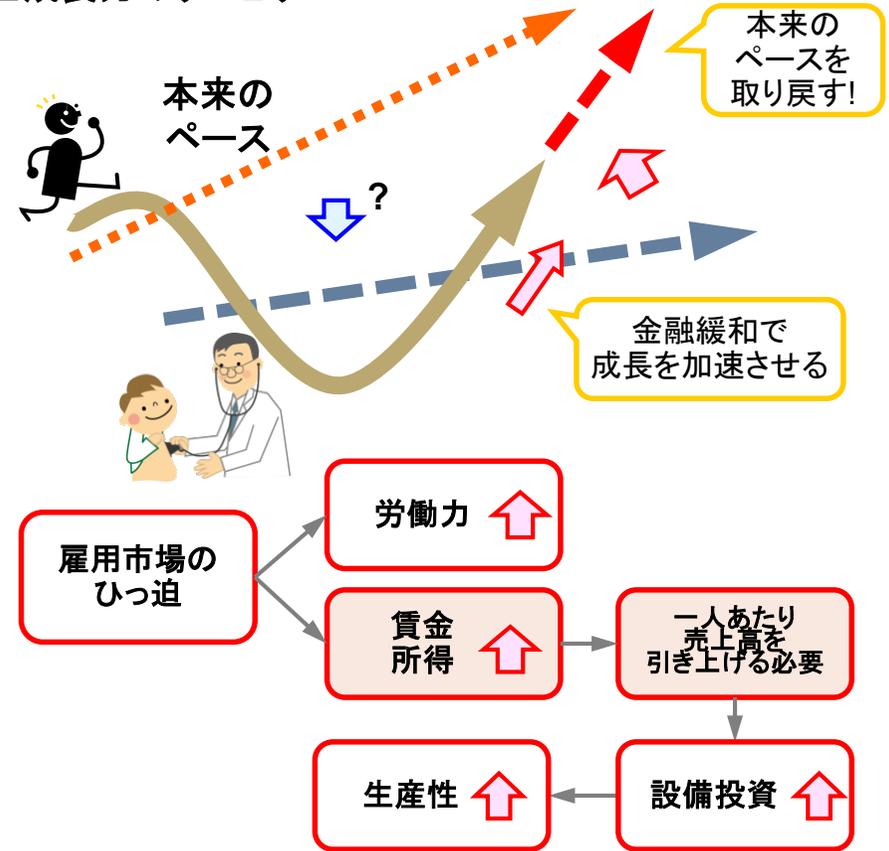
米国CEOサーベイ・今後1年間のGDP成長率予測



(出所)ビジネスラウンドテーブルより大和証券作成

→全部では無くとも、元に戻るものもある

■成長力のリハビリ



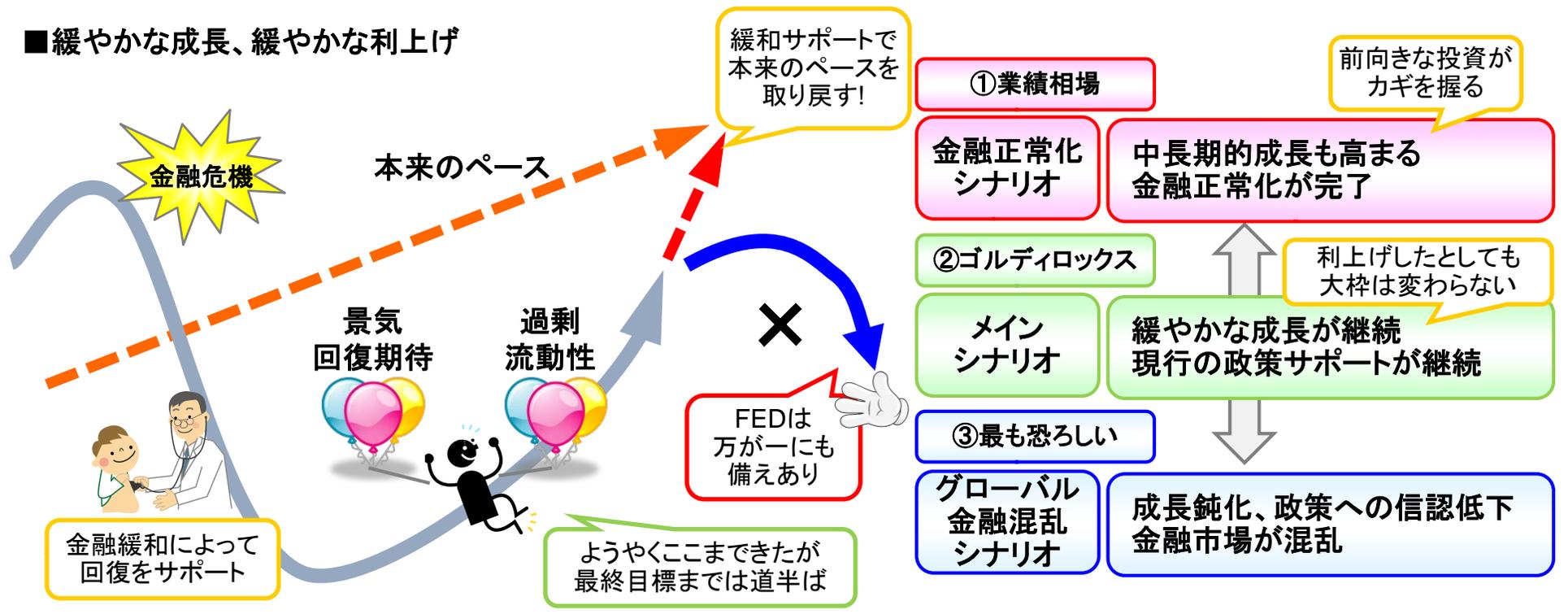
→雇用市場を一時的に過熱させる

FEDは利上げに向かうものの、米国経済に昔ほどの勢いが無いことも把握しています。出口戦略は、最終目標である明るい米国経済を取り戻すことが出来て、ようやく完了します。成長力を取り戻すため、雇用市場を一時的に過熱させるよう、緩和のサポートを続けます。

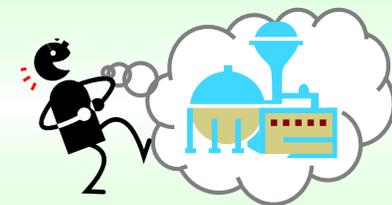
まとめ

- FEDの利上げは12月の可能性が高い。雇用市場からはゴーサインが出ているが、インフレにはリスクがある。
- **FEDは明るい米国経済を取り戻すまで、緩和のサポートを続ける。リスク資産にとっては、心地よい環境が続く。**

■ 緩やかな成長、緩やかな利上げ



FEDは明るい米国経済を取り戻すため、投資の勢いを取り戻したい
 今後利上げは緩やかに進むものの、まだまだFEDの最終目標までは道半ば
 投資の勢いが反映される株などのリスク資産にとって、心地よい環境が続くということ



The Dealer's View...
利上げは怖くない

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会