

米国の量的緩和縮小は適切： 焦点はやがて米国経済の堅調さに 2013年6月

要旨

- 米連邦準備制度理事会（以下、FRB）による量的緩和はもはや米国経済の下支えとしては機能しておらず、むしろ経済活動の足かせになっている可能性もあり、縮小は適切と考える
- 量的緩和縮小観測の高まりを受け、リスク資産を売却する動きが見られたが、市場は遠くないうちに米国経済が平時に回帰しつつあることを好感し始めるであろう
- 米国経済の拡大により、米国株式は堅調さを維持すると見られるほか、新興国経済および新興国株式も恩恵を受けると見られる

量的緩和はもはや米国経済の下支えとしては機能していない可能性がある

5月以降、FRBによる量的緩和の縮小観測が次第に高まる中、市場では金利の上昇と共に、リスク回避的な動きが確認されています。特に先週の6月18-19日に開かれた米連邦公開市場委員会（以下、FOMC）後のバーナンキ議長による記者会見では、FRBが昨年9月以来、継続している量的緩和について、今年の後半にも徐々に縮小される可能性が示唆されたことで、市場では金利の上昇とリスク回避的な動きが加速しました。

弊社ではFRBによる量的緩和について、もはや米国経済の下支えとしては機能しておらず、むしろ経済活動の足かせになっている可能性があると考えています。例えば、低金利は預金者の利息を低水準に抑制します。また景気の回復に伴って金利の上昇が予見されれば、企業や家計は通常、資金調達と投資を積極化させますが、これとは反対に低金利が長期にわたって継続することが予見されることで、こうした意欲と経済活動の活発化が阻害されている可能性があります。

図1：米国10年債利回りとS&P500指数の推移（2013年6月27日まで）



出所：Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management

上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

バーナンキ議長による量的緩和の縮小示唆は適切

「100年に1度」と言われた金融危機の爪あとは癒え、米国の景気回復は既に5年目に突入しており失業率もピークの10%から今年の5月には7.6%まで2.4%ポイントもの低下を見せています。また不動産価格や株価は上昇を見せています。こうした環境下においても、ゼロ金利政策と大規模な量的緩和政策を継続するという事はやや過剰とも言え、先に述べた低金利の弊害を含めて考えれば、もはやこうした金融緩和を正当化することは困難と見られます。

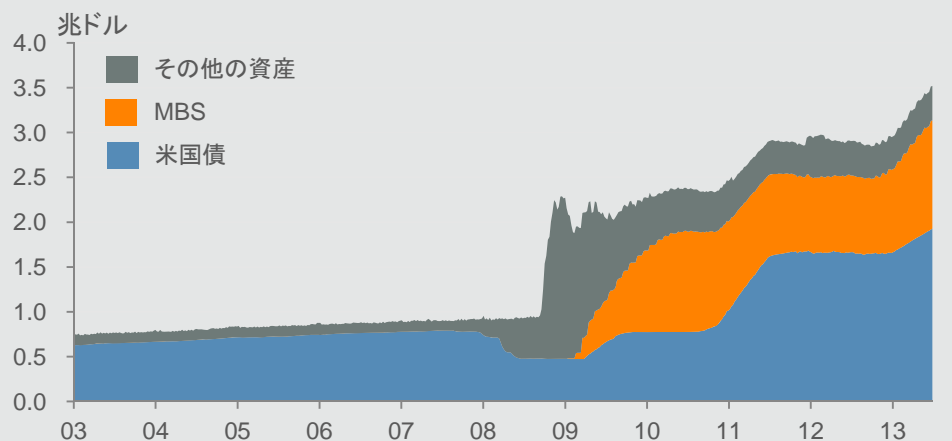
またいわゆる出口戦略の観点からも、FRBは量的緩和の縮小を実施すべきと考えます。市中の金融機関がFRBに保有する準備預金（FRBにとっての負債）は2014年の半ばには2.5兆ドル程度に達すると見られます。そして、FRBはこの準備預金に対して政策金利に等しい利息を支払うことになっています。

現在のところ、巨額の準備預金は融資や投資などに積極的に利用されていません。しかしながら、景気がさらなる回復を見せ、企業や家計の資金調達意欲が高まってくると、準備預金はより積極的に利用されることになり、この結果としてインフレのリスクが高まります。FRBは準備預金に支払う利息（すなわち政策金利）を引き上げることで、準備預金の利用をコントロールすることができます。

しかしながら、FRBが自らのバランスシートの規模を維持したまま、向こう数年で政策金利を4%程度の水準まで引き上げるとすれば、FRBは市中の金融機関に対して毎年1,000億ドルもの利息を支払うことになり、この場合FRBが赤字に陥ってしまう恐れがあります。一方で巨額の利息の支払いを回避するために、量的緩和などを通じて買い入れた手持ちの債券を売却してバランスシートを減らせば、長期金利は上昇し、経済活動を停滞させる恐れがあります。

いずれにせよ、インフレのリスクを抑制することを考えれば、出口戦略は痛みを伴うことになります。FRBがここからさらにバランスシートを拡大することは出口戦略をより困難なものにする恐れがあります。FRBもこうした状況を十分に認識しており、バーナンキ議長が今般、量的緩和縮小の時期について示唆をしたことは適切な対応と考えられます。

(図2)FRBの保有資産



出所：Bloomberg, Federal Reserve, J.P.Morgan Asset Management

焦点はやがて米国経済の堅調さに移り、株価は堅調さを維持すると考える

量的緩和縮小の背景にあるのは米国経済の堅調さであり、金融政策の舵取りを担うFRBもこうした良好な状況を認識すると共に、そうしたメッセージを市場に対して発しているところです。

対照的に市場では、量的緩和縮小観測の高まりを受け、リスク資産を売却する動きが見られましたが、市場はそれほど遠くないうちに米国経済が過剰な金融緩和に依存する必要のない、いわば通常の状態に回帰しつつあることを好感し始めると見られます。そしてこうした実感と共に、経済活動はさらに活発化していくものと見られます。

米国株式市場については、米国経済が拡大する状況において、やはり堅調さを維持するものと見られます。また新興国経済については、中国経済の動向が新たな懸念として浮上しているものの、今後は米国経済の本格回復に伴う(米国への)輸出の拡大を通じて恩恵を受けるものと見られます。新興国株式は足元では概して過去の平均に比べれば割安であり、長期の分散投資を考える上では妙味のある水準に近づきつつあります。

【本資料で使用している指数について】

- S&P500指数は、スタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービス・エル・エル・シーが発表しており、著作権はスタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービス・エル・エル・シーに帰属しています。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2013年6月10日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見直しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見直しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見直しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港：証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド：証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール：金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾：金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本：金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会)、韓国：金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(韓国)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア：証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080)(AFSL376919)(Corporation Act 2001(Cth)第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断する際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。