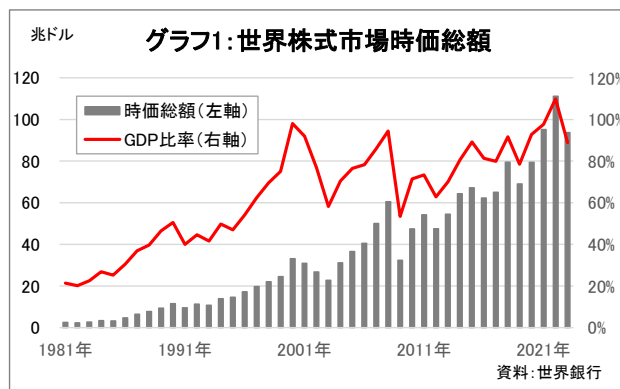


中央銀行の憂鬱

1. 金融市場の「モンスター化」

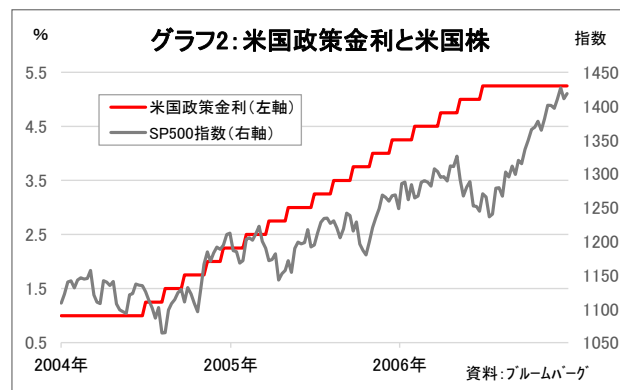
グラフ1は世界の株式市場時価総額とGDP比率です。1990年以降、グローバル化を背景に経済の拡大と歩調を合わせ金融市場も巨大化しました。その結果、金融市場は経済の状況を示す「体温計」という役割のみならず、株価変動等、金融市場が経済に与える影響も大きくなっています。実際2000年以降、「ITバブル崩壊」や「GFC（リーマンショック）」等、金融市場発の大きなショックが社会を震撼させました。金融市場は巨大化し、時として猛威を振るう「モンスター」のような存在になったと言えるでしょう。



2. 市場との対話

中央銀行にとっても「モンスター化」した金融市場はやっかいな存在となり、市場との対話が求められています。米国では1999年から金融政策のフォワードガイダンス（今後の指針）が示され、2011年からは決定会合後の記者会見が始まりました。2012年からは四半期ごとに会合参加者の政策金利予測も公表されるようになりました。

ただし対話の行き過ぎは副作用ももたらします。グラフ2は2004年から2006年までの米国政策金利と米国株の動きです。政策金利は年8回の会合ごとに0.25%引き上げられ1%から5.25%に達しました。ところが大幅利上げにもかかわらず株価の上昇は継続し、住宅価格の上昇とともにGFCに至る環境を作り上げました。当時のグリンズパーンFRB議長は利上げにもかかわらず株価が上昇することについて「難問（conundrum）」としましたが、毎回の会合で0.25%の利上げが続くという確信を市場は得ていたため「先が見えない不安」は一掃され、安心して株式投資を進めることができたということでしょう。「対話を進め過ぎればバブルを生む、一方で不透明だと市場が混乱し経済に悪影響を与えてしまう」というジレンマを中央銀行は抱えていると思います。現在、日米欧の金融当局者が「データ次第で（data dependent）、会合ごとに決定し（meeting by meeting）、前もって定められた経路はない（no preset course）」と口をそろえて説明している一因だと思います。



3. 資産効果

通常、金融政策の効果が実体経済に現れるまでには半年から 1 年程度を要するとされます。借り換え時期が直ちに到来するとは限らないこと、また金利の変化に対応し企業や家計が行動を起こすにはある程度の準備期間が必要なこと等が考えられます。一方で金融市場が実体経済に影響を与えるまでにはそれほど時間はかからないと言えます。株価上昇がある程度続けば消費を刺激するでしょうし、急落すれば消費者は財布の紐を締めるでしょう。中央銀行には発現時期が異なる 2 つの効果を考慮しつつ舵取りをすることが求められます。

4. 利上げによる格差拡大

中央銀行が市場との対話を十分に行い大きなショックを与えることなく利上げを進めた場合、利上げの効果が低減する恐れがあります。株価が比較的底堅く推移し預金金利が上昇すると、富裕層の消費が利上げにより刺激されることも否定はできません。特にコロナ後の経済再開時にはロックダウン期に支給された支援金により積み上がった「過剰貯蓄」が利上げの効果を和らげ、大幅利上げを余儀なくされたとも言えそうです。一方で借り入れ依存度の高い中小企業や低所得者層には厳しい状況となり、結果として格差拡大をもたらしたとも考えられます。コロナは特殊な例としても金融市場が「モンスター化」した現在、今後も利上げは格差拡大を助長することが懸念されます。

5. 市場に振り回される中央銀行に振り回されない

米国金融当局は 9 月会合で 0.5% の大幅利下げに踏み切りました。当初は市場参加者のほとんどが 0.25% の利下げ開始を予想していたところ、経済指標等の要因もあってはいえ 8 月初の株価急落が大幅利下げを後押ししたと思われます。日本銀行は 7 月会合での利上げ決定後も追加利上げに前向きな姿勢を示していましたが、株価急落後に「市場が不安定な状況で利上げをすることはない」というメッセージを発信しました。今後も各国金融当局は「モンスター化」した金融市場に振り回される状況が継続すると思われます。市場に振り回される中央銀行をみて振り回されないようにしっかりとした座標軸を持って投資判断を行いたいと思います。

本レポートは筆者の個人的見方であり弊社の公式見解ではありません。

債券運用第一部シニアストラテジスト 菊池 宏

※ 2024年10月以降のレポート

- 10月 1日号 9月の市場動向と10月の注目点
- 10月 8日号 2024年度第2四半期の市場動向と今後の注目点
- 11月 1日号 10月の市場動向と11月の注目点
- 11月11日号 「サプライズなしがサプライズ」の大統領選と「予想通りサプライズなし」のFOMC
- 12月 2日号 11月の市場動向と12月の注目点
- 12月 6日号 各国政治不安にコロナの影響

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

登録番号 金融商品取引業者
関東財務局長（金商） 第404号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員
一般社団法人投資信託協会会員

〒105-7320 東京都港区東新橋一丁目9番1号
電話 03 - 4223 - 3134

- *本資料に含まれている経済見通しや市場環境予測はあくまでも作成時点における弊社ストラテジストの見解に基づくもので、今後予告なしに変更されることがあり、また弊社商品における運用方針と見解が異なることがあります。
- *本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。
- *なお、資料中の図表は、断りのない限りブルームバーグ収録データをもとに作成しております。