

FRBがタカ派に、ムーディーズが ネガティブに、そして閉鎖が迫る



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

2023年11月13日

【要旨】

- **FRBがタカ派に転じる**：私の見解では、先週の連邦準備制度理事会（FRB）議長のコメントはパフォーマンス的なもので、私の見通しには何の変化もない
- **1年先のインフレ期待が高まる**：中央銀行は、短期的なインフレ期待ではなく、長期的なインフレ期待が「十分にアンカーされている（安定的に維持されている）」されていることを確認することに重点を置いている
- **ムーディーズが米国債に警告**：2011年のS&Pによる格下げ以降、市場は米国債に関する警告や格下げに鈍感になっているようだ

パウエル議長のタカ派発言はサプライズではなかった

短期的なインフレ期待は変動しやすい

市場は信用格付けへの警告に鈍感になっているようだ

今後に向けて：政治家が主役に

注目の日程

先週は、投資家の間に不安を呼び起こす3つの興味深い展開がありました：30年物国債の入札が期待外れとなったこと¹、そしてパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が政策決定者はまだ引き締めで終止符を打つ準備ができていないとタカ派的な発言をしたことで、米国の長期債利回りは大幅に上昇しました。調査データによると、ユーロ圏と米国の消費者のインフレ期待はともに上昇しました。そして先週の金曜日、米国政府閉鎖の可能性が出てきた数日以内に、ムーディーズは米国債の見通しを中立からネガティブに変更し、米国格付けの引き下げを予告したと発表しました。しかし、これは非常に興味深いことではありますが、市場にはあまり関係がないと私は考えています。その理由は以下の通りです。

パウエル議長のタカ派発言はサプライズではなかった

米連邦公開市場委員会（FOMC）のパウエル議長は、市場があまりに熱狂的であれば、タカ派的な「Fedspeak（FRB関係者の発言）」に戻るだろうと予想していました。シェークスピアのハムレットのガートルード王妃の言葉を借りれば、パウエル議長は「主張し過ぎ」だと思います。私の意見では、先週のパウエル議長の発言は金融情勢を落ち着かせるためのパフォーマンス的なもので、私の見通しには何も変わりはありません。

ミネアポリス連銀のニール・カシュカリ総裁の最近の警告など、最近のタカ派的なFRB発言も同様です：「インフレ問題を完全に解決したわけではない。それを成し遂げるには、まだ先がある。」² これは、市場がFRBの好みには少し早すぎるお祝いを始めたことを考えれば、予想されることです。

短期的なインフレ期待は変動しやすい

消費者のインフレ期待に関しては、ユーロ圏の直近の予測値が1年先インフレ期待の急上昇を示しました。これは、ミシガン大学消費者マインド調査が示した、米国の1年先インフレ期待の最近の急上昇と同様です。しかし、短期的なインフレ期待は通常より変動が大きく、エネルギー価格に左右されることが多いことに留意する必要があります。

昨年春、米国とユーロ圏の消費者インフレ期待の1年先期待は、原油価格の大幅上昇と時を同じくして、同様の急騰を見せました。原油価格がここ数週間で大幅に下落したことを考慮すると、今回の急騰は比較的短期間で終わるのではないのでしょうか。

中央銀行はインフレ期待に細心の注意を払いますが、1年などの短期ではなく、長期のインフレ期待が「十分にアンカーされている（安定的に維持されている）」ことを確認することに重点を置いています。現在、ミシガン州の調査では、米国の消費者の長期的なインフレ期待の伸びは小さくなっていますが、ニューヨーク連銀の消費者期待調査には表れていません。実際、11月13日に発表された最新の調査結果では、5年先のインフレ期待の中央値は小幅に低下しています。ちなみに、ニューヨーク連銀調査では1年先のインフレ期待も低下しており、これはすでに最近の原油価格の下落を反映している可能性があります。

市場は信用格付けへの警告に鈍感になっているようだ

ムーディーズは先週、米国債の見通しを引き下げた際、「政府支出を削減し歳入を増加させる効果的な財政政策がないまま」金利が上昇するというパーフェクト・ストーム（複数の厄災が同時に起こり、破滅的な事態に至ること）を挙げました²。政府機関の閉鎖の可能性が出てきた数日後という発表のタイミングは、偶然ではないようです。ムーディーズは、「（米国）議会内の政治的二極化の継続は、歴代政権が債務償還能力の低下を遅らせるための財政計画について合意に達することができないリスクを高める」と説明しています³。

しかし、ムーディーズが格下げに踏み切ったとしても、それが市場に重大な影響を与えるとは思えません。私たちは以前にも「同じような経験」をしたことがあります。2011年夏、S&Pは警告を発し、その後米国の格付けを引き下げました。この警告は衝撃的で、市場はかなりの反応を示しましたが、それ以来、市場は警告や格下げに鈍感になっているようです。2023年5月、フィッチ・レーティングスは債務上限問題で米国の格付けを「ネガティブウォッチ」としました。フィッチは8月上旬に米国の格付けを引き下げましたが、市場の反応はほとんどありませんでした。ムーディーズが最終的に米国の信用格付けを引き下げた場合も、同様の市場反応が起こることには懐疑的です。

現実問題として、米国が機能不全を解消し、財政責任を果たすことは非常に難しいことです。2010年に「財政責任と改革に関するシンプソン＝ボウルズ国家委員会」（財政赤字削減のための超党派の取り組み）が設立されたことでわかったように、連邦政府の支出は事実上、どの項目もどちらかの側からは手を付けられないと考えられています。—それ以来、政治的環境は分裂を深めています。

良いニュースは、米国の債務問題を緩和するために引くべきレバーが1つではなく、2つあるということです。ひとつは金利水準で、もうひとつは財政赤字削減です。長期的に財政赤字を削減するために米国の議員たちが協力してくれることを望みますが、私は現実的な見方をしています。FRBが2024年よりも早く利下げに着手することを願うばかりです。

今後に向けて：政治家が主役に

今週は、中央銀行から政治家（特に米国）へと注目が大きく移るでしょう。1863年にオットー・フォン・ビスマルクが指摘したように、「政治は厳密な科学ではない」のですから。言うまでもなく、これはかなり控えめな表現です。

- 米政府閉鎖。11月17日までに政府資金調達の合意が成立しなければ、アメリカ政府は閉鎖される見込みです。米国の新下院議長は、政府の資金調達について型破りなアプローチを試みているようです。継続決議の「ラダリング（はしご）」方式を提案し、1月までの予算を確保する部局もあれば、2月までの予算を確保する部局もあります。これは本質的に、少し先の「問題を先送りする」こととは違う形です。これが素晴らしいアイデアだったのか、それとも無謀なアイデアだったのかは、振り返ってみなければわかりません。（「ラダリング（ラダー型運用（短期債から長期債まで残存期間の異なる債券に同額ずつ投資を行う運用）」は債券ポートフォリオには有効かもしれませんが、下院の継続決議案にこの戦略が有効かどうかは不明です）。良いニュースは、米政府が今週にも閉鎖を回避するという楽観的な見方があることです。状況を注意深く見守りたいと思います。
- 習近平国家主席とバイデン大統領が会談へ。アジア太平洋経済協力フォーラムがサンフランシスコで開催され、中国の習近平国家主席がバイデン米大統領と会談する予定です。両国関係は過去7年間で亀裂が生じましたが、少なくとも特定の分野においては、より良い関係、より多くのコミュニケーションが必要だと認識しています。目標は単に関係の安定化にあるようです。今週、どれだけのことが成し遂げられるか見守りましょう。
- イスラエルとハマスの紛争。ここ数日、イスラエルとレバノンの国境で敵対行為がエスカレートしており、戦争が地域全体に拡大する懸念が高まっています。地政学的危機が世界経済に与える影響という観点からすると、重要なのは、この状況が収束するのか、それとも伝染するのかということです。今のところ紛争は収まっていますが、他の国々が巻き込まれる可能性が高まっていることを私は心配しています。

注目の日程

しかし、来週は政治や地政学ばかりではありません。米国の消費者物価指数（および生産者物価指数）が発表され、FRBが12月の会合で検討する重要なデータとなります。すべてのデータがディスインフレのシナリオを完璧に支持するわけではないことを、この機会にお伝えしたいと思います。しかし私は、ディスインフレは健在であり、まさに進行中であると強く考えています。

公表日	指標等	内容
11月14日	英国失業率	労働市場の健全性を示す
11月14日	ドイツZEW景況感指数	今後6カ月間の景況感を測定
11月14日	ユーロ圏失業率	労働市場の健全性を示す
11月14日	ユーロ圏GDP	地域の経済活動を測定
11月14日	ユーロ圏ZEW景況感指数	今後6カ月間の景況感を測定
11月14日	米国NFIB中小企業楽観指数	中小企業の景況感を測定
11月14日	米国CPI	インフレの動向を示す
11月15日	日本GDP	地域の経済活動を測定
11月15日	中国鉱工業生産指数	鉱工業セクターの健全性を示す
11月15日	中国小売売上高	消費需要を測定
11月15日	中国失業率	労働市場の健全性を示す
11月15日	日本鉱工業生産指数	鉱工業セクターの健全性を示す
11月15日	英国CPI	インフレの動向を示す
11月15日	ユーロ圏鉱工業生産指数	鉱工業セクターの健全性を示す
11月15日	米国鉱工業生産指数	財やサービスの生産者に支払われる価格の変動を測定
11月15日	米国小売売上高	消費需要を測定
11月16日	米国鉱工業生産指数	鉱工業セクターの健全性を示す
11月16日	英国小売売上高	消費需要を測定
11月16日	ユーロ圏CPI	インフレの動向を示す
11月16日	米住宅着工件数と建築許可件数	住宅市場の健全性を示す
11月18日	アルゼンチン大統領選決選投票	有権者は上位2人の候補者の中から選ぶ

1. 出所：ブルームバーグ

2. 出所：ロイター「カシユカリ氏：インフレ抑制のためにFRBはもっとやるべきことがある」2023年11月6日

3. 出所：ムーディーズ

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのチーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・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306号
加入協会 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