

株価を成功指標とするトランプ大統領によって任命された以上、パウエル FRB 議長は従来の緩慢利上げ「イエレン路線」踏襲を当然視する向きが多い。だが、金融危機から 10 年を経てボトルネックが軽視できないインフレを浮き彫りにする昨今、FRB の知的枠組にレジーム・チェンジが進行しているとすれば、株価急落に際し FRB が救援に当たる「Fed プット」は期待できない。

立場を変えつつあるハト派 FRB 高宮

「通常、エコノミストはハーシーのキスチョコレートに関心を寄せることはないが、先週は心配しただろう。むろんバレンタインデーだけが理由ではない。ハーシーが 2 月初め予想外のトラック運転手不足で貨物輸送コストが上昇、17 年 4Q の利益が 1.8% 減少した。このボトルネックは投資家が無視できない価格上昇テーマを浮き彫りにした」（英 FT 紙 2 月 16 日（電子版）「How to read the regime change at the US Federal Reserve (FRB のレジーム・チェンジをどう読むか)」）。

むろん、ハーシーのキスチョコレートの値段は変わらず、チョコレート好きには何ら痛手は与えていない。問題は、手不足による貨物輸送コストの上昇による企業利益の減少、つまりボトルネックインフレによるマージンプレッシャーの増大である。

2 月 5 日週は米株式市場が米国の時給が+2.9%と 09 年以来、9 年振りの高水準の伸びとなり動揺した。先週は米 1 月 CPI が予想を上回る前月比+2.1%とサプライズをもたらした。

物価上昇には、1) 原油価格や衣料費の上昇など季節要因、2) 物価上昇が広範囲だった、3) 多くの企業が価格圧力のメッセージで同調した一等が理由はある。

確かに、過去の水準と比べてなおインフレ率は低い。2008 年の金融危機以降、主たる懸念材料はインフレではなくデフレだった。しかも、インフレ率だけでは FRB の金融政策が変わると思えない。FRB は昨年 12 月、2018 年に 3 度の利上げを予想、これは債券利回りの漸進的上昇と一致している。

従って、多くの投資家は未だ一部セクターで物価は軟調でありインフレ圧力は抑制されていると考えている。ハーシーの輸送コストの上昇もまた世界的なココア価格低下と同時に生じており、ボトルネックは未だ敷衍化したとは言い難い。

「だが、元 FRB 関係者は、『私はこれまでハト派だったが、立場を変えつつある。インフレが戻って来たのかもしれない』と述べている」（同 FT 紙）。

一方、ボトルネックの顕在化は兎も角、金利急騰に株価が急落した際、「Fed プット」（株価防衛）があるかどうかだ。むろん、FRB は株価でなく CPI と雇用を政策目標に据えるが、イエレン、バーナンキ、グリーンズパンなど歴代 FRB 議長はいずれも疑似「Fed プット」を実行した。より正確に言えば、株価下落局面では利上げをしなかった。何より 3 年前（16 年）中国ショックが好例だ。

だが、パウエル議長は生来のハト派ではないようだ。かつて、「超金融緩和が債券バブルを生み出している」と発言、昨年は「人々がお金を失うのを止めるのは FRB の仕事ではない」と強調している。

さらに、パウエル議長がエコノミストでなく弁護士だから、トランプ大統領が株式相場についてツイートするたびに他の FRB メンバーが政治的圧力に影響されない決意を強めているという。つまり、ボトルネックインフレが強まれば FRB は「イエレン路線」から前のめりになる可能性がある。

換言すれば、「脆弱なボトルネックだった過去だけに『Fed プット』の見方を FRB は容認したが、現在はその意義が薄れたか、大幅にリセットされた可能性がある。

「重要なことは金融危機から 10 年を経て、FRB の知的枠組に現在レジーム・チェンジが進行していることだ。例えトランプ大統領が株価を成功指標としている時代であっても、株価が下落すればパウエル議長が救援に当たると思い込むのは間違い」（同 FT 紙）のようだ。

投資家心理が「熱狂」から「慎重」へ大幅変質

一方、米株式専門誌「バロンズ」（2 月 12 日号）は「Seat belts fastened : Volatility ahead（乱高下に注意！弱気相場入りでないが一本調子の上げ相場は終焉）」と題し、「16 年 11 月大統領選でトランプ大統領が勝利して以降、大幅な調整もなく一本調子の上げ相場は上げ幅 34%に達したが、今回の急落により『弱気相場』入りではないが、もはや一方向の『上げ相場』は終わった」と記した。

確かに、2 月の米国株の急落で投資家心理が「熱狂」から「慎重」へと大きく変質したことは間違いない。同時進行的な世界の経済成長を背景に、従来、金利上昇は「良い金利上昇」と理解されたが、今や投資家は米景気過熱による「悪い金利上昇」の脅威に直面している。

インフレ懸念から従来以上に FRB が利上げペースを加速するとの懸念であり、2 月 5 日就任したパウエル議長が未知の要因となっている。

投資家は明らかに過去2年より米金利に神経質になり、相場の先行きに一段と不透明感と不安定さが漂いつつあることは明々白々だ。さらに、株価急落により急騰したボラティリティも今後、比較的高い水準での推移が予見される。何しろ、2月5日のボラティリティ急騰までVIX（恐怖指数）は404日の間5%超の調整がなかった。これは過去最長の稀なる陶酔と楽観の象徴である。

確かに、長期的にみれば、今月初めの急落は年初のメルトアップ相場のスピード調整に過ぎないかもしれない。S&P500は2月9日のザラ場で200日移動平均を一瞬割り込んだが、終値では同移動平均を上回った。

これはおそらく約10年ぶり「弱気相場」入りを意味しないだろう。しかも、史上最高値から20%の下落となる「弱気相場」は典型的にリセッションによって引き起こされる。

だが、すでに投資家は大きな痛手を被っており、リセッションの兆候がなくても、さらなる株価下落への懸念は拭えない。さらに、「強気相場」に遅れて参加する個人投資家の増加も懸念材料となっている。

一方、同バロンズ誌は「人々はパウエル議長が緩やかな金利引き上げの『イエレン路線』を継承する」と考えており、今回の株価急落は同議長が『イエレン路線』を継承しなければならないことを示している」と「Fed プット」の可能性を示唆する。

セントルイス連銀のブロード総裁は6日、「労働市場が好調でもインフレ加速が差し迫っているとは考えない」と述べる等、FRB高官は従来の緩やかな利上げ方針を繰り返し、投資家はFRBが年末までにFF金利を3回引き上げ2.0-2.25%にすると予想している。

だが、確かなことが、一つある。金利は米国だけ

でなく世界中で上昇している。投資家は1年以上にわたり気付いていたが、最近になってようやく「痛み」を感じ始めた。

そして最後に同バロンズ誌（2月12日号）は、「株価急落により投資家の楽観論が失われたことで米11月の中間選挙や中国の経済成長率など従来、隠れていた問題に対する懸念が強まる可能性がある」（バロンズ誌）と締めくくった。

同誌が指摘する楽観論の一部消失に伴う「隠れていた問題」への懸念の一つに、「保護主義」がある。米商務省は16日、トランプ大統領に安全保障上の理由から鉄鋼とアルミニウム輸入の大幅制限を提言して物議を醸した。

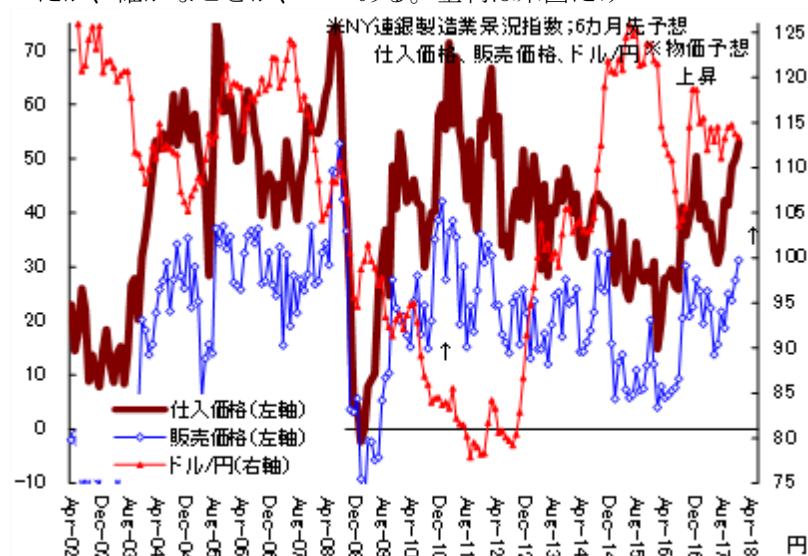
実際、セーフガード（緊急輸入制限）発動や関税率50%超への引き上げ、もしくは中国等の出方を伺うアドバルーン打ち上げか、真偽は定かでないが、かかる「保護主義」通商政策は通貨切り下げ（ドル安）を連想させてドル売り材料になりやすい。

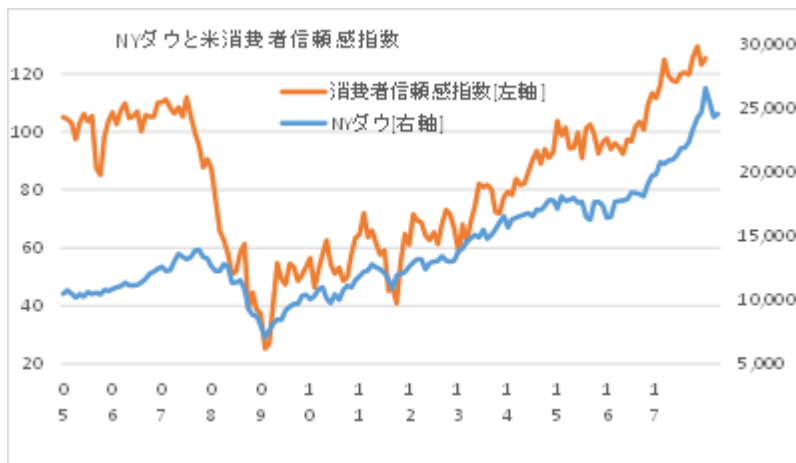
米商務省はすでに「通商拡大法232条」に基づき安全保障上の見直しを実施、大統領は鉄鋼に関し4月11日迄、アルミニウムに関し4月20日までに輸入制限の是非を決定する。

なお、商務省が提示した選択肢は以下の通り。

＜鉄鋼＞＝1) 全輸入に24%以上の関税、2) ブラジル、中国等12ヶ国からの輸入に53%以上の関税、3) その他は2017年の米国への輸出水準を上限とする割当制導入。

＜アルミニウム＞＝1) 全輸入に7.7%以上の関税、2) 中国、香港、ロシア、ベネズエラ、ベトナムからの輸入に23.6%の関税、3) その他は鉄鋼と同様。むろん、保護主義的な通商政策は、米中「貿易戦争」と共に通貨切り下げ競争を懸念させる。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。