

米国、1970年代インフレ3波「透写」リスク

米FRBに十分な抑圧「sufficiently restrictive」

2023/2/24 (金)

足元の米 CPI (消費者物価) インフレ率が、1) 米労働需給タイト化、2) 根強い成長モメンタム、3) エネルギー価格高止まり、4) サプライチェーン変容と脱グローバル化、5) 株高と金利低下に伴う金融環境 (Financial Condition) 緩和一等を背景に高止まり 1970 代のインフレ 3 波を透写しつつあり米 FRB に「十分な抑制」(sufficiently restrictive) 強化が必要視される。

6 月 FOMC 追加利上げ FF 金利 5.5% 超予想

ある米系投資家によれば、「1970 年代のインフレ 3 波の 2 波をトレースしつつある米 CPI インフレ率の高止まりに対し、米 FRB 高官が再び『higher & hold (より高く、より長く)』戦略を声高に叫びつつ景気を犠牲にした sufficiently restrictive (十分な抑制) が米 FRB に必要視される」という。

米金融大手ゴールドマンサックスと BofA は米 1 月 CPI (消費者物価指数) や米 PPI (卸売物価指数) がいずれも予想を上回り「disinflation (インフレ鈍化)」が想定より遅くインフレ圧力の根強さを示して高インフレと労働市場引き締めに対応すべく 3 月、5 月の残り 2 回とされた利上げに 6 月 FOMC の追加利上げ説をもって政策金利ターミナルレートを 5.25-5.5% に上方修正した。

ブルームバーグ調査によれば、24 日に発表される米 FRB が重視する 1 月 PCE (個人消費支出) 価格指数が前月比 0.5% 上昇、コア PCE 指数同 0.4% 上昇と 22 年半ば以来の高い伸びが予想されることももの大きい食料品とエネルギーを除く予想され FRB のタカ派姿勢を後押しものと見込まれる。かかる米 CPI インフレ率の高止まりの背景として、1) 人手不足による米労働需給タイト化、2) 根強い成長モメンタム、3) エネルギー価格高止まり、4) サプライチェーン変容と脱グローバル化、5) 株高と金利低下に伴う金融環境 (Financial Condition) 緩和一等が指摘され、既に米長期金利は 2 月 2 日の 3.33% から 17 日には一時 3.92% へと急上昇、市場が抱いた早期利上げ停止や利下げ転換「Fed Pivot」期待は胡散霧消と化した。

FOMC 投票権はないがタカ派で鳴らすセントルイス連銀ブラード総裁は 16 日テネシー州ジャクソンでの講演後に「(政策金利を) 早期に 5.375% 水準に引き上げるのが望ましい」とし、3 月会合での利上げ幅について 0.25% よりも 0.5% を支持する可能性を排除しないと語った。米財務長官ハーバード大学ローレンス・サマーズ教授は 17 日ブルームバーグ TV で、「米金融当局は景気にブレーキをかけようと

しているが、ブレーキはあまり利いていないようだ」とし、「ブレーキを非常に強く踏むことになるというリスクがある (it's too soon to argue for the Federal Reserve to re-accelerate its pace of interest-rate hikes next month)」と指摘した。

さらに、グラマシー・ファンズ・モハメド・エリリアン会長が 2 月 18 日ブルームバーグ TV インタビューで「米景気を押し下げることなく CPI を 2% に持っていけるとは思わない。2% が適切な目標ではないからだ (“I don't think they can get CPI to 2% without crushing the economy, but that's because 2% is not the right target.”)」と強調し物議を醸した。

米 CPI インフレ率の高止まりに米 FRB の「higher & hold (より高く、より長く)」戦略が覚醒し、PER (株価収益率) の逆数である株式益回りから長期金利を引いた利回り差は S&P500 指数ベースで 1.6% 台と 16 年ぶりの低さにあり、債券との見合いでは株式投資の妙味は乏しくなった。

米 FRB の利上げ打ち止め観測にショートカバーやモメンタム・ファンドの買いに 1 月 6.2% 上昇した米 S&P500 指数は 2 月 13 日週の週足が 2 週連続「陰線」引けとなり、改めて「Bear Market rally」(弱気相場の中の反発) の警報が発せられた。

1 月下旬以降の米国株の売買高に占める個人投資家比率が 20% 超と過去最高水準となり投資家の高揚感と欲望が投資家心理「FOMO」(Fear of Missing Out=取り残される恐怖) となって米国株の上昇を牽引した。さらに、「日銀の国債買い入れや ECB 政府預金減少、中国人民銀行の資金供給など日欧中の中銀による 1 兆ドル超の流動性供給が米 FRB 金融引き締め効果を打ち消し年初の米国株の上昇を後押しした」(シティのマット・キング氏) が、既に日銀と ECB と中国等の中銀による一時的な「量的緩和」効果は次第に弱まりつつあり、米 S&P500 の EPS 利益成長マイナス転換が改めて米国株「bear Market rally」を覚醒させそうだ。

1970 年代インフレ「3 つの山」なぞる米 CPI

ある米系投資家によれば、「株式のリスクプレミアムとキャッシュフロー成長率が一定とすれば、当然の帰結として長期金利の上昇により株価の現在価値は低下する」という。

言うまでもなく、株式の PV (現在価値) は凡そ「 $PV = C / (R - G)$ 」の公式 (C=期待キャッシュフロー、R=将来キャッシュ棄損リスク (ディスカウントレート)、G=キャッシュ成長率) で求められる。

しかも、米バロonz誌 22 年 4 月 30 日号が『A Tough Month Hits Stocks Hard but Spares the Real Economy（難局 4 月は株価に打撃も実体経済には影響薄）』と題して「仮に米 FRB が景気後退のハードランディングを回避すべく高インフレ長期化を看過すればパウエル議長は 1970 年代にインフレを 2 桁台へ急伸させたアーサー・バーンズ元 FRB 議長のようにになってしまう」と懸念したが、今や足元の CPI インフレ率が 1970 年代のインフレ 3 波の 2 波をなぞりつつあるからより FRB のタカ派再燃が現実味を帯びる。

何より、バイデン政権が米 FRB に過酷なインフレ退治を要請したのは、1977 年の政権発足時に 5%だったインフレ率が 2 年後に 10%を突破して 70%だった政権支持率が 30%を切ったカーター政権の二の舞いを恐れたからに他ならない。

むろん、バーンズ元 FRB 議長時代の 1970 年代に政治圧力に屈して金融引き締めの手綱を緩めハイパー・インフレの大きな「3 つの山」を看過した苦い経験の反省に立ち、パウエル議長は昨夏 8 月ジャクソンホール講演でボルカー回顧録の表題「Take at it」（やり抜く）を連呼した記憶は未だ新しい。

何より、パウエル FRB 議長は 2 月のワシントン経済クラブでのインタビューで、「労働市場は並外れて強く、さらなる利上げが必要になると考える」と改めて市場の年内利下げ期待を否定している。米 1 月雇用統計で失業率が 3.4%と 53 年ぶり低水準を記録、雇用者数も 50 万人と想定外の強い数字となって「強い雇用データが続いた場合は対処し、ピーク金利が高くなる可能性」に言及する等 FOMC（2 月 1 日）後の会見を踏襲している。

確かに、バイデン政権を支える民主党左派の急先鋒エリザベス・ウォーレン上院議員が 2 月 2 日、「我々はインフレを抑えたいと思っているが、それは飛行機を墜落させず着陸させることを意味する。パウエル議長は利上げを一時停止し、数百万人を失業させずインフレと闘う（FRB の）二重の使命を想起する

必要がある（We want to bring down inflation, but that means landing the plane not crashing it. Chair Powell should pause his interest rate hikes and remember his dual mandate: fight inflation without throwing millions out of work）」とツイッター投稿する等、政権与党から「雇用最大化」と「物価安定」の FRB 「dual mandate」（2 つの使命）への政治的圧力が高まり、一時パウエル氏のバーンズ化が懸念された。

中途半端な引き締めでインフレ退治に失敗したバーンズ元 FRB 議長時代の 1970 年代、インフレは 3 波にわたって米経済に襲いかかり、希代のインフレ闘士ボルカー元議長の苛烈な引き締めでようやくハイパー・インフレは終息する。

今、米 CPI インフレ率が 1970 年代のインフレ 3 波を透写するように推移していることがパウエル議長の“バーンズ化”思惑を後押しただけに、パウエル議長の希代のインフレ闘士ボルカー回帰が必然視される。米 FRB は 2022 年 3 月に利上げを開始、40 年ぶりインフレ昂進に 6 月から 4 会合連続で通常 3 倍の 0.75%大幅利上げという過去最速・最大の苛烈な金融引き締めに進み、米景気の減速感とインフレ沈静化に利上げ幅を 22 年 12 月に 0.5%、23 年 2 月に 0.25%と段階的に縮小してきた。

そして、2 月 FOMC 声明で「継続的な上昇」（複数形）の表現を維持し、3 月に利上げを一時停止しない旨示唆し、「インフレは幾分緩和した」としながら「依然として（インフレは）高い」とタカ派姿勢を維持、今後の利上げ「pace」を「extent」に変更し利上げ“速度”から“利上げ期間”への移行を示したが、市場はこれをハト派転換と勝手解釈し米国株の 1 月上昇に悼差した。だが、ハト派ブレイナード副議長が去り、パウエル議長は 1970 年代のインフレ退治に失敗したアーサー・バーンズ元議長から再びインフレ闘士ポール・ボルカー元議長へと回帰することになる。

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。