

# Market Bulletin

2016年9月23日

## FRBの利上げはおそらく12月 利上げのペースは来年以降も緩やか

### 要旨

- 米連邦準備制度理事会（FRB）は9月20-21日に、連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、金融政策の据え置き＝利上げの見送りを決定した
- 利上げはおそらく12月と見られるが、より重要なのは来年以降の利上げ見通しであり、実体経済に照らしても、FRBの利上げは来年以降も緩やかなペースに留まる
- 「低金利が長く続く」との見通しは、金融市場による過度なリスクテイクを生む傾向にあり、日本の個人投資家は市場変動性の高さを正面から受け止めないよう、分散投資や円ヘッジによって、リターンの安定化を心がけたい

### FRBは金融政策を据え置く。利上げはおそらく12月

米連邦準備制度理事会（FRB）は9月20-21日に、連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、金融政策の据え置き＝利上げの見送りを決定しました。

一方、声明に次の文言を挿入することで「利上げは近い」ことを示唆し、同時に、四半期ごとに更新する政策金利見通しでも「年内1回の利上げ」としました。

「FOMCは、政策金利引き上げの蓋然性が高まっていると判断しているが、もうしばらくの間、雇用の最大化と物価の安定という2つの目標に向けて経済環境が持続的に改善しているとの更なる証拠を待つことを決定した」

利上げの時期について、筆者は、12月13-14日のFOMCで実施されると考えています。言い換えれば、次回11月1-2日のFOMCでは、昨年10月27-28日の会合と同様に、利上げを見送り、なおかつ声明の中で「次回12月の会合で、利上げが適切かどうかを検討する」との文言を挿入すると考えています。理由としては、①11月会合は、イエレンFRB議長の定例会見が予定されていないこと、②今年の利上げも昨年と同様に「12月」とし、「わかりやすい間隔」を取ること、そして、③11月8日に米大統領選挙を控え、政治との不必要な摩擦や、これに関する金融市場の憶測を防ぐこと、が挙げられます。

Yoshinori Shigemi  
Global Market Strategist  
Market Insights

Guide to the Markets Japan  
のダウンロードはこちらから  
[www.jpmorganasset.co.jp/guide](http://www.jpmorganasset.co.jp/guide)

## FRBは「来年以降も利上げは緩やか」と見込む

実際のところ、次の利上げが11月なのか12月なのかはそれほど重要な問題ではありません。なぜならば、米国経済は今すぐにでも追加的な利上げを実施できる環境と見られ、なおかつ、金融市場も既にそうした認識を共有するように「まもなく利上げあり」と織り込んでいるためです。

金融市場にとって、より重要なのは来年以降の利上げがどうなっていくかです。理由は、来年以降、先々の利上げや金利の水準が、資産価格により大きな影響を与えるためです。

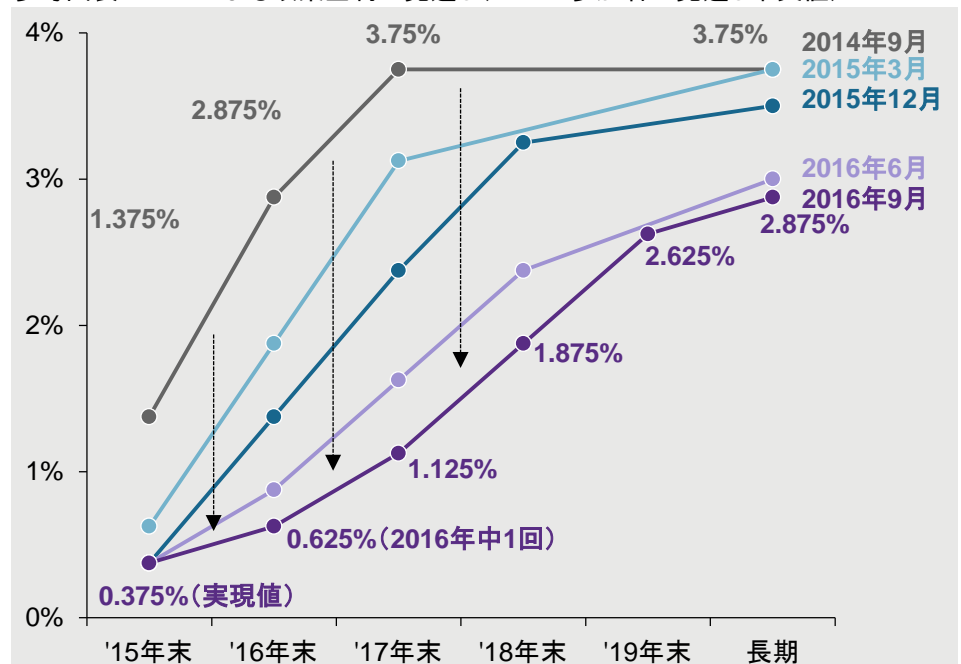
例えば、来年以降、利上げのペースが急加速するならば、実体経済にとってみると、引き締め圧力となって、景気の低迷や後退のリスクが高まります。あるいは、債券の利回りと価格が逆に動くように、金利の上昇は、金融資産がもたらす将来のキャッシュフローや利益を現在価値に引き直す、「割引率」の上昇を意味するため、資産価格は反対に下落圧力を受けます。

対照的に、低金利が続けば、実体経済対比で金融環境は緩和的なままですし、加えて、割引率の低位安定は、資産価格にとってプラスです。

では、実際の来年以降の利上げ見通しはどうかと言えば、先と同じくFOMCの政策金利見通しによると、来年は「2回」、2018年および19年はそれぞれ「3回」ずつの利上げと目されています。依然として、利上げの見通しは穏当なものに留まっています。

そこで検討すべきは、このFRBの見通しが妥当かどうかです。

参考図表1: FRBによる政策金利の見通し(FOMC参加者の見通し中央値)



出所: 米連邦準備制度理事会 (FRB)、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

## FRBの「緩やかな利上げの見通し」は妥当

筆者は、米国経済は野球に例えれば「8回＝8イニング」と考えており、そろそろ終盤戦で、これから景気の勢いが加速する可能性は低いと考えています。したがって、やはりFRBや金融市場が見通すとおり、利上げのペースは来年以降も現状のまま、緩やかに留まると考えています(年1-2回程度)。

米国の現在の失業率は4.9%であり、完全雇用の水準に近いとされています。また、失業率は昨年10月以降、4.9%前後で長く横ばい推移が続いています。労働市場は既に、2008年のリーマン・ショック以降に積み上がった大幅な「余剰」＝失業者を吸収しまっており、雇用の伸びはこれから加速するというよりも、だんだんと伸びが鈍くなっていく可能性が高いと見られます。

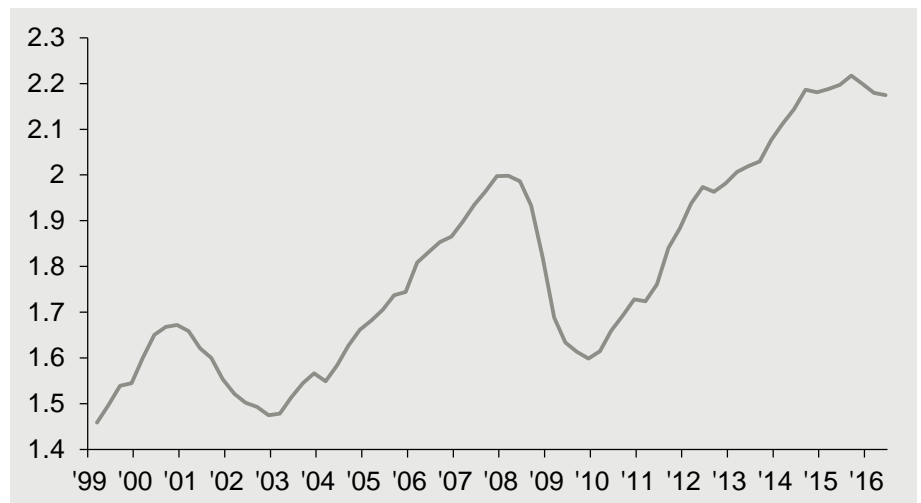
また、企業の設備投資については、既に伸びが止まった状態が2年近く続いています。この主たる要因は、原油安による資源関連企業の設備投資抑制ですが、FRBは設備投資について「幅広く弱い」と表現しています。

FRBは、低金利環境の維持によって、企業の設備投資を下支えすると見られるほか、何よりも、GDPの3分の2を占める個人消費の堅調さをできる限り、長く持続させたいと考えているはずで

雇用の伸びはこれから鈍くなり、賃金については労働需給のひっ迫で上昇圧力が想定されるものの、グローバル化＝新興国の安価な労働力との競争の影響で下押し圧力が続くと見られます。さらに、米国国内では所得・資産の不平等や、教育費の高騰によって、格差が解消されにくく、結果として一般的な家計は「豊かさ」を感じにくくなっています(→これこそが今回の大統領選挙において各党の予備選から長く続く争点です)。

こうした中、FRBは低金利によって、住宅市場や株式市場をできる限り安定的に押し上げ、一般的な家計の消費を下支えすることを企図していると考えられます。

参考図表2: 米国の設備投資(実質値、兆ドル; 1999年から2016年第2四半期まで)



出所: 米経済分析局(BEA)、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

## 低金利環境は過度なリスクテイクと変動性をもたらす 分散や円ヘッジが安定的な資産運用のカギを握る

以上をまとめると、FRBの利上げ見通しは来年以降も緩やかであり、また、そうした見通しは、実体経済と照らし合わせても整合性があると見られます。

「低金利環境が続く」との見通しは、金融資産価格にとってはプラスに働きます。ただし、そのような見通しは時に、過度なリスクテイクにつながり、金融市場の不安定性を高める可能性があります。金融市場によるリスクテイクや、これに伴う資産価格のバリュエーションは常に循環していて、しかも穏当な水準に留まり続けることはありません。結果的に、「行き過ぎては大幅な調整が入る」ことを何度も繰り返しています。

低金利かつ低成長で、資本＝お金は設備投資には向かわず、十分に余っている、いわゆる『カネ余り』の環境は、金融市場の変動性を大きくします。

日本の個人投資家は、こうした変動性の高い環境において、「慎重ながらもリスクテイク」を続ける姿勢が重要と考えます。具体的には、引き続き、

- 分散を進めること、および
- 円ヘッジに取り組む

ことが、いずれも資産のリターンを安定化させつつ、不安定な環境を乗り越えていくための方策と考えています。

Market Insightsプログラムは、グローバルな金融市場の幅広いデータや解説を、特定の金融商品に言及することなく提供するものです。お客さまの市場に対する理解と投資判断をサポートします。本プログラムは現在の市場データから投資のヒントや環境の変化を読み解きます。

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(以下、「弊社」という。)が作成したものです。本資料は投資に係る参考情報を提供することを目的とし、特定の有価証券の勧誘を目的として作成したものではありません。また、弊社が特定の有価証券の販売会社として直接説明するために作成したものではありません。弊社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、弊社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客様が投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。本資料に記載された意見・見通しは表記時点での弊社の判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や、当該意見・見通しの実現を保証するものではありません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。

【ご留意事項】お客様の投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください。

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

#### ◆ご注意いただきたい事項について

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、購入、換金の申込の受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の換金(解約)金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

#### ◆ファンドの諸費用について

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

投資信託の購入時: 購入時手数料(上限3.78%(税抜3.5%))、信託財産留保額

投資信託の換金時: 換金(解約)手数料、信託財産留保額(上限0.5%)

投資信託の保有時: 運用管理費用(信託報酬)(上限年率2.052%(税抜1.9%))

\*費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。その他、有価証券の取引等にかかる費用、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税等の実費(または一部みなし額)および監査費用のみなし額がかかります(投資先ファンドを含みます)。また、一定の条件のもと目論見書の印刷に要する費用の実費相当額またはみなし額がかかります。

J.P.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。Market Insightsプログラムは、以下のグループ会社により発行されたものです。

- ブラジル: バンコ・J.P.モルガンS.A. (ブラジル)
- 英国: JPモルガン・アセット・マネジメント(UK) リミテッド
- 英国以外のEU諸国: JPモルガン・アセット・マネジメント(ヨーロッパ) S.à r.l.
- スイス: J.P.モルガン(スイス) SA
- 香港: 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: JPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド
- シンガポール: 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: 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: 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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)
- 韓国: JPモルガン・アセット・マネジメント(コリア) カンパニー・リミテッド
- オーストラリア: 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(ABN 55143832080) (AFSL 376919) (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)
- カナダ(機関投資家限定): J.P.モルガン・アセット・マネジメント(カナダ) インク
- 米国: JPモルガン・ディストリビューション・サービス・インク(FINRA/SIPC会員)、J.P.モルガン・インベストメント・マネージメント・インク

Market Insightsプログラムは、アジア太平洋地域において、香港、台湾、日本およびシンガポールで配布されます。

アジア太平洋地域の他の国では、受取人の使用に限りです。

Copyright 2016 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

Material ID: 0903c02a8173451b