

マックス Q 到達に向けた連邦準備制度理事会の取り組み

エリック・シラー, CFA, リクイデティ責任者

航空宇宙工学の分野において、宇宙探査機を地球の軌道に乗せるための打ち上げプロセスで最も重要な瞬間の 1 つとして「マックス Q」への到達が挙げられることが知られている。マックス Q とは、宇宙探査機が速度を上げるにつれて生じる機体への抵抗力和、空気密度の低下による機体への負担の軽減がちょうど相殺し合うポイントであり、宇宙探査機が軌道に向かって順調に飛行し始めたことを示す瞬間である。しかし、マックス Q に到達する前に宇宙探査機が予定された軌道から逸れたり、機体が傾いたりした場合には、通常その打ち上げは失敗に終わり、探査計画は当初の予定よりはるかに短命となる。

新型コロナウイルスが米国および世界経済に与える影響に対応すべく、デフレという「重力」と格闘する連邦準備制度理事会（FRB）および米国財務省による大規模な金融・財政緩和政策は、マックス Q への到達と似ている。最近開催されたジャクソン・ホール会合において FRB は、過去 18 ヶ月にわたる金融政策を再検証したところ、2%のインフレ目標と実際のインフレ率の間に大きなギャップがあったことが判明したと発表した（下図参照）。インフレ目標の達成は FRB に課された 3 つの使命のうちの 1 つである物価安定に寄与するものである。世界金融危機後に FRB が実施した金融政策は実質的には過度に引き締められたものであり、その結果としてインフレ目標を達成することが出来なかった。足元の新型コロナウイルス流行の影響により、このギャップがさらに拡大する可能性がある。

FRBが新たに平均インフレ目標の導入を発表したことで、将来的にインフレ目標を達成するような兆候が表れたとしても、すぐに金融政策が引き締められる可能性はかなり低下した。しかし、こうしたインフレ目標（従来から「軌道」と見なされていたもの）の達成に向け、FRB はマックス Q に到達すべく足元の環境下でより大規模な政策を実施する必要があると我々は考えている。これは一般的な見解とは異なるものかも知れないが、FRB のインフレ目標と実際のインフレ率のギャップが拡大するほど、このギャップを埋めるのに必要とされる時間が長期化するほど、政策効果の信頼性に対する疑念も高まることになるであろう。

ヒューストン、問題が発生した¹



出所：ブルームバーグ、2020年6月30日現在

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

人口の高齢化、債務負担の増大、貨幣流通速度の低下（財政・金融緩和政策にもかかわらず）が米国経済に対する抵抗力となる一方、伝統的な量的緩和政策、信用刺激策、FRB による資産購入および財政支出の拡大がその推進力となっている。新たな追加財政刺激策に向けた瀬戸際政策が米国連邦議会において合意に至らなかったことで、米国経済の推進力となっていたエンジンの 1 つがストップしてしまった。これによって、FRB に追加的な推進力の負担が強いられることになる。もしも FRB が伝統的かつ保守的に行動し、追加金融刺激策の実施に二の足を踏むようであれば、最大動圧点であるマックス Q に到達できず、2.0%のインフレ上昇という「軌道」に乗ることが出来ないリスクが生じる。

より多くの推進力、より少ない抵抗力

どのようにすれば、FRB は米国経済により大きな推進力をもたらすことができるのだろうか。9 月 15～16 日に開催された FOMC において、「市場機能任せの量的緩和」から買い入れ債券の平均残存年数延長を伴うより伝統的な量的緩和への移行が決定されたが、これが幸先の良い第一歩になったと思われる。これによって、足元の財政赤字を補填するための財務省による国債発行から生じる市場のデフレシオン長期化が緩和され、長期金利の低下を下支えするはずである。これらが米国経済に対する追加的な推進力となるであろう。

FOMC 参加者による経済見通し（SEP）における「ドット・チャート」から、大きな制約となっている長期的な FF 金利の誘導目標予想の中央値 2.5%が削除される、あるいは大幅に引き下げられれば、さらに推進力が増すであろう。結局のところ、これは今後数年に亘り市場では FF 金利の誘導目標がゼロ近辺で推移することを示しながらも、長期的に見れば FF 金利の誘導目標が 2.5%に跳ね上がることを意味しており、何年か後には金融政策が引き締められることを示唆するものである。これが米国経済に対する更なる抵抗力となっている。

更に、実体経済への融資を促進するために ECB が導入している銀行向け超低金利の条件付き定期貸付である長期資金供給オペレーション（TLTRO）と同様に、銀行セクターに対するマイナス金利の導入を検討することで、FRB の政策の効用が高まる（それに応じて貨幣の流通速度も加速する）であろう。

米国経済は重大な局面を迎えており、軌道を逸したり、緊張感を緩めたり、あるいは推進力を弱めるような状況にはない。米国経済は依然としてマックス Q に到達しておらず、インフレ目標 2.0%の「軌道」に乗るといふ希望の光が途絶えていない以上、今の時点で FRB は手を緩めるべきではない。

¹ <https://www.nasa.gov/feature/50-years-ago-houston-we-ve-had-a-problem>（訳注：1970 年にアポロ 13 号の船体内で起きた事故と、その後の地球生還によって有名になったフレーズ。ヒューストンはジョンソン宇宙センターのコールサイン。）

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供することに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮していません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

留意事項 2

資料はPGIMフィクスト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"THE FED AND MAX Q"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ75746