パウエル議長は政策維持を表明するも、中期的には政策転 換の可能性も

エレン・ガスケ, CFA, PhD, G10 経済, グローバル・マクロ経済リサーチ・チームロバート・ティップ, CFA, チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者

連邦準備制度理事会(FRB)は、2021 年 3 月 17 日に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)において、予想通り政策を据え置いた。また、FOMC 後に公表された声明もこれまでと大きく変わらないものであった。一方、政策が据え置かれる傍らで FRB によって最新の経済見通しも公表されたが、今回発表された見通しは昨年 12 月の FOMC で公表された見通しから大幅に上方修正された。それでもなお、このように経済が上向くことが見込まれる中で、これに先手を打って FRB が金融引き締めを実施するようなことはないと改めてパウエル議長は強調した。むしろ、FRB は過去の景気サイクルよりも忍耐強い政策運営を行う意向であり、現在実施している景気刺激策からの政策転換は、経済見通しの上振れだけでなく、経済指標の実際の回復を確認してからとなるだろう。

新型コロナウイルスの感染拡大を受けて昨年末には経済成長が減速したが、ワクチンの接種が進んでいること、および累計 4 兆米ドルを超える財政支援策を背景として、経済活動は再び加速しているように見受けられる。FOMC 参加者による 2021 年の国内総生産(GDP)成長率予測の中央値は 2%ポイント超上昇して 6.5%となったが、これは民間部門のエコノミストによる GDP 成長率予測の上方修正と同調した動きとなった。また、失業率に関しては、今年は 4.5%に低下、2023 年には 3.5%にまで低下すると予測されている。インフレ圧力が極めて弱かった昨年との比較によるベース効果、および短期的には引き続き供給面でボトルネックが発生していることから、今年はコア PCE(個人消費支出)インフレ率が一時的に上昇すると見込まれる。2022 年のコア PCE インフレ率は 2%、2023 年には 2.1%に達するとFRB は予測している。

2021 年の経済活動の回復が実際に予想に近い推移となれば、我々は基本シナリオとして FRB が年後半に政策スタンスを変更すると考えている。FRB は、引き続き米国債と住宅ローン担保証券 (MBS) を少なくとも毎月それぞれ 800 億米ドルと 400 億米ドルのペース で買い入れるとのフォワードガイダンスを示しているが、我々は、年後半にかけて FRB が掲げる 2%のインフレ目標と完全雇用の達成に向けて大きな進展が見られる可能性があると見ている。そのため、FRB は秋の終わり頃に資産購入の縮小を発表し、その後数四半期に わたって資産購入を縮小させていく公算が大きいと考えている。

一方で金利に関しては、経済が一段と大きく回復するだけでなく、むしろインフレ率が実際に 2%に上昇 (当面にわたり、2%を若干上回る水準で推移)し、労働市場が完全雇用を達成するまで、FF 金利の誘導目標を据え置く方針であるとのフォワードガイダンスを FRB は示している。多くの FOMC 参加者は、こうした一連の厳格な基準を満たす状況に達するのは 2023 年以降だと予測している。しかし、4 人の FOMC 参加者は 2022 年にもこうした基準を満たす状況に達すると予想しており、7 人は 2023 年末までには利上げが実施されると見込んでいる。2022 年に利上げが実施される可能性は低いと我々は考えているが、春先にかけてワクチンの接種が加速することで急速な 景気回復が続けば、2023 年のいずれかの時点における緩やかな利上げの開始を予想する FOMC 参加者が更に増加する可能性があると我々は考えている。

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。

いずれ経済成長は鈍化する可能性があるが、当面の間は力強い成長が続くと予想される

景気が急速に回復する中、米国債のイールドカーブは先日開催された FOMC に先立って大幅にベア・スティープ化していた。FOMC では何人かの参加者が利上げを予想したものの、FRB の 2 つの使命が確実に達成されるまでは低金利が維持されるとパウエル議長が強調したことを受けて、米国債イールドカーブの短期ゾーンの利回りは落ち着きを取り戻した。経済成長に対する FRB の楽観的な見通しもリスク市場で好感されて株価は上昇し、信用スプレッドも縮小した。一方で、米国債イールドカーブの長期ゾーンでは若干利回りが上昇した。これは、FRB の政策によって実際に力強い経済成長がもたらされ、過度のインフレが引き起こされる可能性があるとの懸念が反映されたものだと我々は考えている(図 1)。

図 1:パウエル議長の声明によって米国債イールドカーブの短中期ゾーンは安定を取り戻したが、イールドカーブ長期ゾーンでは若干利回りが上昇し、インフレ期待も高まった。



出所: ブルームバーグ、2021年3月17日現在。

この先に目を向けると、今後実施される景気刺激策は経済全体にわたる資金フローに配慮したものであり、これによって景気過熱とインフレ上昇に対する投資家の懸念が燻り続けるため、米長期国債の利回りは引き続き高止まりする可能性がある。しかし、2021 年後半および 2022 年に目を向けると、経済成長が鈍化し始めるにつれて景気過熱、インフレ上昇、FRB による大幅な利上げに対する市場の懸念が後退する可能性が高い。そして、政策を転換するに当たって FRB は慎重なスタンスを維持するとの見方が、特に債券などの資産価格を下支えするだろう。これによって、利回りとリターンを希求する投資家がイールドカーブの長期ゾーンや信用力の低い発行体にも目を向ける動きに拍車がかかると考えられる。

本資料は 2021 年 3 月 18 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所 (特に断りのない限り): PGIM フィクスト・インカム。

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ーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルーデンシャルル・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もありません。これらの情報を提供するに当たって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が、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おりません。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おりません。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職員が、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。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが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、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番 号:193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁 (Autoritiet Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる 場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行い ます。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第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されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局(MAS)に登録、認可受けて 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。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託さ れることがあります。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) カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIM インクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。 (4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州: Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州: Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州: Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州: Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州: Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

留意事項2

資料はPGIMフィクト・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"POWELL RIDING HERD CALMS (AT LEAST SOME OF) THE MARKETS"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、英国プルー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 PGIMJ80159