

# ジャクソンホール — 視界不良、乱暴な着陸

ストラテジストの見解  
2023年8月25日現在



スティーブン・ドーバー, CFA  
チーフマーケットストラテジスト  
フランクリン・テンプレトン・インスティテュート

ジャクソンホールで開催された米連邦準備制度理事会（FRB）の年次シンポジウムを受けて、フランクリン・テンプレトン・インスティテュートのスティーブン・ドーバーが伝えたい唯一のメッセージは「政策金利はすぐには低下しない」ということです。

その昔、アラン・グリーンズパン米連邦準備制度理事会（FRB）議長はその難解な曖昧さで有名で、しばしば十分に理解されないような発言を行いました。

ジャクソンホールで開催された毎年恒例の中央銀行総会における待望のパウエル議長のスピーチは、まるでグリーンズパンと同じスピーチライターを起用したかのようでした。パウエル議長は経済とインフレについて多くを語りましたが、将来のFRB政策については多くが曖昧なままでした。しかし、彼の発言の（意図的な？）曖昧さの裏には、ソフトランディングシナリオの信者にとって憂慮すべきメッセージがありました。乗客は雄大なティトンの景色を楽しむことは難しく、乱暴な着陸に備えて、「シートベルトをしっかりと締めてください。」

当初の市場の反応は限定的でした。講演直後の株式市場と債券市場は一進一退を繰り返しましたが、引けにかけてやや異なる方向に動き、株式は上昇した一方で債券価格は下落しました。それらの動きが正しいかどうかはわかりません。

## パウエルの要点

はじめに、パウエル議長のスピーチは、やや退屈で最近の経済データを蒸し返すもので、FRBが好んで用いる指標であるコア個人消費支出（PCE）価格指数の詳細に焦点を当てたものでした。パウエル議長は、歓迎すべき財インフレの低下と住宅費インフレの低下の可能性を指摘した上で、非住宅のコア・サービス・インフレについては、経済の変化にもFRBの引き締めにもあまり反応していないことを強調しました。

また、パウエル議長は現在のFRB政策はすでに「制約的」であり、インフレ調整後の実質FF金利は、「中立的」な水準として広く受け入れられている範囲を上回っていると述べました。

しかし、パウエル氏は今後の展開については慎重に言及を避けました。彼は、より長期の利下げ停止、または追加利上げの可能性があると指摘しました。しかし、利下げには言及しなかったことで、同氏は講演の中で最も明確なメッセージ、すなわちFRBは現在の制約的なスタンスを今後も維持するか、あるいはさらに利上げする可能性があるかのどちらかである、というメッセージを送りました。早期の緩和は議論の対象外となっています。

## 亡き経済学者の奴隷？

これがパウエルからの明確なメッセージです。同氏の他の「グリーンスパン風」の発言を分析すると、FRBは2%のインフレ目標を達成するには経済の「スラック（需給の緩み）」が必要であるという見解に固執しているようです。ここでいう「スラック」は、「失業」の婉曲的な表現です。

この考え方はフィリップス曲線に由来したもので、フィリップス曲線は60年以上前に初めて開発されたもので、インフレ率と失業率の間に逆相関がある（すなわち、失業率が高ければインフレ率は低下する）ことを示すとされています。しかし、多くのエコノミストはこのアイデアに確信を持っていません。フィリップス曲線が失業とインフレの間の安定した関係を描いたことはなく、ここ数十年でその信頼性はさらに低くなっています。実際、米国のインフレ率の多くの指標は、失業率が上昇しなくても、今年大幅に低下しています。

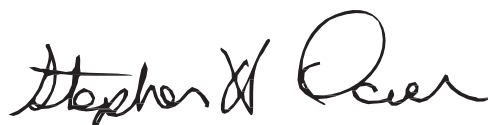
しかし、米連邦公開市場委員会（FOMC）のメンバーの大半は、パウエル議長のフィリップス曲線のアプローチを支持しているようです。つまり、FRBは投資家たちに目印を示していることとなります。具体的には、失業率が上昇するまで、政策は制約的であり続けなければならない（あるいは、より制約的にならなければならない）ということです。FRBが「スラック」の基準値としているのは、少なくとも4.0%の米国の失業率（3.6%から引き上げ）であるように思われます。

もしそうであれば、FRBは、インフレのダイナミクスの理解を取り巻く不透明さにもかかわらず（または不透明だからこそ）、乱暴な着陸は避けられない必然な結果であることを示唆していることとなります。

## 投資への影響

パウエル議長のジャクソンホールでのメッセージは、投資家にとって何を意味するのでしょうか。

- 第一に、利下げは早期には行われず、米国の失業率が4%を超えて初めて実施されるでしょう。それは2024年まで続く可能性があります。
- 第二に、米国経済は今後減速せざるを得ず、現在ウォール街のアナリストのコンセンサスとして予想されている2024年の企業利益の急回復は危ぶまれます。
- 第三に、米国国債のイールドカーブは逆転したままであり、さらに逆転が進む可能性があります。なぜなら、FRBは物価の安定を回復するために景気後退のリスクを甘受しており、その可能性が高いからです。「FRBと戦う」ことが報われることはめったになく、逆イールドカーブはその見方が正しいことを示唆しています。
- 最後に、経済の「スラック」がなくてもインフレ率が低下する可能性があるという点においてFRBが間違っているとすれば、FRBは政策の誤りを犯したことになります。もし間違っていた場合、後になって方針を転換することは、間違っていない場合よりもはるかに迅速かつ積極的に現在の引き締めを元に戻すこととなります。最終的に、投資家はFRBが実際にどれほど急速に引き締め姿勢を解除せざるを得なくなるかに驚くかもしれません。



## リスクについて

すべての投資は、元本割れの可能性を含むリスクがあります。投資の価値は下がることもあれば上がることもあり、投資家が投資した全額を取り戻せないこともあります。株価は、個々の企業、特定の産業やセクター、または一般的な市場環境に影響を与える影響によって、急激かつ劇的に変動する場合があります。債券価格は、一般に金利と反対方向に動きます。したがって、投資ポートフォリオに含まれる債券の価格が金利の上昇に適応すると、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。

テクノロジーセクターのような急成長産業（歴史的に変動が大きい）への投資は、製品の変化や開発のペースが速いこと、科学や技術の進歩や新薬や医療機器の規制承認を重視する企業に対する政府の規制が変化することで、特に短期的に価格変動が大きくなる可能性があります。ブロックチェーン対応デジタル通貨の購入および使用には、元本割れを含むリスクが伴います。本書で言及されている企業および/またはケーススタディは、説明の目的のみに使用されており、いかなる投資もフランクリン・templtonが助言するポートフォリオによって現在保有されている場合も、そうでない場合もあります。提供される情報は、特定の証券、戦略、投資商品に対する推奨や個別の投資アドバイスではなく、フランクリン・templtonの運用するポートフォリオの取引意図を示すものではありません。

## 重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・templtonの事前の書面による承諾なしの無断複製、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があります、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・templtonが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでもありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでもありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・templtonの機関投資家向け窓口にご相談ください。

詳細につきましては[www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com)をご覧ください。

CFA®及びChartered Financial Analyst®はCFA協会の米国における登録商標です。

### <当資料に関するご注意>

- 当資料は説明資料としてフランクリン・templton（フランクリン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した資料を、フランクリン・templton・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。翻訳は十分信頼に足ると考えますが、英文が原文となりますので、当資料内の記載は英語原文が優先されます。
- 当資料は、FTが各種データに基づいて作成したのですが、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。
- 当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている運用スタンス、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。
- この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利はFTに帰属します。したがって、FTの書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。
- フランクリン・templton・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417号）はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。

## フランクリン・templton・ジャパン

商号：フランクリン・templton・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417号

加入協会：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

