

MONTHLY NEWS LETTER

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

ビジネスと投資に役立つマンスリーニュースレター

5

May | 2025

高橋FPの社長が知りたいお金の話

生前贈与、2つの制度の選択ポイント

5月の主要経済カレンダー

米FOMC ほか

未来予想図ダイジェスト

先進医療機器

『富嶽三十六景』鑑賞ガイド

東海道程ヶ谷

マネークリップ

不透明な環境で注目 リートについて考える



写真:ロイター/アフロ

世界を覆う、スタグフレーション懸念

過去のマーケットに学ぶ

スタグフレーションへの懸念がマーケットを覆っている。

実際に発生した1970年代の米国の状況を少し確認してみよう。

景気の低迷局面でインフレが発生する事象は、スタグフレーションと呼ばれ、1970年代の米国が代表例として知られている。理論的に景気低迷局面では、インフレは抑制される。このため、景気悪化と高インフレは共存しない。しかし、1970年代に世界は二度のオイルショックを経験している。これが物価を押し上げたため、景気低迷下のインフレという事態に陥った。トランプ大統領が発動する「関税」が、当時の原油価格上昇と同じような供給側からのショックとなることが懸念されているのだ。

金融政策はどちらを優先するか？

失業率とインフレ率を足したものは悲慘指数と呼ばれる。スタグフレーションが厄介なのは、「雇用の最大化」と「物価の安定」の両立を、金融政策によって実現するのが困難になることだ。インフレを抑制するために金融を引き締めれば、雇用環境の悪化につながり、景気対策として金融緩和を行うとインフレを助長するといった具合で、政策当局はジレンマを抱えることになる。



パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長はトランプ大統領が相互関税の税率を発表した「解放の日」の2日後の講演で、関税の引き上げ幅が想定より大きかったとの認識を示しながらも、「われわれは急ぐ必要はないと感じる。金融政策の適切な方向性について結論を出すのは時期尚早だ」として、利下げの判断は急がず慎重に金融政策を決定していく考えを強調した。

パウエル議長は2022年の高インフレへの対応に際しても、「インフレ抑制策は痛みをもたらすが物価の安定を取り戻せなければ、さらに大きな痛みを伴う」と述べ、1970年代の経験を引き合いに出している。これらの発言からすると、実際にスタグフレーションに陥った場合には、インフレ抑制を優先する可能性が高そうだ。もっとも、1970年代よりもはるかに良好な現在の米国の経済環境を前提とした発言であることには留意が必要だろう。

今とは違う？ 株と債券の関係性

さて、その1970年代にFRBのかじ取りを担ったのは、アーサー・バーンズ議長とウィリアム・ミラー議長。そして、1979年8月に「インフレファイター」の異名を持つポール・ボルカー議長が登場する。1972年、1976年は政治の動きに配慮したとされる金融緩和が行われており、インフレを長引かせる遠因になったとの指摘もある。

この時代の株と債券の関係をを見ると、株価の下落時に債券価格が上昇する（利回りは低下する）という事象があまり見られず、むしろ株と債券の価格が同方向に動くことも多かったようだ。続く1980年代はさらにその傾向が強く見られる。インフレ抑制が重視される局面では、株式と債券のみのポートフォリオはあまり効果的ではない可能性がありそう。

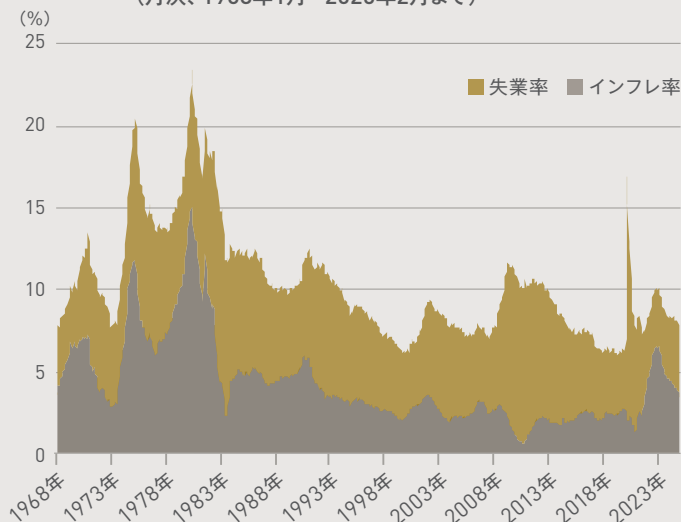
*

マーケットが大きく動揺した関税ショックだが、このような中で分散投資の効果を実感した人は多かったのではないだろうか。「解放の日」以降の株価下落局面では、日本国債や金の価格は上昇し、損失を多少和らげた。またリートなどは株式と比較すると小幅な下落に留まっている。

ここ数年は、米国株を中心とした海外株式の高パフォーマンスが目立っていた。投資信託の資金流入ランキングなどを見ても、世界の株式やS&P500など米国株式に投資する商品が人気化しているが、偏ったポートフォリオはショックに弱い。株式や債券などの基本的な運用商品の中で分散を行うのはもちろん、今後再び高インフレ時代が到来する可能性も考慮し、プライベートアセットなどのオルタナティブ資産を含めた幅広い資産への分散投資で、ポートフォリオを強化してはどうだろうか。

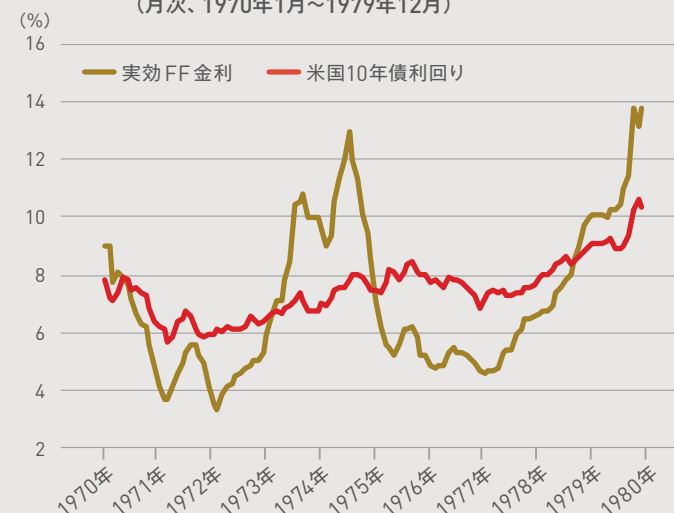
M

図表1 米国の悲慘指数の推移
(月次、1968年1月～2025年2月まで)



※悲慘指数は、インフレ率と失業率を足したもの。
インフレ率は食品とエネルギー価格を除く。季節調整済

図表2 1970年代の米金利の動き
(月次、1970年1月～1979年12月)



図表3 高インフレ下の株価と債券利回りの推移
(月次、1970年1月～1982年12月)



(出所)セントルイス連銀、Bloomberg等のデータをもとに当社作成