

ウォーシュ氏、FRBを思い通りの状況に追い込む

再び「茶葉占い」の時代です！万歳！来週、米国連邦準備理事会（FRB）は、ケビン・ウォーシュ氏が正式に議長に就任して以来、2回目となる会合を開きます。そして現時点では、その結果はまったく読めません。これは異例のことです。というのも、ベン・バーナンキ氏が「フォワード・ガイダンス」を導入して以来、市場は通常、FRBが何をするのか事前にある程度予想できていたからです。

しかし、ウォーシュ氏は「フォワード・ガイダンス」は望ましくないと考えています。そのため、市場は以前のように「茶葉占い」（関係者の発言や動きを細かく読み解くこと）を余儀なくされています。さらに、パウエル氏はFRBを去らず、水面下で反対勢力を率いているように見えます。そして3つ目の要因として、インフレ指標が極めて不透明であることが挙げられます。数カ月前までは戦争の影響による一時的なインフレ加速が見られたように思われましたが、先月は逆の動きとなりました。

利下げが実施されれば市場にとって大きな驚きとなるでしょう。一方、先物市場では10～20%程度の確率で利上げが織り込まれているものの、弊社はその可能性は極めて低いと考えています。

では、なぜ市場は利上げの可能性を意識しているのでしょうか。一つには、ウォーシュ氏がまだ「ドット・プロット（政策金利見通し）」を廃止していないことであります。前回6月中旬のFOMCでは、理事と地区連銀総裁あわせて19人のうち、3人が年内1回の利上げ、5人が2回の利上げ、さらに1人は3回の利上げを予想していました。

また、ウォーシュ氏は議会証言で、自身の下ではFRBは「2%を超えるインフレを容認しない」と明言しました。トランプ大統領からの利下げ圧力を受けるとの見方もありましたが、初会合では政策金利の据え置きに賛成票を投じました。

しかし、トランプ大統領もデータやFRB内部の力学という現実を受け入れつつあるようです。トランプ氏は「彼（ウォーシュ氏）には完全に独立してほしい」と発言しました。これは、ウォーシュ氏（そしておそらくベッセント氏）が、大統領に対し、利下げを強く求めればかえって逆効果となり、ウォーシュ氏の指導力を損なう可能性があることを示唆しています。現在のウォーシュ氏には、まずFRB内で基盤を固める時間が必要なのです。

インフレ率が2%以下となったのは、すでに5年以上前のことです。もしFRBが早期に2%へ戻すつもりがないのであれば、いつ実現するつもりなのでしょう。1年後か、2年後か、5年後か、それとも永遠に達成しないのでしょうか。

ウォーシュ氏は、パウエル氏と同様に2%インフレを目標として掲げています。しかし、市場からの信認を維持するには、遅かれ早かれ（できれば早い段階で）FRBは実際に2%のインフレ率を実現しなければなりません。

利上げが考えられるもう一つの理由は、FRB関係者の中心的な見通しでは、長期的なFF金利は3.00～3.25%程度とされているものの、現在の3.625%より低いその見通し自体を引き上げる必要があるかもしれないからです。

長期的に見ると、10年物米国債利回りは名目GDP成長率（実質GDP成長率+インフレ率）付近で推移する傾向があります。名目GDPは過去2年間で年率5.4%、2019年末のコロナ前景気循環のピーク以降では年率6.1%で成長しており、今後数年間で10年債利回りがさらに上昇する可能性を示唆しています。

さらに過去50年間では、FF金利は平均して10年債利回りを約1.15ポイント下回ってきました。つまり、10年債利回りの平均水準が高くなれば、FF金利も3.1%より高く、場合によっては現在の3.625%を上回る水準が適正となる可能性があります。

一方で、FRBが慎重姿勢を維持できる理由もあります。例えば、通常の米国債と物価連動国債を比較すると、5年先5年間の期待インフレ率（ブレイクイーブン・インフレ率）は依然として約2.4%にとどまっています。

確かにインフレは依然として根強いですが、しかし弊社は、イラン戦争やロシア・ウクライナ戦争が原油価格を押し上げ、世界の製油能力を低下させていなければ、公表されるインフレ率はすでにもっと低くなっていたはずだと考えています。

また、名目GDP成長率は金利設定の参考指標として有用である一方、誤解を招くこともあまたです。1990年代後半はドットコム投資がGDPを押し上げました。2000年代半ばには住宅建設ブームが同様の役割を果たしました。そして現在はデータ・センター建設がGDP成長率を実態以上に強く見せています。データ・センター投資を除けばGDP成長はより弱く、それはむしろ低金利を正当化する材料となります。

さらに、「茶葉占い」を続けるうえで注目すべきなのは、ウォーシュ氏が最近の議会証言で、FRBには金利以外にもインフレと戦う「手段」があると述べたことです。彼が指しているのはFRBのバランス・シートと量的引き締め（QT）です。FRBの保有資産を縮小すれば銀行システム内の流動性が減少し、それによってマネー・サプライの伸びも抑制されます。

実際、M2マネー・サプライは過去24カ月で年率4.7%という穏やかな伸びにとどまっています。そして最終的には、マネー・サプライの伸びが加速しない限り、インフレは徐々に鈍化していくと弊社は考えています。

住宅関連インフレも数年前と比べればかなり落ち着いており、住宅はインフレ指標の大きな構成要素です。また、ウォーシュ氏はFRBが「刈り込み平均（トリム平均）インフレ率」をより重視することにも関心を示しています。これは最も変動の激しい価格を除外してインフレを測る指標であり、極端に高い値と低い値を取り除いたうえで、中間的な価格動向を分析する手法です。

これらを総合すると、ウォーシュ氏の狙いは、FRB内のタカ派（本稿では「パウエル派」と呼ぶ）の圧力を抑え込み、利上げそのものを回避する道を探ることにあると弊社は考えます。現時点では、その試みはうまくいっているように見えます。彼には主張を支える論拠も、十分な支持もあり、長期戦を見据えて辛抱強い政策運営を続けることが可能な状況にあります。まさに今、ウォーシュ氏はFRBを自らの思いどおりの位置に置いているのです。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファースト トラスト	実績	前回
7-23 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 7月18日	211,000	211,000		208,000
7-24 / 9:00 am	新築住宅販売件数 - 6月	0.606 百万	NA		0.580 百万

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。

コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確かつ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。