

利下げへ

予想通り・・・ジャクソン・ホールでパウエル米連邦準備制度理事会（連銀、FRB）議長は、来月利下げが実施されると述べました。その結果、先物市場は、9月18日の会合での25 ベーシス・ポイント、または 50 ベーシス・ポイントの利下げを織り込んでいます。

世間ではフェデラル・ファンド金利が金融政策で最も重要だと思われているようですが、弊社はそうは考えていません。2008年の豊富（潤沢）な準備金政策（abundant reserve policy）の登場により、連銀はマネー・サプライと金利の関連を切り離しました。

実際には、金融政策のスタンスを決定するために注視するのは複数あります。金利もその一つですが、M2の伸び率がより重要です。そしてその伸び率は、財務省が連銀に預けている7,300億ドルの財務省一般会計（TGA）と呼ばれるものをどうするかによって左右されます。

インフレ率が鈍化した真の理由は、連銀がCOVID時にM2を大幅に増加させた後、M2を減少させたからだと思われています。確かに当時の短期金利は非常に低かったです。そうでなければ、2008-09年の金融危機の余波で短期金利が同じように低下し、インフレが急増していたでしょう。

同様に、インフレ率を下げたのは短期金利の引き上げではありません。それはM2の鈍化であり、その一因はTGAの拡大です。TGAは政府がおよそ7,000億ドルを流通市場から引き出すために使われました。

豊富な準備金と大規模なTGAというこの新しいシステムは、米国を現代通貨理論（MMT）に基づく経済に近づけるものとなり、財務省が国民から借金をしたり税金を課したりして流通資金を引き出し、それをTGAに隠すことができるようにしました。財務省はいつでもTGAから7,000億ドルを引き出し、支出によって流通市場に戻すことができるのです。

財務省や連銀が量的緩和・引き締めやTGAで何をするか正確にはわかりませんが、多くの人は利下げによって米国はハードランディングを回避できると考えているようです。しかしM2がほとんど伸びていない現状では、うまくいかないかもしれません。

2008年以来、その約8割の間、連銀は短期金利をインフレ率以下に抑え、9年間の間ゼロ金利を維持してきました。インフレ率が2.5%から3.0%である現在、連銀はフェデラル・ファンド金利を1ポイント引き下げて約4.5%としても、インフレ率がさらに低下しない限り金利は「正常」な水準に置かれます。

一方、短期金利が低下し始めても、住宅市場が急伸することはないでしょう。また、住宅ローン金利が3%まで下がることはないでしょう。加えて、連銀が利下げを開始し、さらなる利下げが期待されると、購入を控える可能性もあります。つまり、利下げは短期的には成長鈍化につながることもあるのです。また、現在の大統領候補が一部の住宅購入者に対して大規模な税額控除を提案していますが、これも購入を来年に先送りさせる要因となります。

連銀は新たな金融政策の実験を行っています。言い換えれば、彼らが行なっている利上げから利下げへの方向転換が着地点を固める方法だと信じてはいけません。COVIDのロックダウンの間に実施された政策による痛みを、私たちはまだ完全に感じていないのです。つまり、実質的な悪影響がないと思うのは妄想なのです。

弊社は、我が国が国営資本主義に近づいていることを懸念しています。過去1年間における新規雇用の82%は政府、医療、教育セクターによるものでした。財政赤字の拡大は、マネー・サプライがマイナスになっても経済を支えてきました。しかし財政赤字が過去のように急速に拡大しなくなった今、連銀が代わって成長を支えるエンジンになるようとしています。

財政支出と連銀の緩和政策で成長を押し進めるのは危険な組み合わせであり、完全に火が消える前にインフレに火がつく可能性があります。先週、金は史上最高値を更新し、ビットコインも上昇しました。市場はインフレが収束したとは考えていません。

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 トラスト予測	発表結果	前回
8-26 / 7:30 am	耐久消費財 - 7月	+5.0%	+5.8%	+9.9%	-6.7%
7:30 am	耐久消費財 (除く輸出機器) - 7月	-0.1%	-0.2%	-0.2%	+0.4%
8-29 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 8月24日	233,000	234,000		232,000
7:30 am	GDP速報 - 第2四半期	+2.8%	+2.8%		+2.8%
7:30 am	GDP連鎖物価指数 - 第2四半期	+2.2%	+2.3%		+2.3%
8-30 / 7:30 am	個人所得 - 7月	+0.2%	+0.2%		+0.2%
7:30 am	個人支出 - 7月	+0.5%	+0.4%		+0.3%
8:45 am	シカゴ購買部協会景気指数 - 8月	44.5	45.6		45.3