

金融引き締めはラグは解消された

何十年も前にミルトン・フリードマン教授が教えてくれたように、金融政策は長いラグと変動ラグをもって機能します。最近の経済報告によると、2022年から23年にかけての金融引き締め政策の長く変化しやすいラグが終わり始めているようです。

インフレも経済成長も減速しています。6月の消費者物価は0.1%下落し、COVID初期以来、一ヶ月としては最大の下落幅となりました。その多くはエネルギー価格の下落によるものですが、「コア」消費者物価も軟調で、同月はわずかに0.1%の上昇にとどまりました。消費者物価指数は6月も前年同月比3.0%上昇しましたが、7月には減速したように見え、原油価格が下落していることから、おそらく8月もそうなるでしょう。

一方、景気はますます軟調になっています。住宅セクターは依然として建設と販売の低迷に陥っています。民間新築住宅の建設額は、過去3ヶ月とも減少しています。最近の中古住宅販売件数は2010年の住宅不況以来、最低水準に近く、新築住宅販売件数はCOVID以前よりも減少しています。

7月の全米ISM製造業景況指数は46.8で、ブルームバーグに提出しているすべての経済調査団体の予測を下回り、さらに重要なのは、縮小を示す50を下回ったことです。生産指数は45.9まで低下し、COVIDロックダウン以来最低となりました。

そして7月の雇用統計は、雇用創出の著しい減速を示し、雇用者数の増加（前月の下方修正分を差し引いた）は85,000人と微々たるものでした。弊社は、政府部門（民間部門でない部分）、教育・医療サービス部門（政府部門がウェイトが高い）、レジャー・接客業部門（COVIDロックダウンからまだ回復していない）を除いた雇用者数に着目しております。この「コア」指標の7月の雇用者数はわずかに17,000人増で、今年に入ってから最も少ない増加でした。同時に失業率は4.3%に上昇し、3ヶ月前より0.4ポイント上昇しました。

確かにM2は10月に底を打ち、その後は上昇傾向にありますが、それ以降の上昇率は年率換算で2.4%に過ぎず、COVIDまでの20年間の平均年率6.1%（CPIは年率2.1%上昇と緩やかでした）に比べればはるかに鈍いです。

インフレ率と成長率の鈍化、M2の異常なほど鈍い回復、これらすべてを合わせると、連邦準備制度理事会（連銀、FRB）が過去に金融引き締めを実施したことを示す強力な証拠となります。政策の転換とその経済効果との間にタイムラグがあることを考えると、連銀は現在、より弱い引き締めの政策に転換する余地があります。

多くのアナリストや投資家にとって、それは短期目標金利の引き下げを意味します。日曜日深夜の時点のフェデラル・ファンドの先物市場によると、今年後半に125ベース・ポイント近い引き下げが見込まれています。しかし、金利の引き下げだけでは金融緩和とは言えません。

むしろ、連銀はマネー・サプライ、特にM2に焦点を当て始める必要があります。連銀が短期金利を引き下げても、銀行に対する資本規制が強化されるため、あるいは企業や消費者がさらなる金利低下を予想するため（それによって経済活動が一時的に先送りされる可能性がある）、マネー・サプライの伸びが弱いままであれば、金融政策を緩和したとは言えません。

1980年代のポール・ボルカー連銀議長は短期金利を大幅に引き上げることでインフレを打破したという俗説が広まっています。実際のところ、ボルカー氏はそのようなことはしていません。ボルカー氏が行ったのは、マネー・サプライに焦点を当て、その供給量を抑制することでした。つまり、連銀の公開市場操作を使って過剰流動性を吸収したのです。そして、短期金利の上昇とインフレ率の低下をもたらしたのは、こうしたオペの結果でした。マネー（貨幣の供給量）が減れば金利は上がりますが、ボルカー氏の焦点はマネーそのものにあります。もし仮に金利を上げずに過剰流動性を引き出したのであれば、彼は喜んでそうしたのでしょ。

今日の問題は、連銀がマネー・サプライに焦点を当てることを放棄し、準備金の乏しいシステムを、準備金が過剰に豊富なシステムにすり替えたこととあります。そしてそれにより市場ではなく、政府（連銀）が短期金利を操作していることです。

投資家は、連銀が正しい判断を下すかどうか大きく左右されます。マネー・サプライに注目することは、連銀がどれだけ成功するかを示すのに役立つでしょう。

そして最後に、連銀が過剰反応する可能性があります。世界は超低金利と超金融緩和に慣れてしまいました。株式市場は過大評価され、失業率は人為的に低くされていました。連銀がそれを正常だと思えば、必要以上にマネーを増やそうとし、スタグフレーションを引き起こす危険があります、1970年代のように。

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
8-5 / 9:00 am	ISM 非製造業指数 - 7月	51.0	51.0	51.4	48.8
8-6 / 7:30 am	国際貿易収支 - 6月	-\$725 億	-\$712 億		-\$751 億
8-7 / 2:00 pm	消費者信用 - 6月	\$100 億	\$76 億		\$114 億
8-8 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 8月3日	243,000	244,000		249,000

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。正確且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。