

お金のつぶやき

連邦準備制度（連銀、FRB）が先週フェデラル・ファンド金利を引き下げたことを受けて、株式市場は過去最高値に急騰しました。そして、先物市場ではさらなる利下げが織り込まれています。しかし、こうした利下げにもかかわらず、長期金利の低下にはつながっておらず、金価格は1オンスあたり3,700ドルを超える水準まで急騰しています。

明らかに、多くの投資家は今回の利下げが正当化されないと懸念しています。というのも、消費者物価指数（CPI）は過去12か月で2.9%上昇しており、1年前よりも高い水準だからです。連銀が重視するPCEインフレ指標の8月分は金曜日に発表予定ですが、前年比で2.8%の上昇となる見通しであり、これは2024年8月までの年率2.3%を上回っています。

いずれにせよ、現在、連銀のインフレ目標である2.0%から1年前よりもさらに遠ざかっているように見えます。であれば、利下げはインフレの火遊びではないのでしょうか？

弊社は、インフレは常に、そしてあらゆる場所で貨幣的現象であると考えています。これは何十年も前にミルトン・フリードマン教授が説明した通りです。一部の経済学者、特に連銀の中には、もはやマネー・サプライは有用ではないと考える者もいます。しかし、マネー・サプライを無視したままでは、なぜインフレ率が2022年に9.1%にまで急騰したのか（これは1980年代初頭以来の高水準）について納得のいく説明ができません。

そもそも、連銀はリーマン・ショック後の2008年から2015年までの7年間、短期金利をゼロ付近に据え置きましたが、その間インフレは抑制されていました。COVIDの際には、ゼロ金利はたった2年間に過ぎません。もし7年間のゼロ金利でインフレが起きなかったなら、なぜ2年間で起きたのでしょうか？唯一のしっかりした説明はマネー・サプライにあります。2008年以降は、銀行に対する厳格な資本・流動性規制によりマネー・サプライは抑制されていました。しかしCOVID時には、その規制が緩められ、連銀は2年間でM2マネー・サプライを前例のない40%も増やしました。これこそがインフレ急騰の原因です。

もちろん、COVIDによるロックダウンや財政赤字の拡大は異例の出来事であったことは理解しています。また、マネー・サプライの変化がインフレに与える影響には、長く不規則なタイム・ラグがあることも承知しています。しかし、2020年から2022年のM2急増が今日まで大きな影響を与え続けているとは考えにくいのです。

現在のインフレ率はピーク時よりもはるかに低く、これは近年のマネー成長率の鈍化と一致しています。M2は2022年から2023年にかけて減少しました（これは非常に稀な現象）し、それ以降は年率換算で3.9%の増加にとどまっており、2023年のピークと比べてもわずか1.7%の上昇にすぎま

せん。参考までに、COVID前の10年間ではM2は年平均6%のペースで成長しており、その間インフレは非常に低水準でした。

確かに、関税は一部の商品価格を押し上げますが、マネー・サプライが変わらない限り、他の物の価格は下がるはずで。たとえば、住宅価格はここ数か月で横ばいとなっており、新規契約者向けの家賃は今年第2四半期に8.4%も下落しました。これは2005年以降の四半期としては最大の下げ幅です。これにより政府統計上の家賃指標にも影響が及び、インフレ指標に対して下方圧力がかかるでしょう。つまり、連銀が利下げをしても、重要なのはマネー・サプライなのです。

さらに重要なのは、長年にわたり実質金利がインフレ率を下回っていた状況から一転して、現在では金利がインフレ率を上回っているという事実です。つまり、連銀の利下げは正当性があるということです。市場が織り込んでいる利下げ後の金利でも、実質フェデラル・ファンド金利はプラス圏にあります。これは政治的圧力によるものではありません。

連銀の独立性について懸念はありますか？ はい、金融政策は政治家の手に委ねるべきではありません。しかし、連銀自身にも責任があります。2008年やCOVIDの際、量的緩和やゼロ金利政策により、政府の赤字財政を可能にする“燃料”を提供してしまいました。その結果として生じたインフレ（政治家にとっての“クリプトナイト”）が、連銀と政治家に高金利と量的引き締めを受け入れさせることになったのです。政治家も連銀も金融緩和を望むかもしれませんが、最終的な判断を下すのは市場です。

まとめると、金利だけを見るのではなく、マネー・サプライにも注目すべきです。現在のところ、短期金利の適度な引き下げは妥当だと考えています。しかし、もしM2が再び急増するような事態があれば、弊社の見方も変わるでしょう。連銀は「データに依存している」とよく言いますが、理想を言えば、そのデータの中にマネー・サプライがもっと重視されるべきです。

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 トラスト予測	発表結果	前回
9-23 / 7:30 am	第 2 四半期 経常収支	-\$2,563 億	-\$2,268 億		-\$4,502 億
9-24 / 9:00 am	新規住宅販売高 - 8 月	0.650 百万	0.650 百万		0.652 百万
9-25 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 9 月 20 日	234,000	235,000		231,000
7:30 am	GDP - 第 2 四半期 - 最終値	+3.3%	+3.3%		+3.3%
7:30 am	GDP 連鎖物価指数 - 第 2 四半期	+2.0%	+2.0%		+2.0%
7:30 am	耐久消費財 - 8 月	-0.3%	-0.2%		-2.8%
7:30 am	耐久消費財 (除く輸送機器) - 8 月	0.0%	-0.3%		+1.0%
9:00 am	中古住宅販売高 - 8 月	3.960 百万	3.940 百万		4.010 百万
9-26 / 7:30 am	個人所得 - 8 月	+0.3%	+0.3%		+0.4%
7:30 am	個人支出 - 8 月	+0.5%	+0.4%		+0.5%

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。