

Blog #26 米国中立金利とインフレ

株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ
代表 伊藤 武

LOGOS Blog #26 米国中立金利とインフレ 2022.07.28

本日米FRBは政策金利 (FFR)を0.75%引上げました。先月に続き歴史的な0.75%の引上げにより政策金利は2.25%～2.50%となり、パウウェルFRB議長はこの措置により金利は中立水準に達したと発言しています。今後年内は継続の引上げにより年末に政策金利は3.25%～3.50%の水準に達することが市場予測のコンセンサスとなっています。6月の消費者物価指数 (CPI) は9.1%と事前予想以上の高水準となりましたが、FRBの措置により今後インフレ率は急速に低下する予測となっています。

中国経済はコロナ封じ込め対策により経済成長は急速に減速し、7月発表のIMF世界経済見通しも2022年及び2023年のGDP成長率は3.2%と2.9%となり、前回予測から0.4%及び0.7%の下方修正となっています。ウクライナ侵攻を発端にエネルギー及び穀物価格の急騰と供給障害が足かせとなり、中国経済の鈍化に伴い世界GDP成長が3%を下回るのは深刻なスランプを意味するものです。

今回の米FRBの機動的な政策金利の引上げを市場は歓迎し、早急な対策及び世界経済の減速予想を以って米国経済は今後インフレ率の下落をもたらし、景気も不況回避が可能となり、軟着陸の期待が高まっています。パウウェルFRB議長が政策金利は中立水準に達したとの発言はまさにインフレ対策の効果を期待するものです。金利が中立水準にあると言うことは同時に中立インフレも金利水準に収束することを意味します。年内政策金利は今後の予想引上げ1%程度が実現すれば、FRB委任片輪のインフレ対策と、例え一時的な不況となろうが、もう片輪の経済成長も復活させる試みです。長らく注目してきた米10年国債利回りも、5月相場急落時3.6%近辺までの上昇後、現在は2.8%水準に反落しています。米国利回り曲線も短期政策金利、2年国債及び10年国債金利がほぼ平坦となり、今後市場期待を織り込んだ状況を呈しています。

さて、今回パウウェルFRB議長の中立金利発言は、リーマンショック以降主要中央銀行が採用した異次元量的金融緩和策 (QE) の考え方から明らかに乖離した内容です。リーマンショック後政策金利 (FFR) はほぼゼロパーセント近くに据え置かれ、金融の正常化に転じた後も2018年末一時的に2.00～2.25%迄引き上げられた時点を除けば、大半の時点では1%未満で推移しました。その後コロナショックを経て、今

年の3か月前までFFRは0.25～0.5%で中立とは程遠い低金利でした。中立金利の概念を導入するには当然のこと金利とインフレの因果関係を検証しなければならず、俄かに注目され始めています。

リーマンショック後の米10年国債金利はコロナ襲来まで上下3.5%～1.5%の範囲内で推移し、その平均値は2.25%となっています。その間米消費者物価指数は年率平均1.61%で、2015年はゼロ近辺までさがりましたが、2%前後の動きが中心となっています。150年間の超長期で観測すると、米10年国債金利の平均利回りは4.5%です。その間消費者物価上昇率は平均的に2.5%水準となっています。元来貯蓄手段として全くリスクのない投資メルクマールは10年国債で、インフレ率に対して2%程度が期待実質リターンの標準と理解されてきました。「時は金なり」として貯蓄に対する普遍的な機会損益です。リーマンショック後の異次元金融緩和策採用は世界的な過剰流動性をもたらし、10年国債の期待実質リターンは0.5～0.6%まで低下したのが現状です。ゼロまたはマイナス金利の世界ではリスクのない米国10年国債は利回り2%程度でも需要旺盛な資産となっていました。

市場観察通り、FRB引締めにより今後は極度に高い9.1%のインフレ率から低下するのは必至であると同意します。大きな課題はどこまでインフレ率が低下するかでしょう。1990年代以降、2%インフレターゲットはほぼ全主要国の指標となっていました。そしてインフレ率が2%前後内に収まる環境では、中央銀行による過剰流動性供給は経済政策として有効な措置とされてきました。米FRBの現行の引締めにより、従来の目標インフレ率に収束する見通しが立てば、シナリオ通りの市場展開が期待できるでしょう。それに反し、時勢の変化に伴い、インフレを高める構造要因に直面しているのであれば、インフレ対応の中立金利も上昇せざるを得ません。そもそも2%インフレ目標は、インフレ傾向が低減する世界経済環境で、インフレの再燃を回避し、同時にデフレを避けるには経済成長目標として適正であるとの考え方から導入された目標値であると理解しています。客観的基準ではなく、時勢に応じたインフレ目標値の変更も模索され始めています。

インフレ目標2%の大前提が変われば、当然金利や金融政策も抜本的に見直す必要が生じます。今回のFRBパウウェル議長の中立金利発言はその可能性を示唆しているのではないかと観測します。このブログでは昨年末米10年国債利回りを注目していました。年初1.5%台から、まずは2%台への上昇、その次は3%台への上昇を。その都度相場の波乱要因となっています。インフレ前提が上昇に転じれば4%も視野に入り、そうなれば更なる相場の波乱要因となるでしょう。

以上

本資料は、株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足る

ものと信じておりますが、それを保証するものではありません。ここに掲げる過去の実績は必ずしも将来の動向を示唆するものでなく、実際の収益を確約するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。