



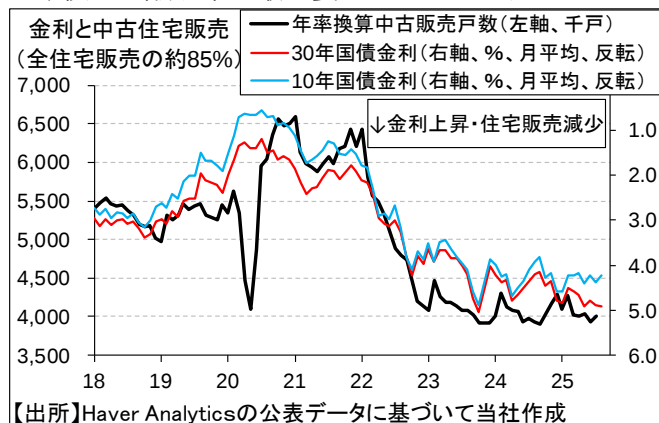
今後の米国の利下げペースが正しいかどうかを見定めるポイント

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

9月17日のFRBによる利下げを受けて、市場の焦点は今後の利下げペースに移った。一方で、トランプ政権が金融政策にプロレスのようなエンタメの要素を持ち込んだことで、金融政策決定会合が劇場化しつつあることが懸念されている。エンタメの要素として、金融政策を利下げ派と現状維持派に二分して対立を煽る、刺客を送り込むほか、FRB理事の個人的スキャンダルによる解任劇を持ち込んだことで、米国版ワイドショーのような様相を呈していた。ただ、この日のトランプ大統領は国賓として訪英中で、エンタメの要素は抑止されている。刺客としてFRBに送り込まれたミラン理事が0.5%の利下げを主張したが、米国版ワイドショーのネタにはなっていない。

利下げによりFF金利は4.0%-4.25%となった。目先は更なる利下げにより、1年以内に約3.0%まで低下することが織り込まれている。3.0%は、FRBが示すFF金利の長期的な均衡水準とほぼ一致する。つまり、政策金利は景気を押し上げも押し下げもしない中立的な水準に、約1年かけて引き下げるのが適切だと織り込んでいる。

今のFF金利の水準が景気を押し下げているのは間違いない。言い換えれば、金利水準が高すぎて需要が抑制される分野が明確に存在する。それは典型的には住宅販売と自動車販売の不振に如実に表れている。トランプ大統領が8月20日、SNS「Truth Social」に「誰かジェローム・“Too Late”・パウエルに、彼が住宅業界を非常にひどく傷つけていることを伝えてくれ。人々は彼のせいで住宅ローンが組めない。インフレは存在せず、すべての兆候が大幅な利下げを示している。“Too Late”は災害だ！」と投稿した。この内容は半分正しいが半分は誤っており、意外にも今後の金融政策の最重要ポイントが盛り込まれている。



左図の赤線と青線の長期金利は右軸で反転してあるので、長期金利の上昇、その後の高止まりが住宅販売を押し下げたことが読み取れる。では、利下げによって超短期の翌日物の政策金利を低下させれば長期金利も下がるのかと言えば、事はそう単純ではない。長期金利には将来のインフレ期待が加わるからである。言い換えるなら、無理筋な利下げをすると、将来のインフレ期待が上昇するため、長期金利は上がってしまうのである。もしこのメカニズムで長期金利が上昇すると、住宅販売はもっと大きな打撃を受ける。そうなる兆しは、微妙に上昇し続ける30年国債金利に明確に表れている。

実は、サイクル的に金融政策で米国より先行するのが英国だ。英国では、消費者物価が2024年9月の1.7%を底に、2025年7月には3.8%まで急上昇した。この間に失業率は4.3%から4.8%まで上昇した。政策金利は5.0%から4.0%まで引き下げられた。物価目標2%から程遠い状況での連続的な利下げは、失業増加とインフレ上振れの社会的コストを比較すれば、インフレを容認してでも失業に歯止めをかけて景気を下支えしたい、という意思表示だと理解できる。長期金利は、利下げの初期段階は上昇したが今年に入ってから横ばい圏で推移しており、長期のインフレ期待はアンカーされている。

今後の米国の見どころは、長期のインフレ期待をアンカーしつつ、連続的な利下げに入れるかどうかにある。そのためには、英国と同様に市場との対話が重要ツールとなるだろう。米国版ワイドショーに惑わされることなく、観るべきポイントを定めて事態の推移を見守るべきだろう。(脱稿9月18日)

以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認ください。