



2024年のFRB金融政策のカギは実質金利の調整

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

経済変数には実質値と名目値がある。名目値から物価の伸びを引くと実質値になる。これは GDP、賃金、金利など多くの経済変数に当てはまる。どちらを重視するかについて、単に GDP といえば普通は実質 GDP を意味するように、実質値こそが真の姿であるかのように一般には考えられている。

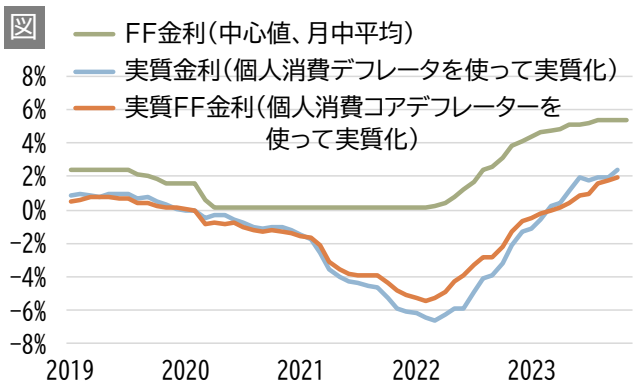
しかし、人々の意思決定に影響を与え、経済を動かす原動力となるのは名目値である。2024年の米国経済の最大のポイントは、ソフトランディングを盤石なものにするために、FRBが金融政策のかじ取りをどう調整するかにある。その際に最も重要なのは、低下が見込まれる米国の名目物価、それに合わせて名目金利をどう引き下げるかになると考えられる。

理論的には金融政策は実質金利を調整する。しかし近年のFRBは、実質金利よりも名目金利を重視するかのように見える金融政策運営を実施してきた。FOMCの議事録を見ても、実質金利(real interest rate)という言葉はほとんど出てこない。というのも、インフレ率が安定していたコロナ禍前は、両者の乖離が安定していたからである。しかし、その乖離が長期にわたる場合、あるいは名目で触発された行動が次の現象を引き起こし、名目値と実質値の乖離をより拡大させるリスクがある場合は、この限りではない。2022年の春先から始まった金融引き締めがまさにこのパターンだった。

2022年2月のロシアのウクライナ侵攻を受け、エネルギー価格と食料品価格が大きく上昇した。この状況を放置すれば、人々の将来のインフレ期待が高まり、消費の前倒しや場合によっては買い占めが発生するリスクがある。FRBは、このようにインフレ期待が一次的効果として人々の行動を変え、それが現実の物価に二次的効果として反映される事態を阻止しようと果敢に利上げを実施した。結果的には人々のインフレ期待は沈静化して、インフレ率も減速基調に入った。

問題は2024年である。12月13日の FOMCを受け、2024年に FRBが 3 回以上の利下げを実施するのはもはや既定路線となった。とはいえ、経済見通し要約表(SEP)では、個人消費デフレーターについて、2024年はヘッドラインとコアともに前年比 2.4%、長期均衡も 2.0%が見込まれている。失業率については、2024年は 4.1%、長期均衡も 4.1%が見込まれている。つまり、インフレ率は法律で定められた目標より高く、失業率で計測される賃金を通じたインフレ圧力も高止まりしたままなのだ。ここだけを見れば、利下げの実施は難しい。

しかし、現行の政策金利の中心値 5.375%は、あるべき水準と比較して高すぎる。というのも、経済見通し要約表において FRBが想定する潜在成長率は 1.8%、物価目標は2%、両方を合わせた概念的な名目経済成長率は 3.8%で、リスクプレミアムはせいぜい 0.5%と想定されるからだ。金利が高すぎると経済のハードランディングの確率が必然的に上がる。



【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

FRB は、2024年前半に主にエネルギー価格の下落が波及して表面的な物価が下がった局面で、名目値より実質値を重視して、利下げに踏み切る必要性を感じている可能性が高い。というのも、名目金利を据え置くと実質金利は上昇する状態だからで、実はこの状態は左図の通り今年最後の利上げとなった7月以降も続いている。個人消費デフレーターの減速に合わせる実質金利の調整が、FRB のアクションとしては利下げになる。

金融政策にはルールか裁量かの神学論争がある。FRB のように柔軟に現実に適応できる場合は裁量が望ましい。また一步、米国経済はソフトランディングに近づいたと理解して良いのではないか。(脱稿 12 月 18 日) 以上

■当資料は、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。■当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。■当資料は、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当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ます最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡す「目録見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。