

利下げシナリオの変更に傾く FRB

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

米連邦準備理事会（FRB）は2023年7月の連邦公開市場委員会（FOMC）でFF金利を5.25～5.5%に引き上げて以降、5回連続金利を据え置いている。据え置き理由は第1にFedが重視するコアインフレ（PCE）が2022年2月の5.6%をピークとして低下を続けているが、今年2月は2.8%とまだインフレ目標の2%を上回っていること、第2は経済活動が堅調なペースで拡大しており、3月の雇用者数は前月比30.3万人の増加と好調を維持し、失業率は3.8%と低いレベルに留まっているからだ。賃金の伸びも2022年3月の5.9%のピークから低下はしているが4.1%と依然コロナ前の2.5～3%のレンジを上回っている。

パウエルFRB議長は利下げの条件として「インフレ率が持続的に2%に向かっていると確信が得られる必要がある」と述べていたが、4月に発表された3月のインフレ率（CPI総合）が2月の3.2%から3.5%へ再び伸びを高めたため、「予想以上に時間がかかりそうだ」と、急いで利下げする必要はないとの考えを述べた。FOMCメンバーの3月時点の経済見通しでは2024年のGDPの伸びは前回（12月時点）の1.4%予想から2.1%に、コアインフレ率は2.4%から2.6%にそれぞれ上方修正されている。しかし、肝心のFF金利予想は3.9～5.4%のレンジから4.4～5.4%と下方部分が切り上がっているが、中央値は前回と同じ4.6%で、年内3回の利上げという基本シナリオを変えていなかった。

来年以降のGDP成長率予想は2025年2.0%、2026年2.0%で前回よりもそれぞれ0.2%、0.1%上方修正しているが、コアインフレ予想

は2025年2.2%、2026年2.0%と全く変わっていない。一方、FF金利は2025年末3.9%、2026年3.1%と前回よりそれぞれ0.3%、0.2%上方修正されている。長期見通しではGDPの伸びが1.8%、インフレ率が2.0%と前回予想と変わらず、FF金利も2.6%と前回の2.5%とほぼ変わっていない。Fedは3月時点ではこの経済見通しに沿って、年内3回利下げ、長期では2.6%まで利下げする意向だったが、その利下げシナリオに狂いが生じているようだ。

先行きの金融政策を考える前に、2020年のコロナ感染拡大から今日までの政策の推移を振り返ってみたい。2020年初めにコロナ感染が確認された時点では、FOMCはコロナ感染拡大により成長にブレーキが掛かり、インフレが2%目標を下回ることを警戒していたが、まだ金利には手をつけずFF金利を1.5～1.75%に据え置いたままだった。しかし、コロナが猛スピードで拡大する気配を見せ、NYダウが2月の3万ドルから2万ドルへ急落するや、3月3日に緊急FOMCを招集し、FF金利を0.5%引き下げ、続いて3月15日に再び緊急FOMCを開催、FF金利を1.0%引き下げて0～0.25%の実質ゼロ金利とした。

更にリーマンショック以来の量的緩和（QE）を導入して当面、毎月5000億ドルの米財務省証券、2000億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）の購入を決めた。また、CP調達基金（CPFF）、マネーマーケット・ファンド流動性基金（MMLF）、プライマリーディーラー信用基金（PDCF）、消費者や企業の信用取引下支えのためのターム物資産担保証券融資ファシリティ（TALF）などの導入も決めた。更に4月には雇

用維持を目的に中小企業庁の給与保証プログラム支援や中小企業への融資円滑化のためのプログラムなどが打ち出された。要するにゼロ金利、量的緩和、信用供与など打てる手は全部打つという決意を示したのである。

その後、2020年中の金融政策は現状維持を続け、2021年に入るとコロナで止まっていた経済活動の再開を受けて、量的緩和の段階的縮小（Tapering）の議論が進み、経済は完全雇用と物価安定という2つの使命に向かって進展していると判断して、11月にTaperingの開始と2022年3月を以って量的緩和を終了することを決めた。既にポストコロナによる需要急増とサプライチェーン寸断の後遺症による供給不足からインフレ率（CPI総合）は2021年1月の1.4%から2022年1月には7.5%にまで加速していたが、2月にウクライナ戦争勃発により資源価格が急騰したことから、9.1%まで加速することになる。FOMCは2022年3月にゼロ金利を解除してFF金利を0.25～0.5%のレンジとした。

しかし、この3月時点でコアインフレ（PCE）は5.6%に達しており、引き締めが遅れ（behind the curve）を意識したのだろうか、それから0.75%の利上げが4回、0.5%が2回、0.25%が5回と2023年7月までの1年4ヵ月の短期間に合計11回のほぼ連続の利上げを実施している。しかも、この急激な利上げが長期金利の上昇を誘発し、利上げ開始時点では2%だった10年物米国債利回りが5%まで加速上昇してしまった。これが長期債を大量に抱えていたシリコンバレー銀行などの米金融機関の破綻を招き、更にその信用不安が欧州に波及し、クレディ・スイスがスイス当局の支援を受けたUBSに買収されたことは記憶に新しい。

さて利上げ開始から2年が経過してコアインフレは3%を切るまで鈍化しており、3月のFOMCでは2%インフレ目標の実現を見据えて、利下げのタイミングを模索するFedのスタンスが伺えた。しかし、当初からこのFedの利下げシナリオを真っ向から批判する人が

いた。著名な経済学者で元財務長官、元ハーバード大学学長のローレンス・サマーズだ。サマーズは「Fedは利下げしたくてうずうずしている。足元の経済指標を見る限り、利下げは納得できるものではない」と述べている。

その理由として①失業率は完全雇用とみられる水準（4～4.5%）を下回っている、②GDPは潜在成長率とみられる伸び（2%程度）を上回っている、③企業金融は過剰流動性のお陰で極めて緩いものとなっていると指摘し、更に④債券市場への大きな圧力となっている巨額の財政赤字や政府債務の存在、⑤急増する民間設備投資、⑥AI製品への需要の急増、などを考慮すれば、政策当局者は現在の金融政策が引き締めの的であると考えべきではない、と述べている。

確かに財政赤字は2019年度の9836億ドルの後、1.9兆ドルのコロナ対策「米国救済計画法」など未曾有の財政刺激策の結果、2020年度には3兆1325億ドルと3倍に急増したが、2023年度でも1兆6952億ドルとコロナ前を依然として大きく上回っている。GDP比で見ても2019年度の4.6%が翌年に14.7%に急上昇し、2023年度もまだ6.3%と高い。財政赤字の増加につれて政府債務は2019年度の23.2兆ドルの後、2023年度は34兆ドルまで膨れ上がり、GDP比は2019年度の107.2%が2023年度には131.5%にまで上昇している。

民間設備投資は2020年こそコロナの直撃を受けて▲4.7%と減少したが、2021年以降は5.9%、5.2%、4.5%と極めて好調であり、特に知的財産投資は2019～2023年平均で7.3%の伸びと高い。また、デジタルエコノミーに関しては2017～2022年平均で7.1%成長とGDPの平均1.9%成長を大きく上回っており、かつコロナ禍真っ只中の2020年でも6%を上回る成長を記録している。サマーズは「これらの需要増大を考慮すれば、中立金利が基本的に4年前と同じ水準に留まっていると考えるのはおかしい」と述べ、FOMCメンバーが中立金

利に相当する長期のFF金利を2.6%と予想していることに対して、サマーズは中立金利を4%と考えており、「Fedは利下げを急ぐ必要もないし、Fedが想定する中立金利に向けて引き下げて行くのはインフレを加速させるので危険だ」と警告している。

ここでサマーズが言及する中立金利とは名目中立金利のことであり、景気を過熱せず、冷やしもしない金利水準を意味しており、景気をお風呂に例えれば丁度良い湯加減の温度と考えればよいだろう。同じく景気を過熱も冷やしもしない実質金利のことを自然利子率と言い、自然利子率と期待インフレ率の和が中立金利ということになる。期待インフレ率は2%と想定されているので、自然利子率に2%を足せば中立金利が求められるが、肝心の自然利子率の水準を計測するのが難しいので中立金利の水準も本当は分からないというのが実際のところだろう。

その中で一応の目安とされているのが、NY連銀のエコノミスト（Kathryn Houston, Thomas Laubach, John Williams）が開発したHLWモデルにより試算した自然利子率の数値である。自然利子率は潜在成長率や安定的なインフレ率と整合的な実質金利であり、GDPギャップや物価変動などの数値を元に試算している。これによると2008年のリーマンショック以前は2.5%だった自然利子率がリーマンショック後に0.5～1%のレンジに低下しており、2023年4～6月期は0.6%となっている。この数値に期待インフレ率2%を足せば中立金利は2.6%となり、まさしくFOMCメンバーのFF金利の長期見通し2.6%と一致する。

しかし、HLWモデルによる推計結果をよく見れば、1960年以降、成長トレンドとほぼ似通った数値を示していた自然利子率がリーマンショック後に成長トレンドを1%下回るなど、大きな乖離が生じていることが分かる。恐らくリーマンショックが誘発したデフレリスクが自然利子率を押し下げたからと推測さ

れる。しかし、リーマンショックから16年が経過し、米国経済の現状はコロナ感染の終結とウクライナ戦争の結果、労働市場の逼迫と資源価格の高騰に直面している。デフレの時代はとっくに過ぎ去り、むしろインフレを警戒しなければならない時代に移行しており、デフレリスクで下振れしていた自然利子率が成長トレンドに再接近する、即ち上昇すると考えても良いのではないだろうか。

サマーズは中立金利を4%と主張しているが、これは潜在成長率とみられる2%まで自然利子率が上昇しているとみているからだ。しかし、自然利子率を計測するのは至難の業だ。日銀の植田総裁も3月の決定会合後の記者会見で「実質の中立金利（イコール自然利子率）は何%とも言われますと、これは中央銀行の総裁はよく国際的に集まりますが、みんな2時間、3時間話をしてもなかなか答えが出ないという、幅のある範囲でしか決まらないというくらい、なかなか特定しにくいものです」と述べている。結局、景気が過熱したら中立金利はもっと高かった、冷え過ぎたらもっと低かったと、事後的に分かる類のものかも知れない。

このように、今後のFedの利下げについては中立金利論争もあって、FOMCのシナリオ通りに行く可能性は低くなった。パウエル議長以外にもタカ派で知られるボウマンFRB理事は「インフレが低下せず、反転上昇すれば（逆に）利上げが必要となる可能性もある」、サンフランシスコ連銀のデーリー総裁も「金利を調整する緊急性は全くない」と発言している。結論として、3月のFOMCメンバーの年内3回利下げ見通しは後退してしまった。更に長期では中立金利がFOMC予想の2.6%を上回る可能性が高い。よって、計量的な推計値にとらわれず、経済データの動きを細かくチェックし、その都度、中立金利と思しき水準との距離感を測りながらFF金利を調整する必要があるだろう。FRBにとって「ファインチューニング」、「アート」の要素が重要になってくると思われる。