

Topics

- ▶ パウエル議長は、追加利上げを検討していると述べたが、上振れ・下振れ双方向のリスクを踏まえて、政策判断を「慎重に」行う考えを示した。成長率・インフレの落ち着きをうけて、当面政策金利は据え置かれる見込み。FRBは、中立政策金利を特定せず、相応の幅があることを前提に政策運営を行うとみられる。
- ▶ 米経済は失速せずに回復が続く可能性が高まったことが、10年国債金利の上昇要因とみられる。コロナ禍後の回復局面で、企業の設備投資は抑制気味だったため、今後の米経済の減速は緩やかに止まると予想。米経済が景気後退には至らないため、長期金利の高止まりが続く可能性がある。

シニアエコノミスト 村上 尚己

パウエル議長は「慎重に」政策判断を行う

FRB（米連邦準備理事会）は、7月FOMC（米連邦公開市場委員会）で0.25%の利上げを行いました。6月会合で示された、23年末の政策金利見通しを踏まえれば、多数のメンバー（パウエル議長も含まれている公算）が、年末までに更に1回の利上げを想定している可能性があります。8月25日のジャクソンホール会合において、パウエル議長は「適切と判断した場合、追加利上げの用意はしている」と述べ、追加利上げを検討しているとの考えを改めて示しました。

ただ、「適切と判断した場合」という条件が前提となっており、実際には今後発表されるインフレや経済動向を評価したうえで、追加利上げの是非を判断するとみられます。消費者物価コアなどのインフレ指標は、6、7月分と続けてサービス価格を含めて低い伸びが続いており、高インフレは和らぎつつあります（図表1）。個人消費などの国内需要は年率2%程度の緩やかな伸びで推移する中で、労働市場では求人件数が減少するなど需給逼迫が和らぎ、インフレ圧力が抑制されているとみられます。

パウエル議長は、インフレ上振れに警戒しながらも、インフレの最近の落ち着きに触れ、更に、これまでのFRBによる利上げで政策金利が「抑制的水準」まで上昇しているため、引締めによる支出抑制効果が今後顕在化する見通しを示しました。その上で、今後の政策対応については、慎重に(carefully)判断していくと述べました。

高インフレをリスクとして認識しながら、利上げが行き過ぎて経済成長を必要以上に低下させる逆のリスクについても、同程度に警戒する必要がある、と議長は認識しているとみられます。

成長インフレの落ち着きで政策金利は据え置き

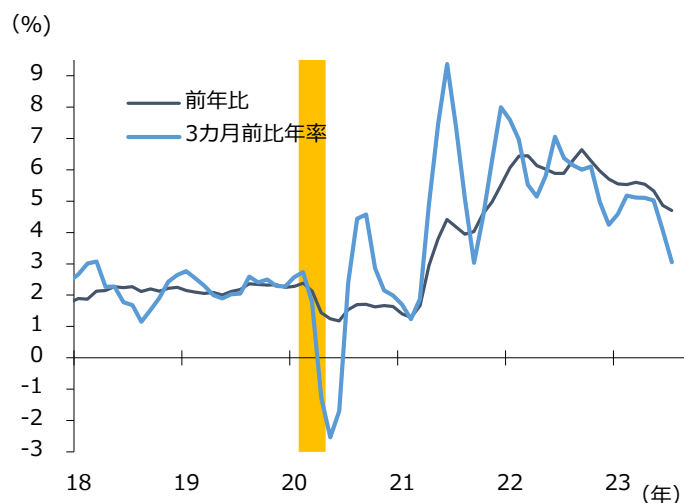
FRBが利上げを続ける可能性はまだ残っていますが、経済・インフレが双方ともに再加速することが、再利上げに踏み出す条件になると筆者は考えています。

ただ、①これまでの金融引締めの効果がより顕在化、財政政策の押し上げが減衰、②中国経済の停滞をうけて製造業の生産回復が後ずれしつつある（図表2）、などが経済成長抑制要因になるとみられます。

このため次々回の会合が行われる10月末まで、米国の経済成長・インフレが再び加速する可能性は高くないと見込まれます。追加利上げは見送られ、5.25~5.50%の政策金利は、当面据え置かれることになるでしょう。

図表1

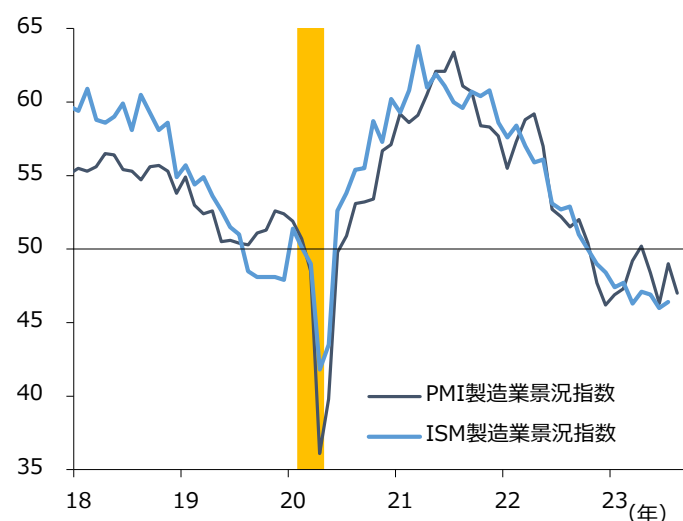
米 CPI（消費者物価）コアの推移



期間：2018年1月～2023年7月（月次）、シャドーは景気後退局面（出所）リフィニティブよりアセットマネジメントOneが作成

図表2

米 製造業の景況感指数



期間：2018年1月～2023年8月（月次）、IMS景況感は7月まで、シャドーは景気後退局面（出所）リフィニティブよりアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

特定の中立金利にFRBは拘らない

5月にNY連銀が自然利子率（*：完全雇用経済下で均衡する景気に中立的な実質金利）の公表を再開、自然利子率は上昇していないとウィリアムズ総裁が述べました。

ただその後、8月初旬にNY連銀は、①自然利子率は短期と長期に分けて試算できる、②長期的な自然利子率が上昇している推計モデルがある、などの分析を公開しました。パウエル議長はジャクソンホール講演でも、「中立金利については不確実性がある」と言及しました。

観測できない自然利子率の水準については、相応の幅をもって想定しながら、FRBは政策対応していくとみられます。中立的なFF金利が不確かなので、引締めの政策金利の水準も、経済・インフレによって変わるため、経済指標の変動によってより柔軟にFRBの政策対応が行われるでしょう。

なお、筆者は6月に執筆した[コラム](#)で、FRBが単独の推計モデルに依存することはなく、中立FF金利が上方修正されるシナリオが想定できると指摘しました。多くのFOMC参加者は現状2.5%近傍と中立FF金利を見込んでいますが、これがより高い水準にあるため政策金利を高止まりさせるべき、との見解が今後増える可能性が高いと見込まれます。

米経済の底堅さが長期金利上昇の要因

FRBの利上げの到達点が近づく中で、米10年国債金利は8月に4%台まで上昇して推移しています。長期金利上昇は、国債発行計画発表など需給への思惑がきっかけになりましたが、FRBの引締めが続く中で米国経済の回復が長引く可能性が高まっていることが、より本質的な長期金利上昇要因とみられます。

22年3月以降FRBは、過去30年経験しなかった急ピッチなペースで利上げを行い、マネーサプライが対前年で減少に転じる中で、金融引締めの余波で23年春先には一部金融機関が破綻しました。このため、急ピッチな利上げが経済成長を急失速させるとの見方が、7月まで長期金利上昇を抑制していたとみられます。

ただ、春先の銀行破綻後の経済状況をみると、銀行貸出動向は安定するなど、信用環境は大きく変わっていません。経済成長率は失速するどころか、十分減速しないことが依然懸念される状況が、夏場まで続いています。

米経済に対する金融市場の慎重な見方が強かったことが、長期金利上昇を抑制、これが利上げの引締め効果がFRBが意図した通りに波及しなかった一因になっていたと言えます。

米経済の緩やかな減速が続く中で、名目GDPは依然として5%以上伸びているため、経済成長率と比較すると、3%台の長期金利は低すぎる可能性があります（図表3）。4%程度への長期金利上昇で、引締め効果がようやく顕在化するため、8月に起きている長期金利上昇に関してFRBは警戒しておらず、むしろ歓迎している可能性がありそうです。

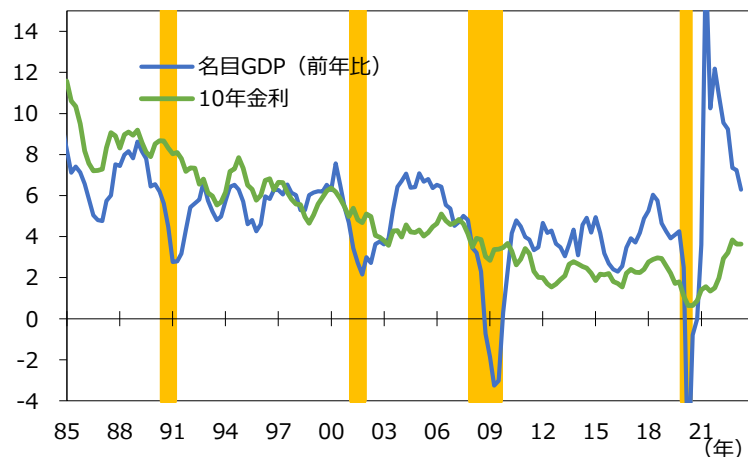
長期金利上昇でも経済が急失速しない理由

仮に4%台で長期金利が高止まるとしても、米国経済は急失速に至らない、と筆者は考えています。一つの要因は、企業の設備投資が大きく調整する可能性が低いことです。通常、経済成長が大きく失速するに至るまでには、ブーム的な企業による設備投資の拡大が起きます。ただ、23年までの回復局面では、不確実性が高い中で、企業による設備投資は、大きく増えたキャッシュフロー対比でみると、それを下回る水準に抑制されていました（図表4）。

図表3

米 名目GDPと10年国債金利

(前年比%、%)



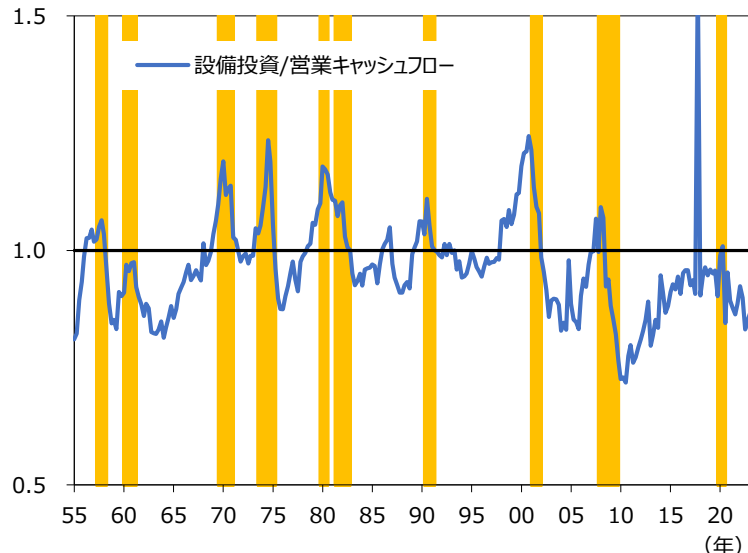
期間：1985年Q1～2023年Q2、シャドーは景気後退局面

(出所) リフィニティブ、ブルームバーグよりアセットマネジメントOneが作成

図表4

米 非金融企業の設備投資/営業キャッシュフロー

(倍)



期間：1955年Q1～2023年Q1、シャドーは景気後退局面

(出所) リフィニティブよりアセットマネジメントOneが作成

急増した銀行貸出に大きく依存していた商業用不動産投資などを除けば、設備投資需要が残っている企業が少なくないとみられます。このため、今後引締めの効果が顕在化する中で、米経済の減速は限定的となり、景気後退が回避されると筆者は予想しています。

米国経済が景気後退に至らずに、緩やかな減速に止まるとすれば、FRBによる利下げ開始するかどうかは、インフレが年率2～3%のレンジに安定的に低下するかどうかによって依存します。この時期は早くとも24年半ばと見込まれます。FRBが利下げに転じる姿勢を示すまでは、4%付近で長期金利の高止まりが続く可能性がありそうです。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をします。市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、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、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。