

Topics

- ▶ FRBは6月会合で政策金利を据え置いたが、パウエル議長は利上げペースを調整したとの考えを強調。今後1回程度の再利上げが予想されるが、利上げは最終局面に入ったとみられる。23年末までに、これまでの利上げの効果から、経済成長にはブレーキがかかる見通し。
- ▶ NY連銀は自然利子率が、2024年にかけてゼロ程度まで低下するとの試算を示した。一方、自然利子率の推計値は幅をもってみる必要があり、また景気変動の要因等によって過小に算出されている可能性がある。
- ▶ FRBが、FF金利の長期均衡水準を下方修正する可能性は低く、今後上方修正されることも含めて幅広いシナリオが想定できる。

シニアエコノミスト 村上 尚己

利上げ停止ではなく「利上げのペース調整」

6月13～14日に開催したFOMC（米公開市場委員会）において、FRB（米連邦準備理事会）は政策金利を5.00～5.25%のレンジに据え置きました。22年3月に始まった急ピッチな利上げ局面は、終わったかのように見えます（図表1）。

パウエル議長は、今回の政策金利据え置きは利上げ停止ではなく、利上げペースを調整する対応であると説明、「7月会合はライブである」と、経済動向によって政策判断を行う考えを示しました。今回判明したFOMCメンバーの23年の政策金利見通しでは、18名中12名が追加で2回以上の利上げを想定、パウエル議長を含めた執行部メンバーの多くが複数回の追加利上げを想定しているとみられます。今回の金利据え置きは「利上げ途上のペースの調整」と位置付けられます。

なお、パウエル議長は会見で、利上げ見送り“skip”と言及した後、この表現は不適切と訂正しました。パウエル議長が“skip”を否定したことは、利上げ停止が十分あり得ると解釈ができます。一方、skipは否定しましたが、次回7月会合での再利上げをパウエル議長が想定している「本音」が漏れた、との解釈も可能です。筆者は、後者の解釈がパウエル議長の真意に近いと考えています。

年後半に米経済にはブレーキがかかる見込み

7月FOMCで再利上げするのか市場は疑っていますが、「利上げ途上のペース調整」であれば、6月見送りの直後の7月会合では、利上げが行われる可能性が高いとみられます。

その後、9月会合以降の判断は、経済・インフレの動向次第で変わるとみられます。多くのFOMC参加者が想定するよりは、経済活動や労働市場の減速が起きる、と筆者は予想しています。このため、7月に想定される利上げが今回の利上げサイクルの最後の利上げになる、とみられます。

米国の経済指標については、強弱が入り混じり判断が分かれる局面です。特に、労働市場は総じて堅調なままであることが、経済成長を支えています。

一方で、これまでの利上げに伴う金融機関の貸出態度の厳格化が消費や設備投資を抑制し、堅調な労働市場にも波及しつつあるとみられます。中小企業への資金繰り状況についてのサーベイでは、23年に入ってから徐々に厳しくなりつつあるとの見方が増えています（図表2）。また、ゼロコロナ政策終了後も中国経済の停滞が続くなど海外経済も減速しており、コロナ禍後の回復局面で膨らんだ企業の利益マージンが、インフレの和らぎで低下するとみられます。米企業の業績停滞が設備投資の足かせになり、米経済の成長を抑制すると見込まれます。

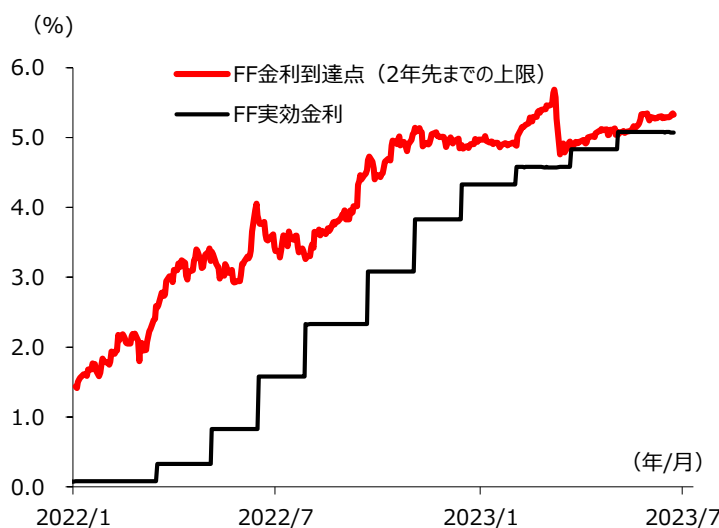
次ページへ続く

※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。

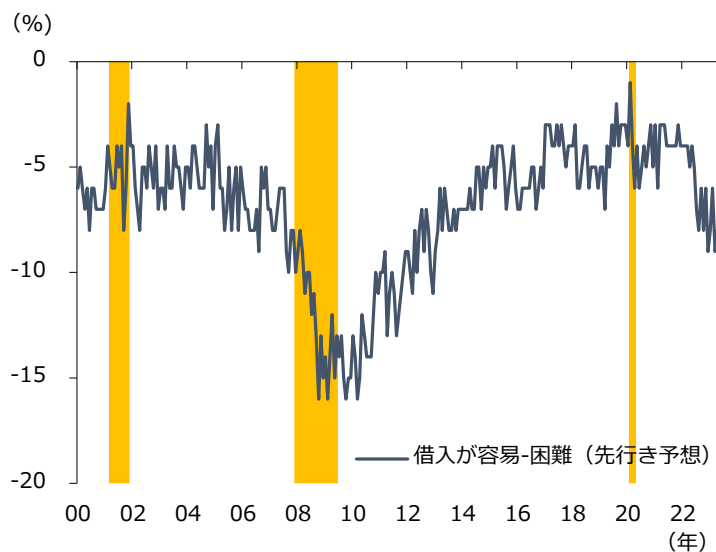
図表1

米 FF金利と到達点の市場予想



図表2

米 中小企業の資金繰り見通し



NY連銀は自然利子率の推計値を公表

利上げが最終局面に近づきつつある中で、NY連銀は5月に自然利子率（R*）の推計公表を再開しました。自然利子率は、FRBが長期的に政策金利をどの水準に安定させるかの指針になります。自然利子率に基調インフレ率を足し合わせると、名目均衡金利です。これは現状2.5%前後で、FOMC参加者が表明している長期水準FF金利（ロンガーランFF金利）の中央値とほぼ同じです。

ウィリアムズNY連銀総裁は、コロナ禍前対比で自然利子率が現在ほぼ同水準にある、との見方を示しました。コロナ禍後に自然利子率が上昇している見方を、FRBが否定したことになります。

一方、ウィリアムズ総裁は講演の中で、自然利子率が24年までにゼロまで低下すると試算を、併せて示しました（図表3）。自然利子率が今後一段と低下すると想定している可能性を示しています。ただ、実際に自然利子率が今後ゼロまで下がり、FOMCメンバーによるロンガーランFF金利の想定が更に低下する可能性は高くない、と筆者は考えています。

理由の一つは、自然利子率の推計誤差が大きい点です。コロナ禍前に推計されていた自然利子率（図表4 黒線）は2019年まで0.5%前後でしたが、新たな自然利子率の推計値（図表4 青線）は、2018年頃に1.0%付近まで上方修正されています。

これがNY連銀の自然利子率の代表的な推計値で、23年には0.6%付近です。一方、異なる推計モデル（図表4 緑線）は、1%台の自然利子率が試算されています。以上の試算値のバラツキは、試算方法や推計モデルによって1%程度自然利子率の水準が変わり得る可能性を示しています。

自然利子率を動かす要因とは

二つ目に考慮すべき点は、自然利子率は、長期的な要因によって動くことです。具体的には、労働生産性、人口動態（高齢化）、所得格差の拡大、安全資産（ドル資産）への需要増、などが影響します。これらは、10年などの長期的な要因として、自然利子率を動かすと考えられています。例えば、IMFは先進各国は1970年代後半から2010年代の約40年間に、約2%自然利子率が低下した可能性を指摘しています。これが正しいとすれば、約10年で自然利子率は約0.5%動いたことになります。

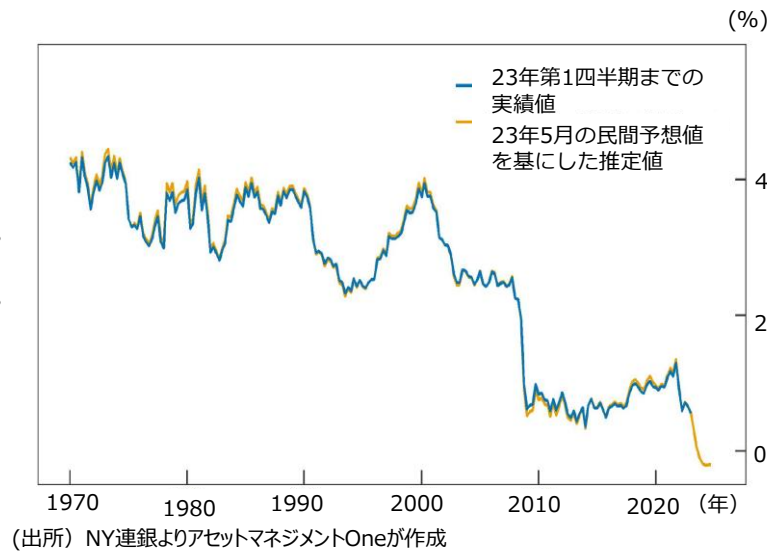
一方、先に示したNY連銀による自然利子率の先行き推計（図表3）を額面どおり受け止めれば、2022年から24年までの2~3年で、1%以上自然利子率が下方シフトすることになります。同様の自然利子率のシフトは2008年のリーマンショック前後でみられましたが、推計モデルが示すレベルシフトは、経済成長の落ち込みという景気循環の要因が影響していると考えられます。長期的な変動要因である労働生産性とは異なる景気変動の影響によって、自然利子率が過小に試算されている可能性があります。

これらを踏まえると、ウィリアムズNY連銀総裁が示した、自然利子率がゼロ付近まで今後低下するという試算をもって、FRBが想定する長期水準FF金利（ロンガーラン金利）が2.5%から一段と低下する可能性は高くない、と筆者は考えています。

また、FOMCメンバー18名中7名は、2.5%をやや上回るロンガーラン金利を想定しています。一方、2.5%を下回るロンガーラン金利を想定しているFOMCメンバーは3名だけであり、自然利子率が一段と低下すると考えているFOMCメンバーは、現時点では限られていると言えます。

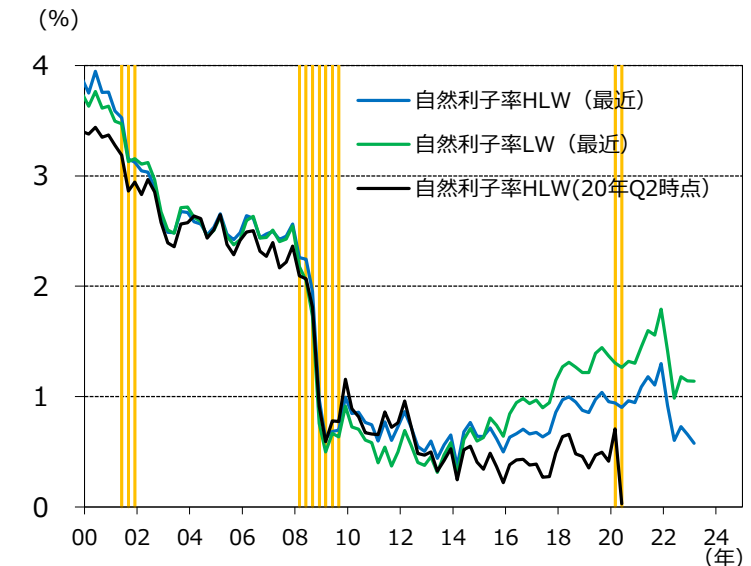
図表3

自然利子率の試算



図表4

自然利子率の推計モデル



期間:2000年Q1~23年Q1(黒線は20年Q2まで)

(出所) NY連銀よりアセットマネジメントOneが作成、シャドーは景気後退局面
黒線: Holston-Laubach-Williams推計(20年Q2時点)、青線: Holston-Laubach-Williams推計(23年Q1時点)、緑線: Laubach-Williams推計(23年Q1時点)

ロンガーランFF金利は上方修正される可能性

FRBによる利上げは最終局面に至り、2024年には利下げ開始が、本格的に検討されるとみられます。FRBは、利下げ開始の条件に加えて、長期的にどこまでFF金利を引き下げるかについて、本格的な議論を始めるとみられます。

今後の議論の過程で、NY連銀が示した自然利子率の推計値の妥当性ととともに、「2%インフレ目標」について検討される可能性もあり得ます。一部の経済学者は、インフレ目標を2%から引き上げることが望ましい、との考えを示しています。

今後の議論次第ですが、ロンガーランFF金利は現状の2.5%から上方修正される可能性も含めて、幅広いシナリオが想定できる、と筆者は考えています。

※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。）に投資をしますので、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。