

# 米利上げのハードル上げはバブルに繋がる可能性

取締役 首席エコノミスト 鳶峰 義清(しまみね よしきよ)

## 連続利下げも一旦様子見

10月に行われたFOMCで、FRBはFF金利の誘導目標水準を0.25%引き下げ、1.50~1.75%とした。利下げは3会合連続で、昨年未まで4年間にわたって続けてきた利上げから一転し、不安定な国際情勢に伴う景気へのリスクや、製造業部門を中心とした景気減速への対応に迫られた。

一方で、FOMC声明文では今回の利下げ局面で、更なる利下げを示唆してきた文言を削除することで、今後はしばらく様子見に転じることを示唆した。背景には、生産活動の減速傾向が続く一方で、個人消費は引き続き好調さを保っており、総じて見れば米国経済が失速するような兆候は見られないことが挙げられる。それどころか、消費者の景況感や失業率は半世紀ぶりの良好な水準にあり、必要以上に利下げをした場合の弊害(物価上昇圧力を高めるリスク)も懸念される状況にある。実際、FOMCメンバーの一部は、10月の利下げに反対票を入れている。

## 利上げへのハードルも引き上げたFRB

一方で、FOMC後の記者会見で、パウエルFRB議長は利上げに転じる場合の条件について言及し、それを物価上昇率が持続的に、顕著に上昇する(ことを確認した)場合とした。連続利下げに対する市場の過度な期待を抑える一方で、利上げの条件にも言及することで、利下げ停止=利上げ開始と捉えてしまうような市場の勇み足を回避させることに成功したといえる。

実際、利上げへのハードルはかなりの程度上がったと判断される。FRBは米国の望ましい物価上昇率を2%程度(個人消費デフレーター伸び率でみて)としているが、こ

れは物価上昇率の上限という意味ではなく、数年間の平均的な伸び率でみて、ということだ。しかし、実際の物価上昇率をみると、2018年にはエネルギー価格の押し上げによって個人消費デフレーターは2%を上回る伸びとなったが、エネルギーと食料品を除いたコアベースでは一時的に2.1%に達したものの、大半の期間で2%以下の伸びにとどまった。足元で米国景気は過去最長の景気拡大記録を更新中だが、この期間の平均物価上昇率も1%台半ばにとどまっている。こうしたことを勘案すれば、物価が持続的に、顕著に上昇するには、景気が今後持ち直しに転じ、過熱感を伴う方向に動いていったとしても、相当の時間がかかるだろう。

## いずれバブルに向かうリスクも

足元での製造業部門の減速は、中国との貿易戦争の影響もあるが、(世界的に)在庫調整局面に入っていることの影響も大きい。循環的なパターンから判断すれば、需要が失速するような事態に陥らない限り、在庫調整は2020年の半ばには終焉を迎える可能性が高い。実際、主要各国においては最終需要が堅調であり、在庫調整圧力も軽微なものにとどまっている。

今後、生産活動に持ち直しの兆候(たとえば受注の回復や出荷在庫バランスの底打ちなど)が見られれば、市場においても景気失速懸念は薄らぎ、先行きの再加速に対する期待が高まろう。その場合でも、利上げのハードルが高いという認識のもとでは金利先高感が薄く、マネーはリスクの高い資産へと流れやすい環境が続く可能性が高い。2020年のマーケットは、リスク性資産に資金が流入してファンダメンタルズから乖離して価格が上昇するバブルを警戒することになるかもしれない。