

「Fedspeak」が復活そしてウォーシュ氏は新たな風を吹き込む存在

連邦準備制度理事会（FRB）の議長であるケビン・ウォーシュ氏は、先週のジャクソン・ホール会議での講演を通じて、自身が金融政策についてどう考えているのかを示しました。その講演で、特に目を引いた点が2つありました。

第一に、「Fedspeak（フェドスピーク）」が復活するかもしれません。元FRB議長のアラン・グリーンズパン氏は、「irrational exuberance（根拠なき熱狂）」のような言葉で有名になりました。ウォーシュ氏の講演の中に「Preparing for Future Policy Conjunctures（将来の政策局面への備え）」という見出しのセクションがあり、まるで昔に戻ったような気がしました。「Conjunctures（局面）」ですって？ グリーンズパン氏も誇らしく思うことでしょう。

第二に、ウォーシュ氏については、「フォワード・ガイダンス（金融政策の先行きに関する指針の表明）」を廃止し、FRBをより慎重で控えめな組織にする、という見方があります。そのため、FRBが発信する材料は減ると考える人も多くいました。しかし、ジェローム・パウエル氏と比べると、ウォーシュ氏は金融政策の「金融」の側面に、はるかに重点を置いています。パウエル氏は、潤沢な準備預金やマネー・サプライについての質問には答えようともしませんでした。記者会見は金利と関税の話ばかりになったのに対し、ウォーシュ氏は商品価格やM2について語っています。

ウォーシュ氏は7つの原則を示しました。その5番目は、「短期金利は、FRBの使命を達成するための主要な手段である」というものでした。

弊社はこの考えに全面的に反対します。もし金利が金融政策の主要な手段なら、なぜバーナンキ議長の下で7年間にわたって金利がゼロ近辺に維持されてもインフレは安定していたのに、パウエル議長の下ではゼロ金利をわずか2年間続けただけでインフレ率が9%に達したのでしょうか。そして、なぜここ数年の利上げ後もインフレは頑固なまでに高止まりしているのでしょうか。

2008年以前の「scarce reserve regime（準備預金が希少な体制）」の下では、金利は金融政策を示す重要なシグナルでした。銀行はフェデラル・ファンドを取引し、準備預金の供給量の変化が短期金利を動かすのに役立っていました。しかし現在、銀行には準備預金があふれており、銀行同士がそれを取引することもなくなりました。現在のフェデラル・ファンド金利は、FRBがほぼ市場の影響を受けずに決める「レート・フィキシング」に近いのです。もはやマネーと金利は結びついていません。

だからこそ、ウォーシュ氏が示した6番目の原則、「money matters（マネーは重要である）」は、非常に心強いものでした。こ

れは、パンデミック中にM2が40%以上も急増し、それを無視したことこそパウエル氏の犯した過ちであり、その結果として40年ぶりの高インフレを招いたと考える、我々フリードマン派にとってはまさに新たな風です。

ここには、5番目と6番目の原則の間に興味深い緊張関係があります。もし「マネーが重要」なのであれば、なぜ短期金利を金融政策の主要な手段と考えるべきなのでしょう？ 弊社は逆に考えます。金融政策は、政策当局が翌日物金利をどこに設定したかだけでなく、何よりもまずマネーの量がどう変化しているかによって評価されるべきです。FRBのバランス・シート、銀行の準備預金、信用創造、そして米財務省の一般勘定（Treasury General Account）も重要です。特に、それらがマネー・サプライに影響を与える限りにおいてはなおさらです。

ウォーシュ氏はまた、「フォワード・ガイダンス」を厳しく批判しました。「フォワード・ガイダンス」は市場を動かします。FRBが「これから金利についてこうする」と言えば、市場はその方向へ動きます。そしてアナリストは、「市場はFRBがこうすべきだと考えている」と言います。しかし実際には、市場はFRBの「フォワード・ガイダンス」に反応しているだけなのです。ウォーシュ氏はこれを、FRBを市場が映し、その市場を今度はFRBが映し返す「hall of mirrors（鏡の間）」と呼んでいます。彼の指摘は完全に正しいと思います。

ただし、ウォーシュ氏が本当に「短期金利は金融政策の主要な手段だ」と考えているのであれば、「フォワード・ガイダンス」もそのプロセスの一部になります。そういう意味では、彼の主張には少し一貫性を欠くところがあります。願わくば、彼自身もそれを理解していて、FRBを徐々に、しかし着実に、マネーを重視する機関へと戻そうとしているのであってほしいと思います。

ウォーシュ氏はまた、インフレ率が高止まりしていた65カ月間について、FRBが責任を負うべきだとも述べました。FRBが1970年代のインフレを自ら引き起こしたことを認めるまでには、30年近くかかりました。それをわずか65カ月で認めるというのは、まさに奇跡です。ワシントンD.C.にとって、なんという新しい風でしょう。

最後に、彼の発言は金利についてタカ派的な姿勢を示すものでした。市場では、9月に利上げが行われる確率が65%と織り込まれています。弊社もそれに同意しており、その確率はさらに上昇すると予想しています。「当社は、今回のFRBの新体制、そしてより透明性の高い金融政策への回帰を歓迎します。」

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファースト トラスト	実績	前回
9-1 / 9:00 am	ISM 指数 - 8 月	55.2	55.2		55.6
9:00 am	建設支出 - 7 月	0.0%	-0.2%		-0.1%
午後	乗用車・トラック総販売台数 - 8 月	16.3 百万	16.4 百万		16.3 百万
9-2 / 9:00 am	製造業受注 - 7 月	+0.7%	+0.4%		-0.1%
9-3 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 8 月 29 日	205,000	204,000		206,000
7:30 am	国際貿易収支 - 7 月	-\$901 億	-\$906 億		-\$733 億
9:00 am	IISM 非製造業指数 - 8 月	54.1	54.3		54.1
9-4 / 7:30 am	非農業部門雇用者数 - 8 月	55,000	52,000		-23,000
7:30 am	民間雇用者数 - 8 月	50,000	47,000		30,000
7:30 am	製造業雇用者数 - 8 月	5,000	5,000		5,000
7:30 am	失業率 - 8 月	4.1%	4.1%		4.1%
7:30 am	時間当たり平均賃金 - 8 月	+0.3%	+0.3%		+0.1%
7:30 am	週平均労働時間 - 8 月	34.3	34.3		34.3

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。