

### 9 月利上げは見送るも、年内 12 月利上げの可能性

趙 玉亮

#### 要旨

成長率は加速に転じつつものの、今しばらく動向を見極めるとの理由などから、9 月 FOMC では追加利上げを見送った。また、17 年にかけての利上げペースもさらに引き下げられた。今後については、利上げの根拠が高まりつつあることや、利上げ派が着実に増えていることなどから、当総研では 16 年 12 月に利上げへ動く可能性があるとみている。

**経済ファンダメンタルズ：成長は加速に転じるものの、加熱の兆しは見られない**

15 年下期から 16 年上期にかけて米国経済は減速にあったが、最近では個人消費の強まりなどから加速しつつあり、アトランタ連銀による GDPNow（9 月 23 日現在の推計値）が示される 7～9 月期の成長率は前期比年率 2.9%と、年後半の成長率が再び高まると見込まれている。

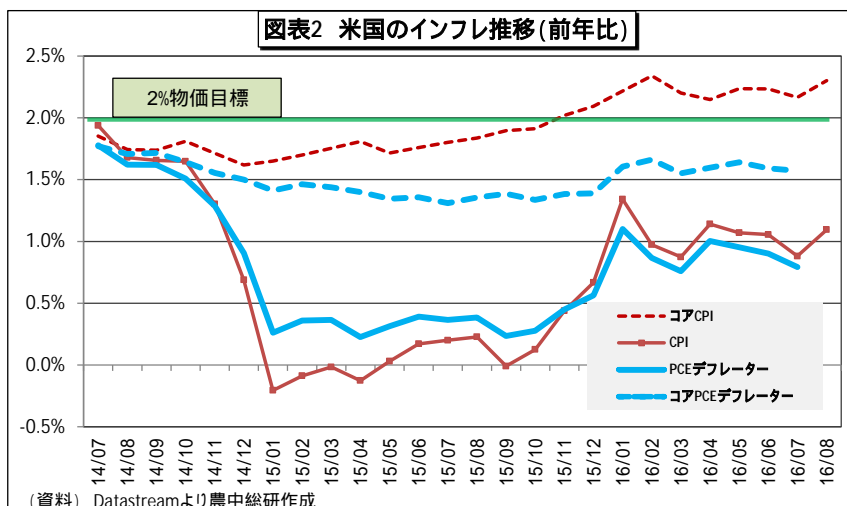
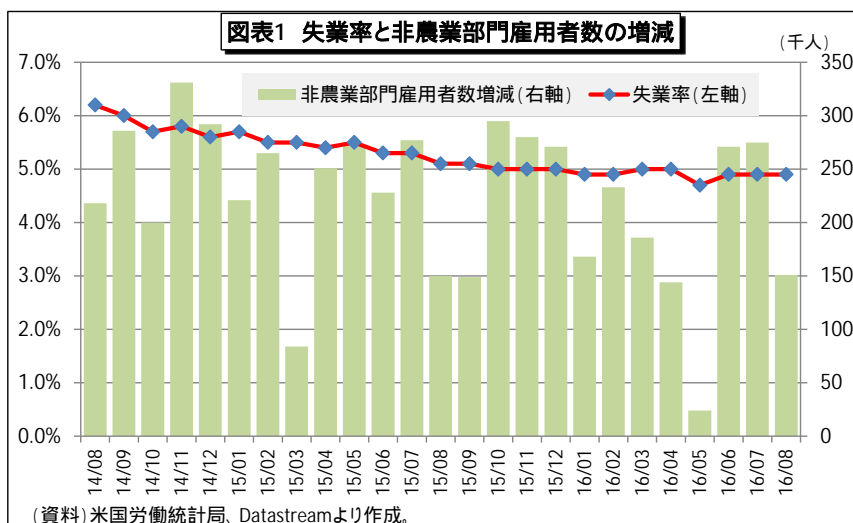
雇用については、8 月の非農業部門雇用者数は前月から 15.1 万人増とまずまずの数字となった。直近 3 ヶ月の平均値（約 23 万人増/月）を踏まえれば、雇用増加のペースは鈍化していない。同月の賃金上昇率は前年比 2.5%で前月より 0.1%ポイント鈍化した。すう勢的には高まっている。また、新規失業保険申請件数は、低水準である 30 万人を継続的に下回っている。

また、物価については、消費者物価指数（8 月）は前年比 1.1%と伸び悩んでいる状況は変わっていない。ただし、コア消費者物価指数（食料・エネルギーを除く）は同 2.3%と、10 ヶ月連続で 2%を超えている。

一方で、8 月の小売売上高は、5 ヶ月ぶりに前期比で減少に転じたほか、製造業と非製造業 ISM はともに低下したことに加え、鉱工業生産も低下するなど冴えない指標も多かった。

先行きについては、雇用が堅調なペースで拡大し続けていることや、消費者センチメントが高水準であることなどを考えると、引き続き堅調な個人消費に牽引され、米国経済の拡大基調は続くとみている。

ただし、雇用増加が拡大しているにもかかわらず、失業率が年初とほぼ同程度であることから、労働参加率の回復など労働市場の Slack 解消には当面時間がかかることが示唆されている。こうしたことが影響してか、賃金や物価上昇の加速など景気が過熱する兆しも依然みられていない。



**声明文で成長と短期的リスクを上方修正**

9月のFOMC(連邦公開市場委員会)声明文は7月に比べ、成長率については、「年初と比べて高まっている」としており、上方修正された。また、短期的なリスクについては「概ね均衡している」(roughly balanced)と、前回の「短期リスクが後退した」より強い表現となった。この2点は、今後の利上げの論拠として見てよい。

**利上げを見送った理由は**

しかし、結果的に、9月の利上げは見送られた。その理由については、「当分の間、雇用最大化と物価目標の達成に向けさらなる確信を待つ」ためである。また、イエレン議長の記者会見での「景気に過熱の兆しがない」という発言と合わせれば、9月12日に行われた、9月の利上げ観測後退のきっかけとなったブレイナード・FRB(連邦準備制度)理事の講演で述べられた見解に近い、ハト派的なものとなられる。

**FF 金利の見直し：下方修正**

一方で、さらなる確信を待つ期間は「当分」としている。なお、今回の会合では即時の利上げを求め、反対票を投じた FOMC メンバーは 7 月会合の 1 人から 3 人まで増え、利上げを巡る FRB 内の意見対立が激しくなっていることが示されている。

今回公表された FRB 理事・地区連銀総裁による経済見通しの大勢予想では、6 月の見通しに比べ、16 年の成長率と失業率が幾分下方修正された（図表 3）。また、物価上昇率については、16 年見通しは下方修正され、17 年と 18 年はほぼ変わらなかった。

一方で、FF 金利の見直しについては、16 年と 17 年を中心に下方修正された。16 年内は 1 回（6 月時点は 2 回）、17 年は 2 回（6 月時点は 3 回）の利上げ見直しとなっており、想定される利上げペースは一段と鈍化した。18 年内は 3 回（6 月時点も 3 回）とそのまま維持されている。

図表3 FRB理事・地区連銀総裁による経済見直し(16年9月時点)

	2016年	2017年	2018年	2019年	長期(longer-run)
実質GDP	1.7～1.9 (1.9～2.0)	1.9～2.2 (1.9～2.2)	1.8～2.1 (1.8～2.1)	1.7～2.0 (n.a.)	1.7～2.0 (1.8～2.0)
失業率	4.7～4.9 (4.6～4.8)	4.5～4.7 (4.5～4.7)	4.4～4.7 (4.4～4.8)	4.4～4.8 (n.a.)	4.7～5.0 (4.7～5.0)
PCE デフレーター	1.2～1.4 (1.3～1.7)	1.7～1.9 (1.7～2.0)	1.8～2.0 (1.9～2.0)	1.9～2.0 (n.a.)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.6～1.8 (1.6～1.8)	1.7～1.9 (1.7～2.0)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0 (n.a.)	
FFレート 誘導水準	0.625 (0.875)	1.125 (1.625)	1.875 (2.375)	2.625 (n.a.)	3.000 (3.000)

(資料) FRB 資料より作成

(注) メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。GDP、PCEは各年第4四半期の前年比。FFレートはメンバー全員の予想中央値。下段( )は前回見直し。

長期(longer-run)とは、適切な金融政策の下で、経済にさらなる大きなショックがない場合に、収斂すると予測した水準である。FFレートの誘導水準を0.125%単位に予想の幅を細分化した。

**今後の利上げ予想：16年内は1回、17年は物価動向次第で二つのシナリオ**

以上から、今後大きなリスク要因が顕在化しなければ、12月には利上げが実施される可能性が高いと見られる。もちろん、FOMC 終了後に行われたイエレン議長の記者会見では、「新たなリスクがなければ11月の利上げもありうる」と11月利上げの含みを持たせたものの、その直後に大統領選（11月 FOMC は11月1～2日に開催、大統領選投票は11月8日）があることから、11月の可能性は低い。ただし、大統領選に伴う金融市場への影響や、海外リスク（イタリア国民投票や中国人民元の SDR 入り後の切り下げ可能性）などの要因もあり、今後もこれらの動向を見極める必要

がある。

半面、17年内の2回と予想される利上げについては、不確実性もある。前述したように、6月の見通しに比べ、今回は16年の物価見通しが引き下げられたが、17年はほぼ据え置かれた。つまり17年にかけては物価上昇が加速すると予想されている。6月見通しでは17年に「物価上昇幅0.3ポイントに対し利上げ3回」だが、9月見通しでは「物価上昇幅0.5ポイントに対し利上げ2回」については、やや違和感がある。もし実際に物価上昇が加速すれば、17年内の利上げ回数の増加あるいは利上げ幅拡大の可能性もある。

一方、17年に実際の物価上昇の勢いが鈍化している場合、利上げペースが拡大しない可能性もある。17年度に入れ替わる投票権を持つ連銀総裁のほとんどは中間派或いはハト派とされ<sup>(注1)</sup>、明確な物価上昇ないし景気過熱の兆しがなければ、利上げに慎重な態度を取るだろう。

注1：17年に投票権を持つ連銀総裁はエバンス氏（シカゴ連銀）、ハッカー氏（フィラデルフィア連銀）、カプラン氏（ダラス連銀）、カシュカリ氏（ミネアポリス連銀）である。

## 今後の留意点

以上から、足元では引き続き、年内の利上げの行方を焦点に、経済指標や大統領選、そして海外リスク要因の動向を注視したい。また、以下のいくつかの点にも留意したい。

## 現行政策手段の有効性への懸念と予防的利上げ

軟調な海外経済やドル高基調が長期化するなか、米国経済は低生産性、低自然利子率といった「ニューノーマル」に入っている。

すでに景気拡張期は86ヶ月を迎え、1950年代以来最長の拡張期の120ヶ月を考えると、リセッション入りはそう遠くないかもしれない。それを背景に、FRBの現在の金融政策手段の有効性が疑問視され始めている。伝統的な政策手段としてのFF金利は当初の予定より利上げが遅れてゼロ近傍にあり、景気悪化時の政策余地が限られるほか、フォワードガイダンスとQEの有効性、また大きなバランスシートを抱えているままでの出口の困難さなどへの懸念も高まっている。一方、日欧のようなマイナス金利導入に対しては、FOMCのなかでは否定的な意見が多い。

こうしたなか、予防的な利上げを主張する連銀総裁が出ている。こうした持論を持っているウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁（中間派）とローゼングレン・ボストン連銀総裁（ハト派）である<sup>(注2)</sup>。今後、リセッション期の政策手段の準備として、ある

いは景気拡張の持続性を脅かす潜在的风险に対応するための、予防的な利上げを主張する意見が、FOMC メンバーの中でさらに広がるかが注目される。

注2: ウィリアムズ氏とローゼングレン氏いずれも予防的な利上げを主張するものの、ローゼングレン氏は持続的な景気拡張を脅かすリスクを強調しており、今回も即時の利上げを支持しており、反対票を投じた。両者の具体的な主張内容を以下の文献に参考されたい。

John C. Williams, “Monetary Policy in a Low R-star World”, August 15, 2016.

Eric S. Rosengren, “Statement of Eric S. Rosengren, Commenting on Dissenting Vote at the Meeting of the Federal Open Market Committee”, September 23, 2016.

## 新たな金融政策 枠組みの検討

新たな金融政策枠組みの検討は中長期的な課題として、その検討や有効性の検証などにも一定の時間がかかる。現時点で、まだ急ぐ必要はないかもしれないが、時間が経つとともに景気下振れのリスクが強まれば、金融政策の枠組みの修正の検討もその必要性が増していくだろう。

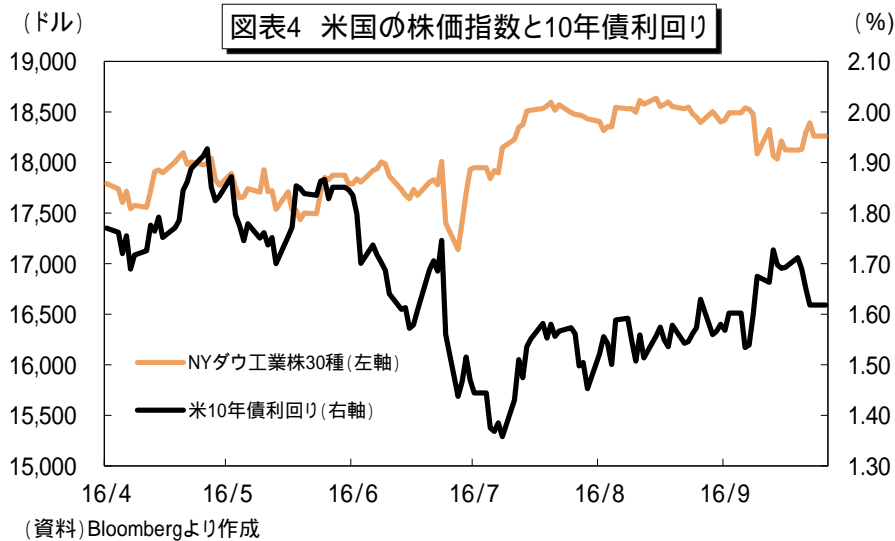
## 金融市場の動向 と見通し 長期金利は緩やかに 上昇か

9月利上げの見送りを受け、金融市場は一旦金利低下・株価上昇の展開となった(図表4)。

8月末から9月初頭にかけてFRB関係者によるタカ派的な発言が相次ぎ、9月の利上げ観測は一旦高まった。しかし、その後冴えない経済指標が多く発表されたことや、ブレイナード・FRB理事によるハト派的な講演内容などを受け、観測が後退した。こうしたなか、米国の長期金利(10年債利回り)は13日に一時1.75%に迫った後やや低下し、FOMCを控えて様子見姿勢が強まった。FOMCで利上げが見送られたことなどを受け、足元の長期金利は1.60%前半まで低下した。当面は、金利上昇圧力は乏しい状態が続くと考えられるが、いわば年内利上げの可能性が高いということが意識され、徐々に上昇していく展開を予想する。

また、最近の短期金利の動向にも注意すべきである。10月中旬からMMFを対象に新たな金融規制が実施される。これにより、日欧などの民間銀行のコマーシャルペーパーを運用対象としてきたプライムMMFの残高が急減している。一方で、欧州や日本ではマイナス金利など金融緩和を強化する政策が実施されているのに対し、米国では相対的に金利が高いため、投資にかかるドル需要が拡大している。こうしたことを背景に、米ドルの銀行間金利(3ヶ月)は20日に一時0.87%と、09年以来の高水準まで上昇して

いる。



### 株式市場は高値圏ながらリスク要因も多い

米株式市場は、利上げ観測の高まりで一旦調整が見られたものの、利上げの見送りで再び上昇に転じ、足元のNYダウ工業株30種平均株価は18,200ドル台で推移。

先行きについては、7~9月期の企業業績(S&P500ベース、9/23現在、トムソンロイターによる)は0.8%と前期の2.1%から持ち直しそうである。割高感を否めないものの、この点では下支えとなろう。ただし、年内利上げの観測や大統領選の不確実性によって大幅に調整される可能性がある。具体的に、ウォールストリートに対する規制を強化しようとするヒラリー氏の主張は、金融市場にとってマイナスな材料となると思われる一方、トランプ氏が勝利すればFRBの人事にあからさまな介入を行ったり、利上げに積極的な態度を示したりすることが株価調整の切っ掛けとなりそうである。

このため、引き続き株価は高値圏内での推移を予想するものの、その上値は重いであろう。特に前述したリスク要因に、注意深く見守る必要がある。

(16.9.26 現在)