

米金融政策**今週の FOMC は利上げ見送り、利上げは 12 月から**

世界的な株価下落、新興国を中心とする世界経済の減速への懸念が強まる中、世界は 9 月 16～17 日の FOMC で米国が利上げに踏み切るか注目している。市場は利上げ先送りとの見方が強まっているが、FRB が世界的な金融市場の不安定化や世界経済の減速が米国経済にどのような影響を及ぼすとみるか、それを受けて金融政策をどうするかをこれまで説明していない。そのため 9 月 FOMC の見方は割れ、米国経済の改善を評価した利上げ予想も根強くある。我々は、FOMC が遅すぎる利上げのリスクは早過ぎる利上げのリスクよりもはるかにコストが小さいという非対称性を重視、利上げは 12 月からとみるが、その確率は 5 割強、9 月 FOMC での利上げの確率も 5 割弱の高さであるとみる。その後の引き締めのパースは非常に緩やかであり、それを FOMC 声明の中にガイダンスで示すことになるかとみる。

1. 懸念強まる世界と改善進む米国という複雑さ、米国の金融政策の見通しは不透明に

中国を発端とする世界同時株安の発生など世界の金融市場が不安定になり、世界経済も中国を中心とする新興国の景気減速で先行き懸念が強まっているなか、米国では FRB（米連邦準備理事会）が 9 月 16～17 日に FOMC（米連邦公開市場委員会）を開催する。この 9 月 FOMC では、世界金融危機の渦中であつた 2008 年 12 月に導入した事実上のゼロ金利の解除を初めて真剣に議論される。FOMC が利上げに踏み切れば、実に 9 年 3 カ月ぶりである。

市場では 9 月 FOMC での利上げはないとの見方が大勢になっている。9 月 14 日の CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）の FF 金利先物相場によれば、9 月 FOMC の利上げ確率は 23% しかない。一方、エコノミストは半数弱が利上げ予想である。今月のウォール・ストリート・ジャーナルの調査によれば、46% のエコノミストが利上げ予想であるという。8 月の同調査の 82% に比べれば大幅に減ったが、エコノミストには根強い利上げ観測がある。

総じてみれば利上げ先送り予想が優勢とはいえ、コンセンサスとは言い難い。現に 14 日の金融市場は米国も世界も、FOMC の見通しが不透明としてリスク回避の動きが顕著になっている。FOMC の直前になってもここまで市場にコンセンサスが形成できない事態は、おそらく量的緩和策の縮小が開始された以降では初めてだろう。我々は、そうになっている大きな理由が、世界的に金融市場が不安定になり世界経済も減速して先行き懸念も強まるなか、米国経済は逆に安定して改善が続けているという特殊な情勢にあるとみている。市場参加者の多くなど、世界の金融市場や経済の脆弱さを重く見る向きは利上げ先送りを予想するが、エコノミストの半数近くなど米国経済の改善をより重視する向きは、これ以上のゼロ金利継続は正当化できないとして利上げを予想する。しかも FRB の説明が不足している。FRB は、世界の金融市場と経済の脆弱性、米国経済の改善それぞれに対する評価は示しているが、この

方向が異なる二つの変化からどのような金融政策を選択すべきと考えるかを市場に示していない。だから、市場は利上げ先送り予想も利上げ予想も一理あるという理解にとどまり、コンセンサスが成立しないのである。

今は世界的な株価急落や中国の景気急減速という現象から生じた衝撃が大きく新鮮であるため、市場は利上げ先送り予想が優勢である。しかし、世界的な金融市場の動揺や世界経済の減速が米国経済にどのような影響を及ぼすのか、この FOMC が金融政策の決定に当たって最も重視することが不透明なままである。米国経済の受ける影響は相当大きくなるとの見解も示されているが、FRB 高官の一部からは市場変動がもたらす米国経済への影響は限定的との認識も示されている。ここまで来ると、FOMC がこの点をどう判断するかは 6 月 17 日の FOMC の決定発表とその後のイエレン議長の記者会見で初めて判明することになるだろう。逆に、現時点でできるだけ蓋然性の高い FOMC の見通しを示そうとすれば、前提として米国経済、世界の金融市場と経済の現状、世界的な変化が米国経済に与える影響をそれぞれ整理することが必要になる。以下、それぞれの要点を示して我々の FOMC の見通しを示したい。

2. 米国経済の最近の改善は、7 月 FOMC で示された利上げ条件を満たしている

前回の 7 月 28-29 日に開かれた FOMC はその声明において、FOMC は幾分かの一層の雇用回復が見られ、インフレが中期的に目標の 2%に向けて上昇するという合理的確信を得られれば、利上げは適切だと予想すると説明していた。このうち雇用は「幾分かの一層の回復」は十分に達成していると考えられる。雇用者数（非農業部門）の増加（前月比）は 7 月 24.5 万人増、8 月 17.3 万人であったし、失業率は 7 月 FOMC の前の 6 月 5.3%から 8 月 5.1%まで低下した。5.1%は、FRB 関係者の大半が考える長期的な自然失業率¹に近い。民間・全雇用者の時間当たり名目賃金も緩やかだが上昇傾向をみせ、8 月は前年同月比 2.3%増となった。求人率（＝求人数／雇用者数）も 7 月には 3.9%と 2000 年 12 月から発表を開始した同統計の最高を記録した。

一方のインフレは、7 月の個人消費支出物価指数（エネルギーと食料品除くコア）が前年同月比 1.2%上昇、市場の期待インフレ率も 9 月 14 日時点で 1.6%にそれぞれとどまり、FRB の中期目標の 2%を大きく下回っている。このため、市場には FOMC の利上げの条件は満たされていない、利上げを急ぐ必要はないとの見方が多い。だがフィッシャーFRB 副議長は 8 月末に、世界の金融市場の混乱が続く中でもインフレは今後上昇に向かうとの見方を示した²。ドル高や原油安などによる下押し圧力は当面続くが、その影響はピークを過ぎていて下押し圧力は解消に向かいつつあり、今後は雇用の余剰資源も解消に向かって賃金上昇圧力が強まり、インフレは目標の 2%に近づいていくという説明である。また、副議長は金融政策の効果が表れるには一定の時間が必要であるとして、インフレの目標達成を待たずに利上げを始める必要も強調した。こうした副議長の発言からみて、市場の現在の期待インフレ率の低さ

¹ インフレ率を上昇させない失業率の最低水準。6 月 FOMC の後に発表された FOMC 参加者予測では、自然失業率は 5-5.2%とされている。

² 8 月 29 日にワイオミング州ジャクソンホールで開催されたシンポジウムでの発言。

を重視する見方とは異なり、FRB はインフレが中期的に目標の 2% に上昇する合理的確信を持っていて、利上げも速やかに開始すべきと考えていたとみてよいだろう。

以上を踏まえると、7 月 FOMC で示した米国の雇用とインフレからの利上げの要件は、次回 FOMC においてこれまでの米国経済の改善により満たされたと判断され则认为られる。さらに景気全体も 4-6 月期の実質 GDP 成長率は年率 3.7% に上方修正され、7-9 月期は 2% 成長にとどまりそうだが、10-12 月期以降は 2.5% 前後の成長が期待できる。他に FOMC が考慮すべき変化がなければ、9 月 FOMC の利上げ開始は妥当な判断となる。

3. FOMC 直前でも、世界の金融・景気急減速から米国への波及、FRB の対応は不透明

しかし現実には、9 月の FOMC には、7 月 FOMC の時点ではなかった配慮すべき重大な変化が生じている。8 月の中国を発端とする世界的な株価急落と今も続く世界の金融市場の動揺、中国を中心とした新興国の景気減速、原油など資源価格の下落などであり、そこから生じる世界経済の先行き懸念の増大である。しかも中国を含めた新興国の政府と中銀は金融市場の混乱を受けた対応において、市場のボラティリティを抑制する適切な政策選択の能力が高くないことも新たな脆弱性も判明してしまった。

最近はこの現実と先行き懸念から、IMF のラガルデ専務理事が FRB は利上げを急ぐべきではないと訴え、世界銀行のカウシク・チーフエコノミストも米国が世界経済が安定するまで利上げを先送りすべきと述べている。9 月上旬に開かれた G20 でも、通貨安と資本流出に直面している新興国から、利上げを急ごうとする米国が世界的な金融市場の混乱の一因と批判する声が上がった。G20 の共同声明も、米国の利上げへの反対は盛り込まれなかったが、米国の利上げへのけん制を示唆する表現が入った。これだけ IMF や世銀、新興国から利上げ先送りを求める声上がるのは、米国の利上げが新興国と世界の経済と金融市場に与える悪影響が大きいとみられていることに加え、9 月 FOMC が雇用とインフレという米国内の要件を満たしたとして利上げに踏み切る確率は高いと考えての判断だろう。

実際に 9 月 FOMC が、世界の金融市場の混乱、新興国と世界経済への悪影響に配慮して、利上げを先送りする可能性はどれだけ高いのか。FRB が、中国を中心に世界の金融市場の混乱や経済の減速への警戒を強めていることは、これまでの FRB 高官の発言などから明らかである。フィッシャーFRB 副議長は 8 月下旬に、市場混乱の震源になった中国の情勢について、他国への影響の拡大を従来以上に注視していると述べている。とはいえ、利上げによる世界の金融市場の新たな混乱や新興国への悪影響への懸念を理由に、9 月 FOMC が利上げを先送りすることはない。そうした利上げの悪影響が世界の金融市場や経済の変調をもたらし、米国の金融市場と経済に悪影響が及ぶリスクがあると判断される場合に初めて先送りされるのである。

問題は、FRB が上記のリスクが顕在化する場合の米国に波及する具体的な経路や影響の大きさをどう評価しているかが不透明なことである。フィッシャー副議長は市場の変動は利上げ時期に影響すると述べているし、ロックハート・アトランタ連銀総裁は 9 月 FOMC で原油

安やドル高を考慮する必要性を指摘して、利上げに慎重な見方を示している。一方で、セントルイス連銀のブロード総裁やクリーブランド連銀のメスター総裁は市場の混乱を経ても米国景気の見通しは変わっていないと述べている。リッチモンド連銀のラッカー総裁も最近の市場の変動が米国経済に及ぼした影響は限定的との認識に基づいて利上げ時期が到来したとの意見を示している。フィッシャー副議長も市場の混乱が早期に収まる可能性に言及している。9 月 FOMC が世界の金融市場の混乱、中国経済の減速と新興国への波及を取り上げて議論することは確実だが、そこから米国の金融市場と経済の見通しがどう変わるのかの予測は、これだけ FRB 高官の発言が多様であると難しくなる。その先の金融政策の判断はさらに不透明であり、9 月 FOMC の直前になってもコンセンサスがまとまらず、利下げの有無をめぐって予想が分かれることになる。

FRB 以外に目を移すと、例えばサマーズ元財務長官が 8 月下旬から、近い将来の利上げは、米国の物価安定、完全雇用、金融の安定という FRB の三つの目標を危うくする大きな過ちになると強調し続けている。利上げをすればドル高と中国や他の新興国の一層の通貨安をもたらして米国のインフレが一段と低下する、投資の魅力の低下とドル高で雇用にも悪影響が及ぶ、世界の金融市場の不安定化を助長して米国の金融にもリスクをもたらすといった説明である。しかし現時点ではサマーズ氏の意見に市場参加者の多くが同調している様子はなく、FRB も特に反応していない。これでは仮にサマーズ氏の意見が正しくても、それに基づいて FOMC の対応を予想することはできない。

4. 9 月 FOMC は先送り、利上げは 12 月 FOMC から、慎重な利上げ継続へガイダンス活用

FRB は、世界の金融市場と経済の脆弱性、米国経済の改善という方向が異なる二つの変化からどのような金融政策を選択すべきと考えるかを市場に示していないし、市場にも FRB に代わる見方は示されていない。その意味では本当に 9 月 FOMC の予想は難しい。そうした中で我々は、9 月 FOMC での利上げはなく、事実上のゼロ金利が据え置かれると予想する。ただし、その確率は 50%を多少上回る程度であり、利上げは逆に 50%より少し低い確率であるとみる。利上げありと利上げなしとの確率の差はわずかである。

少なくとも 9 月 FOMC は、7 月 FOMC で示された雇用とインフレからの利上げ条件は満たされたとの判断を下すだろう。利上げによる新興国への悪影響に配慮して利上げを先送りするという判断を FOMC が下す可能性は非常に小さいとみる。

世界の金融市場の混乱や中国・新興国の景気減速が米国の金融市場と経済に及ぼす悪影響をめぐっては、FOMC の中で意見が分かるとみる。今年に入ってから FOMC の議事要旨等をみると、ドル高や世界経済の減速が米国の輸出の停滞を通じて景気の伸び悩みをもたらしているとの見方は FOMC 内部にある。その後生じた世界の金融市場の混乱や中国の減速であるから、9 月 FOMC ではその米国に及ぶ悪影響が重く受け止められると考えられる。一方で、米国経済に占める輸出の割合の小ささや米国にとっての中国や他の新興国との経済関係が浅いという現実もある。そこから FOMC において市場が懸念するよりは米国経済への悪

影響は大きくなく、米国経済の改善は保たれるとの見方も示され、一定の支持を得るとみる。最終的には我々は、米国経済への影響は大きくなるリスクがあり、それに備えるべきとの意見が多数になるとみるが、影響は小さいとの意見との差は小さいともみる。

利上げ先送りとの判断になる理由の一つは、遅すぎる利上げと早過ぎる利上げそれぞれのリスクの非対称性である。遅すぎる利上げには金融資産の価格が経済のファンダメンタルズでは説明できない過大評価となって長期化するリスク、早過ぎる利上げには世界の金融市場と経済をこれまで以上の混乱に陥れ、それに米国も巻き込まれて悪循環に陥るというリスクがそれぞれ考えられる。現時点の米国の株価や住宅価格はそれほど過大評価ではないし、利上げを 12 月に先送りするぐらいならリスクが顕在化して生じるコストも大きくない。自然失業率も前述の 5-5.2%ではなく、5%を割り込んでいるとの見方も多く、12 月からの利上げでもインフレ圧力を抑えきれないという展開はまずないだろう。逆に早過ぎる利上げから生じるリスクが顕在化してしまう場合のコストは膨大である。何よりも米国も巻き込まれる可能性が高い世界経済の悪化のリスクを FOMC は無視できないだろう。それなら、9 月 FOMC は二つのリスクのうち、遅すぎる利上げのリスクをとる可能性が高いと考えられるのである。

ただ、このリスクの非対称性も、FOMC 内部で世界の金融市場の混乱などの米国への影響が小さいとの見方が強まる場合には説得力を失う。その意味でも、9 月 FOMC での利上げのなし、ありの確率の差は非常に小さい。

我々は、9 月 FOMC で利上げが先送りされた後、世界の金融市場の混乱が大きくなるとか、中国の景気が減速でとどまらず低迷するという展開にならないかぎり、12 月 FOMC で利上げが実施され、約 7 年続いた事実上のゼロ金利が終わって、金融政策の正常化が前進していくとみる。その場合、雇用は一層改善して賃金の上昇圧力も緩やかに強まり始めるし、インフレも前述のフィッシャー副議長の見通しに近づくとみる。そうなれば、もはや利上げを先送りする理由はなくなる。9 月 FOMC までに生じた世界の金融市場の混乱や中国・新興国の景気減速が米国に及ぼす影響も見極めがつき、そこでは 12 月の利上げも先送りすべきと判断せざるを得ないような強い悪影響は生じていないとみる。9 月 FOMC での利上げ先送りを強く求めている新興国も、12 月 FOMC での利上げを織り込んで、対応を進めると思われる。

また 12 月 FOMC での利上げの場合、その後の金融政策の正常化、すなわち利上げが非常に緩やかなペースで進めることを市場参加者の共通認識とするために、FOMC は量的緩和策の導入時と同様に将来の緩やかな利上げのペースを示唆するガイダンスを声明に盛り込むだろう。おそらく 16 年の利上げは 4 半期に 0.25%ずつというペースで進み、16 年 6 月末でも FF 金利は 1%前後、長期金利は 2.7%をやや下回る水準あたりへ緩やかな上昇を続けよう。この間、失業率は 4%台後半へ低下を続け、コア・インフレ率は 15 年第 4 四半期こそ 1.5%を下回るが、16 年前半は 1.6%前後、同後半は 1.8%前後へと上昇、期待インフレ率も 2%に近づくとみる。実質 GDP 成長率は 15 年第 4 四半期から 2.5%前後で推移するだろう。

9 月 FOMC が我々の予想に反して利上げ実施となる場合も、FOMC は市場に従来の引き締めサイクルが再現されるわけではなく、非常に慎重なペースで利上げが進められることを市

場に浸透させようとするだろう。そのために先行きの利上げのペースを示唆するガイダンスが 9 月 FOMC 声明に盛り込まれるとみる。この場合も、年内の追加利上げはなく、16 年に入ってから 4 半期に一度、0.25% ずつという慎重なペースでの利上げであろう。おそらく半年後には、9 月 FOMC か 12 月 FOMC か初回の利上げの時期は違っても、その後の利上げは緩やかなペースで長期金利は緩やかな上昇が続くという展開に落ち着くとみる。9 月 FOMC での利上げの場合は、市場が織り込んでいないため、新興国を中心にした世界的な金融市場の不安定化が発生する可能性が高い。世界的な株価調整、新興国を中心とした通貨安、商品価格の再低下などである。ただ、9 月 FOMC での利上げでも、市場にとって不透明だった FOMC が最近の世界の金融市場の不安定化や景気減速、その米国経済への影響をどうみて、金融政策をどう判断するかは示される。その効果は小さくなく、その後の緩やかな利上げペースとともに次第に理解されて、金融市場の混乱は長引かず、世界経済の調整までは進まないとみる。

以上／今村

本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、丸紅米国会社ワシントン事務所（以下、当事務所）はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。

本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当事務所は何らの責任を負うものではありません。

本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。

本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当事務所の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。