

9月FOMCのガイドブック

指標と市場に揺れる政策判断と政策金利見通し

欧米調査部主席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- ジャクソンホールでのインタビューで、フィッシャーFRB副議長は9月利上げに前向きなメッセージを発し、ダドレー・ニューヨーク連銀総裁の発言で広がっていた利上げ先送りの思惑を一蹴した。
- 9月FOMCでは、経済指標と市場動向をにらみ、ぎりぎりの決断が示されるだろう。会合までに発表される指標では、ほぼリアルタイムな9月上旬を調査期間とする経済指標の重要度が高いだろう。
- 利上げの有無に加え、中央値でみると「年1%の利上げ」という現在の政策金利見通しの行方も注目される。政策金利見通しが引き下げられれば、それだけで強力な金融緩和効果を生むためである。

1. 利上げ開始が差し迫った感じは薄れた（ダドレー・ニューヨーク連銀総裁）

8月下旬以降、連邦公開市場委員会（FOMC）に参加する関係者からの発言が相次いでいる。その中で注目されたのが、フィッシャー連邦準備制度理事会（FRB）副議長の発言（8月28日）である。金融市場が不安定な中、副議長はジャクソンホールでのテレビ・インタビューで、利上げ開始に前向きなメッセージを発した。

フィッシャー副議長の発言まで、金融市場では利上げ先送りの思惑が広がっていた。8月26日に、ダドレー・ニューヨーク連銀総裁が利上げ開始に慎重な姿勢を示していたためである。初めに、このダドレー総裁の発言を紹介しよう（以下は筆者による抄訳である）。

——国際的動向は、米国の下振れリスクを幾分高めている。中国の景気減速と資源価格の急落により、多くの新興国経済の負担が増している。世界経済が減速すれば、米国の輸出が下押しされる可能性がある。同時に、金融市場が不安定化しており、株安や信用リスクプレミアムの上昇によって、金融市場がタイト化している。

——短期的な変動に過剰反応すべきではない。米国の経済とインフレに与える影響が一時的なものに留まるのか、持続的なものになるのか、はっきりしないからだ。とは言え、個人的な見方であるが、現時点では、数週間前と比べると9月FOMCで何としても利上げを始めなければならないという差し迫った感じは薄れている。無論、FOMCまでの間に集まる情報次第では、再び差し迫った感じになる可能性はある。

——消費者マインド、新築住宅販売、耐久財受注など、米国経済に関する最近の指標が良いことは確かだ。しかしこれは判断材料の一部に過ぎない。FOMCは、経済見通しに影響を及ぼし得るすべての事柄に目を向ける必要がある。つまり、見通しが重要なのだ。今後数か月に関する見通しに影響を与え得るすべての事柄が重要であり、国際的動向と金融市場はそうした観点から重要である。指標次第というのは、そういう意味だ。

2. 市場の混乱が起きる前、9月利上げは大いにあり得た（フィッシャーFRB副議長）

最後の引用にみられるように、ダドレー総裁自身はバランスを保ったつもりだっただろう。しかし、総裁の「（利上げ開始の）差し迫った感じは薄れた」（less compelling）という発言を受け、金融市場では利上げ先送りの思惑が広がり始めたのである。しかしその矢先に、フィッシャー副議長が冷や水を浴びせた。カンザスシティ連銀主催の「ジャクソンホール経済政策シンポジウム」（8月27～29日）に参加していた副議長は、テレビ・インタビューでダドレー総裁の発言に賛同するかどうかを問われ、次のように答えた。

——意見を述べるにはまだ早い。中国人民元の切り下げで始まった変化は起きたばかりであり、どう展開していくか、注意しているところだ。現時点で判断はしたくない。利上げ開始について、一段と差し迫った感じになるかも知れないし、差し迫らないかも知れない。どちらもあり得る。

このように、ダドレー総裁の発言にフィッシャー副議長は明確な同意を示さなかった。さらに以下の発言を通じて、副議長が金融市場の混乱前には9月の利上げ開始を支持しようとしていたこと、そして利上げした場合に想定される金融市場の動揺についても、コミュニケーション政策でなんとかなると考えていることが明らかになり、副議長の発言は「利上げ開始に前向きな発言」として金融市場参加者に受け止められることになった。

——金融市場の混乱が起きる前の時点では、9月FOMCでの利上げはかなりあり得るシナリオだった。結論づけたわけではなく、あくまでシナリオということだが。

——利上げに際しては、ありとあらゆる金融市場の反応を考慮に入れる必要がある。現状、FOMCよりも低い金利を市場は予想している。（そのギャップが混乱の元になり得るが）我々は最善を尽くして、急速なペースで利上げを進める意図がないことを理解してもらえるようにしたい。約束はできないが、想定では漸進的な利上げなのだ。

3. 他の連銀総裁からも9月利上げ開始を否定しない発言相次ぐ

ロックハート・アトランタ連銀総裁も、9月の利上げ開始に前向きな発言を行った（8月28日）。総

裁はインタビューを受けて「8月初めにはなかったリスクファクターが高まっている」と述べながら、米国経済のファンダメンタルズに対する高い信頼と、利上げ開始の「タイミングは近い」との見方を示した。

さらに興味深い発言が、ハト派で知られるローゼングレン・ボストン連銀総裁から発せられた（9月1日）。ローゼングレン総裁は、ニューヨークで行った講演で、利上げ開始に向けた2つの条件のうちの1つがほぼ満たされていると述べたのである。FOMCは利上げ開始の条件として、①労働市場のもう一段の改善と、②インフレ率が中期的には2%に持ち直していくという合理的自信の高まり、を挙げている¹。ローゼングレン総裁は、今年に入ってから7月までの間に1か月あたり20万人以上の雇用増がみられ、公表されている失業率が5.3%にまで低下していることを引き合いにして、①の条件が「ほぼ満たされている」との評価を示した。

ローゼングレン総裁の発言で興味深いのはこれだけではない。総裁は決してタカ派に転じたわけではなく、インフレの先行きに対する慎重論を展開し、利上げ開始の2つめの条件（②）に関しては厳しさが増していると述べている。しかし総裁は、これを理由に利上げ先送りを示唆しなかったのである。総裁は利上げのペースに焦点を当て、「過去の利上げ局面と比べると、利上げペースは緩やかなものになる」ことを強調するという選択肢をとった。

4. ぎりぎりの決断を迫られる9月FOMC。政策金利見通しの修正に注目

みずほ総合研究所では、金融市場の不安定化を受けて、利上げ開始時期の予想を9月から12月に変更した²。しかし、上述したフィッシャー副議長等の発言を踏まえると、9月利上げ開始の蓋然性もかなり高い。米国の経済指標と、金融市場や新興国経済の動向を睨みながら、FOMCは、利上げ開始の是非についてぎりぎりの決断を迫られる。政策決定が行われる17日までに発表される米国の経済指標では、8月の雇用統計や小売売上高などの定量的な指標に加え、9月上旬を調査期間とする家計や企業の定性判断に関する指標が重要である。金融市場の不安定化と新興国経済に対する不透明感の高まりが、家計や企業のセンチメントに与えている影響について、ほぼリアルタイムで把握できるためだ³。

また、9月FOMCで注目すべきなのが、政策金利見通し（ドット・チャート）である。現下の世界経済情勢を踏まえると、9月FOMC後に公表される政策金利見通しが、6月の公表分と比べて引き下げられる蓋然性は高い。中央値でみると「年1%の利上げペース」という現在の政策金利見通しが引き下げられれば、それだけで強い金融緩和効果を発揮するだろう。仮に9月FOMCで利上げに踏み切った場合、政策金利見通しの引き下げとパッケージにすれば、利上げに伴う金融市場の混乱を食い止めるだけではなく、見通しの引き下げ幅次第ではむしろ緩和的な環境が生まれるかも知れない。

しかし、金融市場の不安定さを踏まえると、利上げ開始そのものは危険な賭けである。

¹ 小野亮（2015）「持続的成長と一段の雇用改善が鍵～物価下振れ懸念も示される中、近づく米利上げ～」みずほインサイト、みずほ総合研究所、8月20日。

² みずほ総合研究所「世界同時株安：現状把握と今後の注目点～現時点でリーマン・ショック時程の影響はみられず。クレジット市場と新興国への波及に留意～」緊急レポート、9月1日。

³ ミシガン大消費者信頼感調査や、ニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀による製造業業況調査など。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。