

利上げに向け前進も道程は険しい

7月FOMC解説

欧米調査部首席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 7月FOMCは金融政策を据え置いた。声明文には2つのポイントがある。第1は、景気判断の強さであり、雇用・消費の強さと「労働稼働率の若干の高まり」（＝労働市場のタイト化）に言及した。
- 第2は「短期的な景気見通し上のリスクが後退した」という新たな文言である。これは英国民投票に伴うショックが落ち着いたことを指す。
- 一方、FOMCが「リスクは均衡」という判断で一致したわけでない。FOMC内の利上げ慎重派が早期に鞍替えするとは思われず、利上げの絶対条件とみられるリスク判断一致までの道のりは険しい。

7月26・27日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）は、金融政策の据え置きを決定した。声明文には2つのポイントがある。

第1のポイントは、景気判断の強さであり、雇用・消費の強さと「労働稼働率の高まり」が指摘されている。6月雇用統計の持ち直しや、小売売上高の加速、高水準の住宅販売を受けた判断である。詳しくみると、「労働市場は強まった」（“the labor market strengthened”）、「6月の雇用増加は強かった」（“Job gains were strong in June”）、「家計支出は強く拡大している」（“Household spending has been growing strongly”）と、声明文の第1段落だけで3回も「強さ」を示す単語が使われている。また、「労働稼働率の若干の高まり」（“some increase in labor utilization”）という文言は目新しい。金融危機後長らく使われてきた「不稼働労働資源」（“underutilization of labor resources”）と対をなすと考えれば、「労働稼働率の若干の高まり」とは労働市場のタイト化を意味し、FOMCが賃金上昇圧力の高まりに目を向け始めていることが示唆される。

第2のポイントは、「短期的な景気見通し上のリスクが後退した」という新たな文言である。2016年に入り、景気・雇用見通しに対するリスクが均衡しているのかどうかを示す文言が使われなくなっていた。今回の声明文に新たに登場した「短期的な景気見通し上のリスク」（“Near-term risks to the economic outlook”）とは、英国民投票に端を発するリスクを指すと考えるのが自然だろう。英国民投票直後の国際金融市場の混乱が収まり、また7月の経済指標に著しい下振れがみられないことから、上述の文言が使われたものとみられる。

一方、「短期的」という単語を「9月（あるいは12月）までの」と解釈することも不可能ではない。正解は8月17日に公表される議事録を待つ必要があるが、もしこうした解釈が正しければ、6月に示された政策金利見通し（中央値）通り、年内2回の利上げが視野に入る。

しかし、こうした解釈はおそらく行き過ぎである。もしこの解釈が正しければ、「短期的な景気見通

し上のリスクが消えた」などと言わず、市場参加者が慣れ親しんだ「景気見通し上のリスクはおおむね均衡している」（“the risks to the outlook for economic activity as nearly balanced”）という文言を使えばよい。その方が、コミュニケーション政策の一貫性が保たれる。その場合でも、景気見通し上のリスクが均衡しているという判断と、今回の声明文に残された「インフレ指標と国際経済・金融市場の動向を注視する」という姿勢が相容れないわけではない。利上げを決める前の昨年10月の声明文が、その前例である。

つまり、英国民投票を契機とするショックが落ち着き、「短期的な景気見通し上のリスクが後退した」と言っても、9月あるいは年内の利上げが確定したような状況ではない。FOMCが利上げに踏み切るには、（満場一致ではなくとも）リスク判断の高度な共有を図る必要がある。

これまでのFOMC議事録によれば、景気見通し上のリスクに関し、徐々に下振れリスクを見込む参加者（下振れ派）の割合が減っているものの、6月会合時点で4割を超えている。昨年12月の利上げ時には2割以下であり、果たして今後、下振れ派の割合はそこまで低下していくのか。

米国内では米大統領選が本選モードに入るが、明るい展望が描けるような候補者間の討論が展開されるのかどうか、大きな疑問が残る。海外ではイタリアの不良債権問題、中国経済及び為替政策などへの不安がある。いずれも、米国の企業や消費者を委縮させかねない不安要素である。FOMC内の下振れ派の多くが均衡派へと鞍替えする状況は見出しにくく、利上げの道程はまだ険しいのではないかと思われる。

図表1 FOMC声明文のポイント

景気判断の強さ	雇用・消費の強さと労働市場のタイト化を指摘。
短期的リスクの後退	英国民投票に端を発するショックの鎮静化を反映。ただし次回会合までのリスクが後退したとの解釈は行き過ぎ。FOMCは「リスクが均衡している」との判断で一致したわけではない。

（資料）FRBより、みずほ総合研究所作成

●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。