

# 9月FOMCで再び遠のく「金利の正常化」

みずほ総合研究所 欧米調査部兼市場調査部 主席エコノミスト

小野 亮

FOMCは9月20・21日の会合で、政策金利の据え置きを決定した。この決定は10人中3人が反対するという異例の事態を招いた。FOMCの利上げ意欲は失せていないが、イエレンFRB議長が挙げた様子見の根拠は、追加利上げのハードルが高いことを示している。政策金利見通しもフラット化し、金利の正常化は遠のき続けている。

## 「異例の事態」を伴いながら政策金利据え置きを決定

9月20・21日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）は、「利上げの論拠は強まってきたが、しばらくの間、（完全雇用と2%のインフレ率という）政策目的に向けた持続的進展を示すさらなる証拠を待つ」として、政策金利の据え置きを決定した。

「利上げの論拠は強まってきた」という判断は、イエレン連邦準備制度理事会（FRB）議長が今夏のジャクソンホール講演で示し、当時の金融市場で「タカ派的表現」と受け止められたものである。イエレン議長の説明によれば、今回示された「利上げの論拠」とは、今年上期に見られた弱さからの「景気の持ち直し」と「雇用の強さ」を指す。しかしそれでも、FOMCは据え置きを決めた。結果をみると、10人の投票メンバーのうち、3名が反対票を投じて利上げを主張。3人の反対があったケースは2000年以降、これまで3回しかない「異例の事態」である。

声明文には、「短期的な経済見通し上のリスクは概ね均衡している」というリスク判断が加わった。7月声明文でも「短期的リスクの後退」という文言はあったが、これはBrexitショックを指していた。今回の判断は、「短期的な」という点を除けば、次回会合での利上げの可能性を強く示唆した昨年10月の声明文で使われたものと同じであり、FRBが年内の追加利上げをなおも見込んでいることを示した。FOMC会合後の記者会見においても、イエレン議長は質問に答える形で「(11月を含め)すべての会合はライブだ。政策は会合までの情勢によって決まり、現時点で何が起きるかわからない」と述べた。FOMCは追加利上げに意欲的な姿勢を崩していない。

イエレン議長によれば、今回の利上げ見送りの理由は4つある。まず、今後しばらくは「労働市場にまだ改善の余地があり」「インフレ率が2%の目標以下で推移する」とみられることである。これ

が第1、第2の理由だ。今年1月から8月までの間、非農業部門雇用者数は平均して1カ月当たり18.2万人増加した。これに対して8月の失業率は1月と同じ4.9%であり、コア・インフレ率（食品とエネルギーを除く個人消費支出デフレーター上昇率）も前年比+1.6%のままである。雇用は堅調に伸びているが、労働需給はタイト化せず、インフレ圧力にも高まる気配がないのだ。FOMC参加者のコア・インフレ率見通しも、来年末時点で前年比+1.8%にとどまっておき（図1）、イエレン議長はこうした状況を指して「米国経済は過熱していない」と述べている。

第3の理由は、政策金利がゼロ近傍にあるがゆえに生じる「政策対応余地の非対称性」という問題である。インフレ圧力が予想以上に強まれば、利上げによって有効な対応ができるが、雇用やインフレが予想以上に弱まった場合にはそうはいかない、というリスク・マネジメント的判断を9月FOMCは重視した。

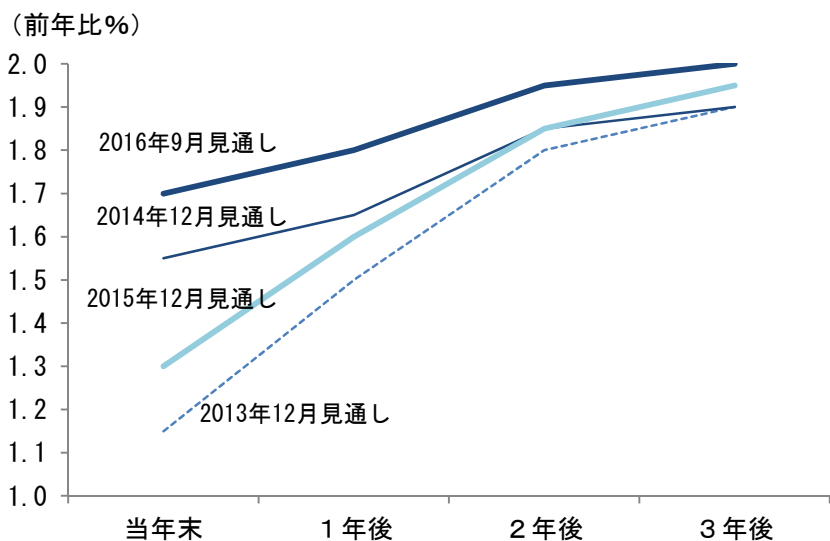
### 金融政策スタンスの判断「下方修正」で、追加利上げのハードルは上昇

そして第4の、しかしながらイエレン議長が直接的には語らなかった理由が、「金融政策スタンスに対する判断の下方修正」である。イエレン議長は、「歴史的な基準に照らし合わせると、現在の中立金利は極めて低い。政策金利は中立金利よりもやや低く (modestly below)、現在の金融政策のスタンスはやや緩和的 (modestly accommodative) とみなすべきだ」「金融政策はやや緩和的であるに過ぎない (only modestly accommodative) ため、短期的にみてインフレへの対応が後手に回るリスクはほとんどない」と述べた。声明文では従来通り「緩和的 (accommodative)」という文言が使われたが、記者会見での説明には、こうした変化がみられた。

金融政策スタンスに対する判断の下方修正は重要である。11月あるいは12月の会合までに、中立金利が大きく改善することで同判断が「緩和的」に戻るとは考えにくいためである。イエレン議長が述べた「米国経済は過熱していない」という状況に大きな変化はないと予想されることも踏まえると、年内はおろか、来年前半の利上げも難しいだろう。

実のところ、これら4つの据え置き理由は、追加利上げに対する慎重姿勢が最も鮮明なブレイナードFRB理事の主張そのものである。イエレン議長自身のジャクソンホール講演から9月上旬まで、FOMC関係者からは総じて9月利上げ実施を示唆する発言が聞かれた。しかし、FOMC関係者が外部との接触を断つ期間（ブラックアウト）に入る直前の9月12日に講演を

図1 FOMC参加者のインフレ見通し



(注) インフレ率は食品とエネルギーを除く個人消費支出デフレーター上昇率。  
 (資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

行ったブレイナード理事は、従来通り、「ハト派的な見解」を示した。ブレイナード理事は利上げに慎重になるべき5つの理由を挙げたが、そのうちの4つが今回のイエレン議長の説明と一致している。イエレン議長の説明に含まれなかった残る1つは「海外リスクと金融的波及の強さ」である。

重要なポイントは、これらの据え置き理由は予期しえないショックを指しているのではなく、米国経済のマクロ分析に基づくものであり、頻繁に判断が変わるものではないということだ。ジャクソンホール講演と今回のFOMCの間に横たわる溝は非常に大きく、かつ深く、記者団から「目指す場所が変化し続けているようだ」と批判を受けるのは当然である。

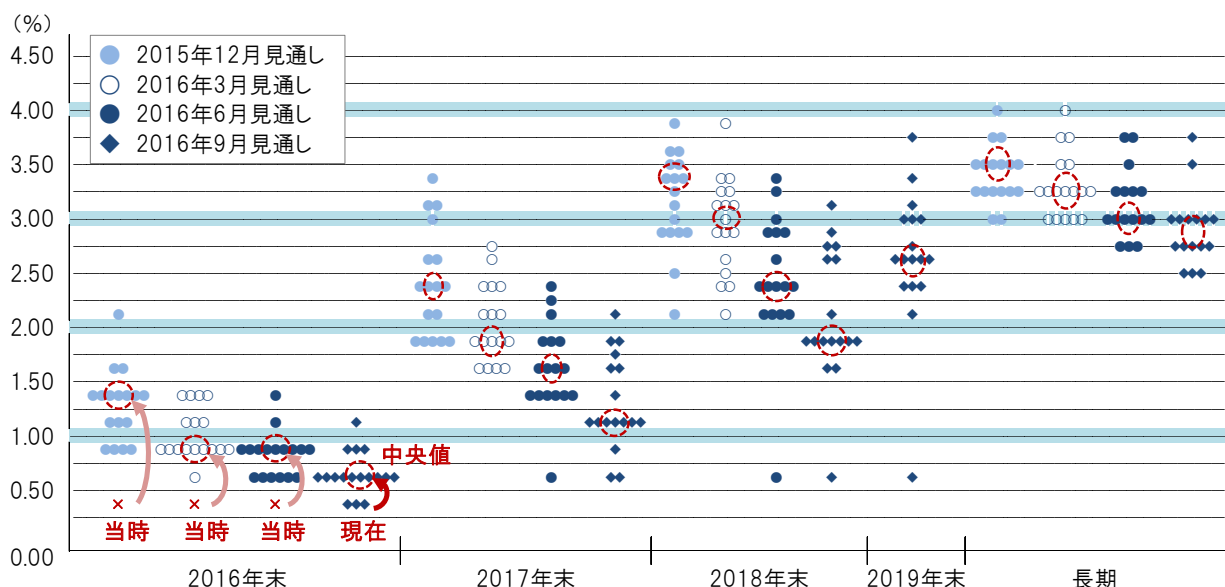
## 「金利正常化」のタイミングに苦悩するイエレン議長

FOMC参加者らの政策金利見通しは、今回も下方修正された。

中央値でみると、2016年内の利上げ回数は前回の2回から1回、2017年は3回から2回に減少した。その結果、2018年の利上げ回数は前回と同様3回であるものの、同年末の政策金利の水準は前回よりも50bp低い1.875%（1.75%～2.00%）となった。今回の見通しでは新たに2019年が加わり、中央値でみた利上げ回数は3回である。2019年までの利上げパスは、実質的に1年ほど後ずれ（フラット化）している。長期水準も下方修正され、3%を割り込むとみているFOMC参加者が半数を占めるようになった。

FOMC後の記者会見で記者団から「下方修正が落ち着くまで、利上げを待てないのか」という声が上がったのはもつともである。これに応えたイエレン議長は「ニューノーマルとは何か、われわれはもがいている」と言うしかなかったようだ。（了）

図2 FOMC参加者の政策金利見通し



(資料) F R B 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。