

## 9 月利上げは見送り、12 月利上げが有力

## ～ 海外経済や金融情勢に懸念を表明 ～

趙 玉亮

## 要旨

底堅く推移する経済指標を踏まえれば、米国経済は利上げに耐えうる体力を備えていると見られる。しかし、9 月 FOMC では、低インフレのほか、海外経済や金融市場の混乱を理由にして利上げを見送った。FOMC では年内利上げの方針が大勢であることは変わらなかったが、市場では利上げ時期を巡る見方は分かれている。

2015 年の金融市場での最大の注目点の一つである米国の利上げは、9 月 16～17 日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）では見送られた。以下では、最近の米国経済の動向のほか、今回 FOMC の主要内容や、今後の市場見通しなどを整理したい。

## 国内経済：堅調な動きを継続

15 年 4～6 月期の米国 GDP 改定値によれば、実質 GDP 成長率は前期比年率 3.7%

と、速報値（同 2.3%）から上方修正された。内訳では、個人消費を中心とする民間需要が経済成長をけん引するなど、堅調な経済成長が示される内容であった。

また、直近 8 月の経済指標も底堅く推移したものが多く（図表 1）。雇用については、失業率は 5.1%と完全雇用とされる水準に達した。非農業部門雇用者数は前月から 17.3 万人増と、市場予想（同 22 万人増）には届かなかったものの、6 月と 7 月分の非農業部門雇用者数は合計

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年3月	15年4月	15年5月	15年6月	15年7月	15年8月	15年9月	直近の状況
雇用・賃金・物価 関連	失業率（%）	5.5	5.4	5.5	5.3	5.3	5.1		堅調
	非農業部門雇用者数増加（万人）	11.9	18.7	26.0	24.5	24.5	17.3		
	時間当たり賃金（前月比、%）	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3		やや加速
	（前年比、%）	2.1	2.3	2.3	2.0	2.2	2.2		
	PCEデフレーター（前月比、%）	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1			伸び悩み
	（前年比、%）	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3			
	コアPCEデフレーター（前月比、%）	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1			
	（前年比、%）	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2			
消費関連	小売売上高（前月比、%）	1.5	0.0	1.2	▲ 0.0	0.7	0.2		前月から小幅に増加
	（前年比、%）	2.1	1.3	2.5	1.8	2.6	2.2		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	93.0	95.9	90.7	96.1	93.1	91.9	85.7	3ヶ月連続低下
企業関連	鉱工業生産指数（前月比、%）	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	0.9	▲ 0.4		前月から低下
	設備稼働率（%）	78.2	77.9	77.5	77.4	78.0	77.6		
	耐久財受注（前月比、%）	5.1	▲ 1.7	▲ 2.3	4.1	2.2			増加し続ける
	ISM製造業指数	51.5	51.5	52.8	53.5	52.7	51.1		製造業景況感が低下 非製造業景況感が好調
	ISM非製造業指数	56.5	57.8	55.7	56.0	60.3	59.0		
住宅関連	住宅着工件数（千戸、季調値）	954.0	1,190.0	1,072.0	1,211.0	1,161.0	1,126.0		着工件数は高水準
	建設許可件数（千戸、季調値）	1,038.0	1,140.0	1,250.0	1,337.0	1,130.0	1,170.0		
	新築住宅販売件数（千戸、季調値）	485.0	508.0	521.0	481.0	507.0			新築と中古の販売は 好調さを保っている
	中古住宅販売件数（千戸、季調値）	5,210.0	5,090.0	5,320.0	5,480.0	5,590.0			
輸出入	輸入（前年比、%）	▲ 0.3	▲ 4.5	▲ 4.8	▲ 2.8	▲ 4.5			前月より輸出入共に 減少幅の拡大
	輸出（前年比、%）	▲ 6.4	▲ 4.6	▲ 6.9	▲ 6.4	▲ 7.4			

（資料）Datastreamより作成

で約4万人程度上方修正されたほか、過去の傾向からみれば8月分は上方修正される可能性が高いことから、満足できる水準と言ってよい。

雇用状況の継続的な改善や低金利環境などを背景に、個人消費や住宅部門は堅調に推移している。一方で、企業部門については、「原油安」・「ドル高」の影響もあり、鉱工業生産や設備稼働率は振るわず、経営者マインドを示すISM景況感については製造業と非製造業とのかい離が目立ってきた。物価については、低迷を続けている。ただし、原油安や輸入物価の低下など一時的な要因による部分が大きく、いずれ2%物価目標に向けて上昇すると見ている。

このように、底堅く推移する経済指標を踏まえると、小幅な利上げに耐えうる体力を米国経済は備えていると見られる。

## 金融政策は現状維持・利上げ見送り

9月FOMCでは、利上げを見送り、FRB（連邦準備制度）が保有する金融資産の規模も維持するとの結果となった。

FOMC終了後に発表された声明文では、「経済は緩やかに拡大し

ている」、「個人消費や民間投資は緩やかに増加」との認識を示しつつも、利上げを見送った理由としては、現在のインフレは軟調であることに加え、最近の海外経済の情勢や金融市場の混乱は経済や物価にとって下振れリスクになりうる、との2点が挙げられた。

今後FRBにおける利上

げ判断も、主にこの2点の進展次第で行われるだろうと考えられる。ただし、利上げの条件について、労働市場や物価の一段の改善に加え、海外経済や金融市場の混乱が収束するなど外部リスクを見極めて考慮する必要があると、今回の声明文で明記されたことは、これまでと大きな違いであることを強調しなければならない。外部リスク要因はFOMCの判断によってどれだけの重みを持つのかは、まだ不明であるものの、利上げ時期の不透明性が高まったことは間違いない。

一方で、利上げ見送りとなったとはいえ、FRB理事・地区連銀総裁の政策金利見通しによれば、これまでの年内利上げ方針は、引き続き維持された。FRB理事・地区連銀総裁17人のうち、13人は年内に利上げすべきとの見解を示し続けた。前回公表時（6月会合）と比べ、2人少なくなったものの、依然としてFOMC参加者の多数を占めている。

## 経済見通しの修正

次に、同時に発表されたFRB理事・地区連銀総裁の経済見通しについて、15年

FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（15年9月時点）

	2015年	2016年	2017年	長期(longer-run)
実質GDP	2.0~2.3 (1.8~2.0)	2.2~2.6 (2.4~2.7)	2.0~2.4 (2.1~2.5)	1.8~2.2 (2.0~2.3)
失業率	5.0~5.1 (5.2~5.3)	4.7~4.9 (4.9~5.1)	4.7~4.9 (4.9~5.1)	4.9~5.2 (5.0~5.2)
PCE デフレーター	0.3~0.5 (0.6~0.8)	1.5~1.8 (1.6~1.9)	1.8~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.3~1.4 (1.3~1.4)	1.5~1.8 (1.6~1.9)	1.8~2.0 (1.9~2.0)	
FFレート 誘導水準	0.375 (0.625)	1.375 (1.625)	2.625 (2.875)	3.5 (3.75)

（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。

末の予想状況を中心に見てみよう（図表2）。

まず、6月以来失業率は順調に低下したため、15年末の失業率の予想範囲は5.0～5.1%と前回から上下それぞれ0.2ポイント下方修正された。現時点で、8月の失業率は5.1%と、15年末の予測範囲の上限値と一致しており、失業率からすれば利上げ条件はすでに達成していると考えられる。また、インフレ指標であるPCEデフレーターは、15年末に0.3～0.5%と上下それぞれ0.3ポイント下方修正され、最近のインフレの低調さを反映した内容である。前述したとおり、インフレは低迷しているとはいえ、15年末から16年初めにかけてドル高による輸入物価の低下や原油安効果が剥落するにつれ、物価が上昇していく可能性が高い。年内に残される少ない時間の間、物価関連の経済指標が利上げ判断の一つのポイントとなるだろう。

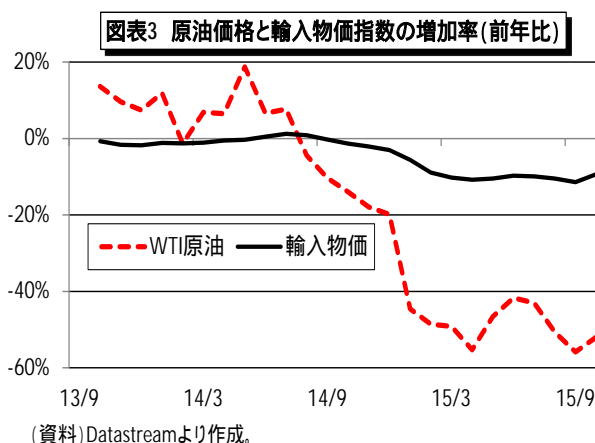
## 利上げを巡る今後の注目点

### 注目点：12月利上げが有力

9月利上げが見送られた後も、市場では利上げの開始時期を巡る見方が分かれている。

FRB理事・地区連銀総裁17人のうち、6人は年内に2回の利上げを行うべきとの見解を持っている。年内に定例のFOMCは2回（10月会合、12月会合）しか予定されておらず、10月利上げを相当な人数が支持しているということである。なお、イエレンFRB議長は記者会見で10月利上げの可能性を排除しなかったこともあり、市場では10月の利上げ観測が一時高まった。

しかしながら、10月のFOMC開催までに発表される物価関連の統計指標は、8月分のPCEデフレーター、9月分の輸入物価とCPI（消費者物価指数）だけである。これらの指標が明確な改善を示すのは、当面難しいと見ている（図表3）。また、海外経済や金融市場の混乱については、落ち着きを取り戻すまでには時間がかかりそうである。こうしたことから、筆者は12月の利上げを有力視している。



実際、米国の経済情勢は改善し続けており、年内いずれの時点で利上げが行われても、実体経済への影響に大差はないだろうと見ている。ただし、利上げ開始のタイミングが金融市場に大きな影響を及ぼすと考えられているほか、新興国にも悪影響があり、それは最終的に米国経済に跳ね返ってくることが懸念されていることから、慎重に判断されるものと見られる。

### 注目点：「緩やか」を巡るギャップ

これまで、「あくまでも金融政策の正常化、緩やかな利上げ」とFRBは繰り返して強調してきた。市場も緩やかな利上げを想定しており、それが市場に安心感をもたらすことに大きな役割を果たした。

しかし、「緩やか」に関する明確な定義はなく、FRB 理事・地区連銀総裁による見通しと市場予想との間にはギャップがある。

図表2が示すように、6月に比べ、9月時点でのFRB 理事・地区連銀総裁によるFF金利予想（中央値）は、いずれの時期も0.25%下方修正された。つまり、9月利上げは見送られたため、年内1回の利上げが中央値であることが反映された。その影響で、16年から17年にかけてのFF金利見通しは、1.375%、2.625%とそれぞれ0.25%程度下方修正されたものの、利上げのペースは変更無しということである。

一方で、市場予想の多くは16年末にFF金利が1.0%近傍にとどまるなど、6月時点の市場予想よりかなり低くなっている。このようなギャップは今後市場のボラティリティを誘発する要因になる可能性があるため、留意する必要がある。

### 長期金利と株式市場の動向

このところ、金融市場はボラティリティが高い状態が続いている。重要イベントを通過するとともに、市場は一時的に沈静化すると考えられるが、リスク要因は多数残存しており、慎重に見極める必

要がある。

長期金利（10年債利回り）は、8月末に中国経済の先行き警戒感などから投資家心理が悪化し、リスク回避の動きで長期金利が大幅に低下した。その後、世界の主要株価の持ち直しのほか、9月FOMCを控えたポジション調整の動きもあり、長期金利は一時2.3%台まで上昇した場面もあった。FOMC終了後利上げの見送り結果を受け、長期金利は再び低下に転じた。先行きの長期金利は、年内利上げへの意識が強まり、それを織り込む動きで上昇する圧力が高まる一方、中国など新興国経済の先行き懸念が依然存在しており、リスク回避の動きにより金利低下の圧力もある。全体としては、ボラティリティの高い状態が続くなか、緩やかな上昇傾向を辿ると想定している。

一方、株式市場は、8月末から9月半ばにかけて利上げ時期の不透明感が高まったことや、中国経済への警戒感などから大きく低下し、16,000ドル割れとなった。その後は、利上げ時期の後ずれ期待が高まったことや、原油価格の持ち直しなどから戻している。先行きの株価は、海外株式市場の動向のほか、利上げ時期を巡る思惑が交錯することもあり、FOMCメンバーの発言や業績などをにらみながら、上値の重い相場が続くと予想する。

（15.9.21 現在）

