

## 米利上げ見送りでも安心ならず

発表日：2015年9月18日（金）

～米金融政策の判断がドル高円安に貢献するか～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

9月17日のFOMCは、ゼロ金利解除に踏み切る判断を見送った。FRBは年内利上げを諦めていないが、米国の出口政策の推進はこれからも容易ではない。利上げを延期したことは安心材料にみえるが、筆者は米国での政策判断の背後に、従来よりも経済情勢の先行きに不透明感が増して、慎重な政策運営を意識する変化が大きくなっている点を警戒したい。

### 利上げの見送りは適切

9月時点でFRBの利上げは見送られた。これで霧が晴れたかと問われると、そうは言えない。金融市場における乱高下は、まだ年末にかけて継続するに違いない。9月17日の利上げ見送りは、世界経済が順調に拡大していくためのハードルのひとつを飛び越えたに過ぎない。

そうした中、筆者は、目先の利上げを延期して様子を見たFRBの判断は適切だったと考える。それは、高まる不確実性への対処として、過去からの連続性に囚われずに、冷静な状況判断を下したからだ。

利上げの見送りでも楽観ができないことの根拠を、次のような思考実験で示してみたい。FRBが9月利上げを延期して、12月を念頭において利上げをしようと考えるとき、すんなりと次の利上げに向けたアクションを採れるだろうか。やはり、12月（ないし10月）のFOMCもまた際どい議論があつてぎりぎりの判断が下されると予想される。為替レートに注目して言えば、米利上げ→ドル高→円安進行、というシナリオを描きにくいということである。本稿では、米利上げがますます難しい判断を迫られると予想する背景について、筆者なりの見解を述べてみたい。

### 何がサプライズだったか

まず、金融市場では、9月のFOMCについて何がサプライズであったのだろうか。無論、この話は「思った通り、9月利上げを見送った」という単純な印象を論じることではない。

振り返ると、なぜ、多くの人が9月利上げの可能性を「あるかもしれない」と半ば疑心暗鬼になって感じたかという背景には、FOMCのメンバーが意外にタカ派的だとみていたことがある。わかりやすく言えば、たとえ自分が米経済を慎重にみていたとしても、実際にFOMCのメンバーはもっと強気にみている可能性があるかもしれないと思っていたということだ。米金融政策の判断については、金融市場の人々が“FOMCのメンバーたちがどうみるか”を予想する、まさしくケインズの美人投票だったと思われる。6月のFOMC時点で発表されたドットチャートでは、理事・地区連銀総裁17人（投票権を持つのは10人）のうち、2人が「年内利上げなし」を予想し、5人が「年1回利上げ」、別の5人が「年2回利上げ」、さらに5人が「年3回利上げ」をみていた。このバラツキ具合からみて、9月利上げの延期を決断するためには、投票権のあるメンバー6人以上が「年内利上げなし」もしくは「年1回利上げ」にならなくていけないことになる。ハト派の中には投票権のない者もいて、メンバーの過半数が「年内利上げなし」と「年1回利上げ」になるとは限らない。

ところが、蓋を開けてみると、結果は予想外にメンバーはハト派的にシフトしていた。9月の分布は、年末にマイナス金利予想が1人、現状維持が3人、「年1回利上げ」が7人、「年2回利上げ」が5人、0.25%と0.50%の利上げ予想が1人という分布になった。マイナス金利の予想にはさすがに驚く。

この分布は、多数派が「年1回利上げ」=12月利上げになる。素直に読むと、やはり12月利上げなのだろうと読める。

もっとも、筆者はメンバーたちは米経済の先行きに潜在的な不安を強めて、急速にハト派的になったところに注目する。認識すべきは、9月のFOMCに成り立っていた「FRBは金融市場よりもタカ派的に動く」という見方自体が崩れたところである。

## 米経済への潜在的不安

一方、イエレン議長は、年内利上げを諦めていないと言う。もっとも、それはFOMCの議論を代表して、そう言わざるを得ないのだろう。公式見解は、10月あるいは12月のFOMCまでつづさに経済指標を点検して、利上げの可能性を模索するということになる。

実際、9月のFOMCで議論された内容は、もっと先行きのリスクに敏感だったのではあるまいか。リスクに敏感になっているとき、FOMCで行われた議論は、次のような対立点があったのではないかと仮想される。

例えば、ハト派のメンバーから「マーケットの混乱や中国経済の不安が注目されるので、利上げを急ぐリスクと、利上げを延期して様子を見るリスクでは、前者の利上げのリスクの方が大きい」と意見が提示されたならばどうだろうか。以前ならばタカ派から「引き締めが遅れて、超低金利が長引くと思わせる方が、金融緩和の歪みが大きくなる」とか、「利上げを開始しても、一連の利上げのプロセスをゆっくりと進めれば最初の利上げのインパクトは問題にならない」という反論があったと予想される。

しかし、9月のFOMCでは「そうは言っても、様子見をした方がよい」という意見に全体意見が傾いたと考えられる。ここには従来は強気だったメンバーも、弱気の提案にうなずくしかないほど、潜在的不安が共有されていた可能性が示唆される。

実体経済の評価についても、議論の焦点は、「米経済が世界を引っ張る」という強気論と、利上げで新興国経済が悪化すれば「米経済もまた悪い方向に引っ張られるのではないか」という弱気論のぶつかりあいになったと考えられる。その点についても、アジア通貨危機を彷彿とさせる新興国通貨安を警戒する方が強まった可能性がある。また、インフレ懸念に関しては、失業率が予想以上に低下しているにもかかわらず、物価上昇圧力が高まってこない点は、利上げを念頭に置いていたタカ派にとっては、説得力を欠くような展開になったと考えられる(図表1)。

利上げを推進するメンバーが言い出しそうな理屈として、「最初の利上げを実施するインパクトを評価するとき、0.25%の政策金利が強い引き締めになる影響力という過大評価をすべきではない」という理論武装が行われると考えられた。

しかし、そうした意見の背景にある強気論よりも、今の情勢でFRBが「利上げのプロセスを急いでいる」とみられる方が都合が悪いとい

(図表1) 米消費者物価の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

う慎重論が大勢になったとみられる。こうした思考実験を行うと、単なる様子見ではなく、メンバーの間に潜在的な不安が広がっていたことが推察される。

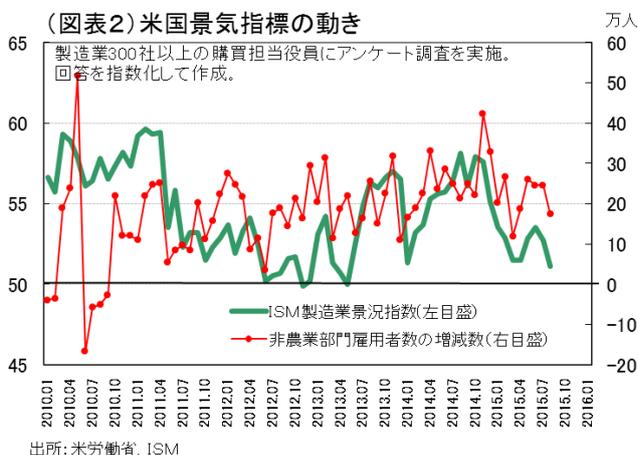
### 為替レートへの影響

今後、ドル円レートが円安方向に向かうには、日銀の追加緩和の可能性を除外して考えると、米経済への自信の強まりが不可欠になる。

今後のFRBの12月利上げを巡っては、毎月初の雇用統計の強さや、ISM指数や小売売上高の伸びが堅調になることが、必要条件になる(図表2)。これは、ドル高がさらに進んでいくことを意味する。金融市場では、米経済が利上げに耐久力を高めることができたとして、12月までに思わせるようになれば、ドル高シナリオに向かうと考えられる。反対に、新興国通貨が売られていく中で、米経済に対する力強さが感じられないと、ドル高が進みにくく、円高・ユーロ高に流れていく可能性が強まる。

筆者は、米経済がすぐに悪化すると兆候はみられないが、株式市場が不安定化して、米経済にもネガティブな影響が広がって行く可能性について留意しておくべきだと考える。米長期金利が上昇して、ドル高が急速に進むという可能性よりも、長期金利の上昇が頭打ちになる可能性である。ドル円レートは、1ドル120円前後で足踏みして、ショックに応じて円高気味の地合いが続く可能性の方が高いとみている(日銀の追加緩和がなければ、円安シナリオには限界がある)。

反対に、米経済に関してあまりに悲観的にみることも慎みたい。外部環境では、春先からの原油安効果がある。その効果が個人消費や企業収益をサポートする部分については軽視してはいけないと考える。ただし、そうしたポジティブな要因は少し時間がかかるのではないと感ぜられる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。