



# “ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

北米

2017年9月11日

## FOMC参加者が口を結ぶ前に

9月のFOMCを前に、参加者の主な発言を振り返ると、保有債券の再投資停止によるバランスシート縮小についてはコンセンサスが見られるも、利上げ実施についてコンセンサスを形成するには時間がかかる可能性もありそうです。

### ニューヨーク連銀総裁：利上げ継続を支持す るも、インフレ伸び悩みにも言及

ニューヨーク連銀のダドリー総裁は2017年9月7日に講演し、利上げを続ける必要性をあらためて指摘する一方、低調なインフレ率で市場の利上げ期待が後退したことも言及しました。9月19～20日開催の米連邦公開市場委員会(FOMC)を前に、当局者が金融政策について発言することを控える期間(9月8日から)直前の講演であることから発言内容が注目されていましたが、年内利上げについては決め手に欠ける発言内容であった印象です。

### どこに注目すべきか：

#### バランスシート縮小、FOMC、フィリップス曲線

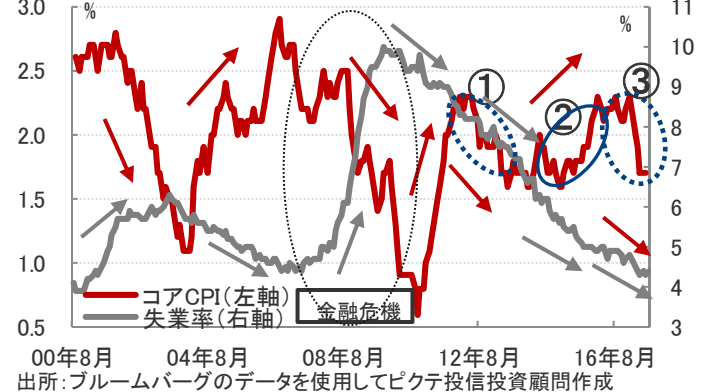
9月のFOMCを前に、参加者の主な発言を振り返ると、保有債券の再投資停止によるバランスシート縮小についてはコンセンサスが見られるも、利上げ実施についてコンセンサスを形成するには時間がかかる可能性もありそうです。話を単純化するために、ダドリー総裁を利上げ支持(やや強引な決め付けですが)、9月5日に講演を行ったブレイナード理事を利上げ慎重派として、両者の意見を振り返ります。まず、金融引締め要因となるバランスシート縮小は、利上げ慎重派のブレイナード理事も早期の開始(9月通知)を支持しています。ブレイナード理事は金融政策の道具として検証が十分に行われている政策金利の上げ下げに戻すべきと主張しています。既に市場が9月通知を織り込んでいるなか、この時期を逃す理由はないと見えています。利上げを支持するダドリー総裁はもちろんのこと、ブレイナード理事も米国経済は雇用、消費、最近では設備投資が回復しており、堅調に推移しているという共通の理解がバランスシート縮小を支持する共通の要因とも見られます。一方、両者を隔てるのはインフレ率、特に失業率低下局面での認識の違いが見られます。ラフな捉え方ですが、失業率とインフレ率の間には失業率が低下(上昇)するとインフレ率が上昇(低下)する関係が、少なくとも金融危機前と、その後の

混乱期には見られました(図表1参照)。しかし、2012年頃、失業率とインフレ率が共に低下する局面が見られます(図表1①)。それでも、2015年からは再び、失業率低下、インフレ率上昇の関係が見られました(図表1②)。2015年12月にはインフレ率上昇を確認して利上げを実施しています。しかし、2017年年初からの動きは再びインフレ率と失業率が共に低下傾向です(図表1③)。

利上げ支持派には、インフレ率の低下は携帯電話料金など一時的な要因が背景で、辛抱強く待てば、失業率は低いのだからインフレ率は上昇するという考えが基本にあり、背景は失業とインフレ率の関係であるフィリップス曲線を重視しています。一方、利上げ慎重派は、フィリップス曲線の平坦化という捉え方を重視しています。フィリップス曲線の平坦化は、失業率が変化しても価格(インフレ率)に変化が見られない、というイメージです。この原因について多くの研究が行われています。例えば、低インフレ率では企業が価格を維持する傾向など様々な有力な証拠は提案されていますが決め手に欠ける印象です。利上げ支持派に振り分けたダドリー総裁もインフレ率低下の要因を冷静に見つめる姿勢も示しています。米国の景気は利上げを支持すると見られるも、インフレ率に対する認識の違いが年内にまとまるか、微妙な状況と思われる。

図表1：米国コアCPI(前年同月比)と失業率の推移

(月次、期間：2000年8月～2017年8月、コアCPIは17年7月迄)



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。