

利上げ濃厚、ただし異例の展開

水曜日に利上げが行われる可能性は、今やかなり高くなっています。しかし、それは少なくとも過去一世代の金融政策の歴史から見ると、異例であり、場合によっては危険な動きでもあります。

なぜ利上げの可能性が高いのでしょうか。それは、米国で雇用者数の増加が市場予想を上回り、インフレ率も市場予想を上回っているからです。その結果、先物市場では今後 12 カ月間に 3~4 回の利上げが織り込まれていますが、まだそこには至っていません。

しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを開始してから約 2 年が経過していることを考えると、たとえ 25bps（0.25%）の利上げを 1 回行うだけでも異例です。利下げサイクルの最中に利上げを行うこと自体珍しいのです。さらに、FRB の政策当局者は、長期的な中立フェデラル・ファンド（FF）金利を 3~3.25% 程度と考えています。これは現在の誘導目標である 3.5~3.75% を下回っています。

通常、少なくとも過去一世代の金融政策を見る限り、FRB はいったん利下げを始めると、金利が長期的な底に達するまで利下げを続けてきました。時代をさかのぼれば、コロナ禍の前後、世界金融危機の前後、そして 2000~2002 年の最初のインターネット・ブーム崩壊時にも、同じことが起きています。

これら 3 つの局面にはすべて景気後退が含まれており、FRB は金融緩和によってそれを和らげられると考えていました。少なくとも現時点では、景気後退が起こる兆候は見当たりません。そのため FRB は景気後退への懸念をそれほど強く持っていません。むしろインフレをより警戒しています。

FRB が一連の利下げ局面の中で利上げを行った最後の例は、1997 年初頭、当時のグリーンズパン議長の下でのことでした。このときグリーンズパン氏は、1 回限りの 25bps の利上げを、力強い経済成長を理由に正当化しました。彼は、その成長の背景には株式市場の活況による「資産効果」があると考えていました。ケインズ経済学的なアプローチに基づき、FRB は低い失業率（当時は 5% をわずかに上回る程度）がインフレを引き起こす可能性を懸念していました。実際には、その時点ではまだインフレは顕在化していませんでした。

そして、まさに同じようなことが現在起きています。失業率は 4.1%。アトランタ FRB は第 3 四半期の実質 GDP 成長率を 4.4% と予測しています。データ・センターへの投資は急増しており、インフレも依然として高止まりしています。

これらすべてが、複数の戦争によってさらに複雑になっています。中東での紛争によってエネルギー価格が急騰する一方、ウクライナ・ロシア戦争によって世界の石油精製能力が低下しています。しかし、こうした状況に対して FRB ができることは何もありません。そして、戦時中に利上げを行うこと自体、非常に異例です。

また重要なのは、FRB が 2024 年半ばから 2025 年末にかけて利下げを行い、3.1% という目標金利を目指していたからといって、今後もその方針を続けるとは限らないということです。3.1% という数字は、あくまで推測にすぎません。

ウォーシュ議長がジャクソン・ホールで指摘したように、AI とデータ・センターへの投資は予測が難しい要素、いわば「ワイルド・カード」です。AI によって生産性の伸びが高まれば、インフレは低下する可能性があります。一方で、1990 年代後半の光ファイバーへの投資のように、過剰投資となり、突然終息する可能性もあります。

一つだけ確かなことがあります。急速に進んでいる AI とデータ・センターの設備拡張は、経済の他の部分ほど金利に敏感ではありません。経済の他の分野は、AI 関連ほど好調ではありません。特に住宅市場は非常に低迷しており、しかも金利に敏感な分野です。つまり、利上げをしても AI 関連の投資を減速させることはできないかもしれません。しかし、それ以外の経済分野には影響を及ぼすことになります。

もう一つ重要な点があります。1997 年にグリーンズパン氏が利上げを行った当時、FRB は「希少準備制度」の下で運営されていたため、金利とマネー・サプライ（通貨供給量）は密接に結びついていました。現在は「潤沢な準備預金」の制度になっているため、利上げをしても、当時と同じようにマネー・サプライに直接影響を与えるわけではありません。もし金利が上昇する一方でマネー・サプライが増えれば、利上げがインフレに与える影響は、投資家や FRB が考えているほど大きくならない可能性があります。

発表日時 (米国中部時間)	米国経済指標	コンセンサス	ファースト トラスト予測	発表結果	前回
9-15 / 7:30 am	ニューヨーク連銀製造業景気指数 - 9 月	15.0	12.1		20.6
9-16 / 7:30 am	小売販売 - 8 月	+0.8%	+1.0%		-0.6%
7:30 am	小売販売（除く自動車） - 8 月	+0.5%	+0.6%		-0.3%
7:30 am	輸入価格 - 8 月	+0.5%	+0.2%		-0.4%
7:30 am	輸出価格 - 8 月	+0.4%	+0.2%		-1.3%
9:00 am	企業在庫 - 7 月	+0.8%	+0.8%		0.0%
9-17 / 7:30 am	新規失業保険申請者数 - 9 月 12 日	208,000	206,000		206,000
7:30 am	住宅着工 - 8 月	1.315 百万	1.315 百万		1.239 百万
7:30 am	フィラデルフィア連銀製造業景気指数 - 9 月	31.3	23.9		47.4
9-18 / 8:15 am	鉱工業生産 - 8 月	+0.3%	+0.2%		+0.2%
8:15 am	設備稼働率 - 8 月	76.4%	76.4%		76.3%