



マーケットレポート  
 ジャクソンホール会合(8月24日-26日)  
 パウエルFRB議長講演の注目点

情報提供資料  
 2023年8月28日

**パウエル議長は『引き締め不足』を警戒、当面はタカ派姿勢緩めず**

- インフレ減速・雇用軟化の兆候。FRBは「データを確認し、見通しとリスクを見極める」段階に
- 政策金利は「引き締めの的と見るが不確実」。景気上振れ続けば「追加利上げが適切」に
- 8月以降、すでに利下げ期待後退で米長期金利上昇・株安が進む。講演後の市場の反応は限定的

**1. 堅調な景気がインフレ上振れのリスクに。追加利上げの可能性は排除せず**

**【ジャクソンホール会合\* パウエルFRB\* 議長講演の注目点】**

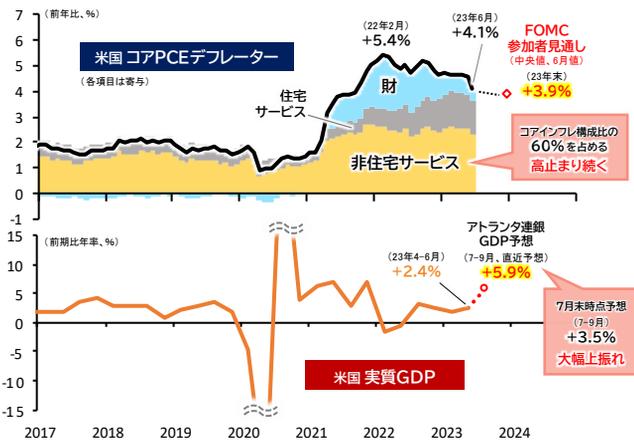
**・景気・雇用・物価の評価：リスクは景気上振れ、インフレ高止まり**

パウエル議長は講演の冒頭で、インフレは「ピークアウトしているが依然として高すぎる」と言及。特に、コアPCEデフレーター\*の主要項目のうち、ウェイトの半分以上を占める非住宅サービスの高止まりに関して、サプライチェーン正常化の影響を受けず、金利感応度が低く雇用ひっ迫の影響を受けやすいためと分析。「需要の減速が続きインフレ減速が進む」との見通しを示す一方、景気に関しては、「期待していたほど減速していない可能性」、「インフレ減速への動きがリスクにさらされる可能性がある」と警戒感を示しました。雇用については、前回FOMC\*時と同様、需給均衡への動きが続いていると評価しましたが、景気と同様に、リスクは雇用ひっ迫の継続との認識を示しました。

**・政策金利見通しに関する言及：利上げは終盤も、追加利上げは排除せず**

パウエル議長は、これまでの利上げで、金融政策は「引き締めの的になっている」と考えていると評価。FRBは「データを確認し、見通しとリスクを見極める段階にある」とし、利上げ局面は終盤との認識を示しました。他方、「中立金利（景気を加速も減速もさせない金利水準）を正確に特定することは出来ず、政策がどの程度引き締めの的かは常に不確実性が伴う」とし、景気・雇用上振れでインフレリスク再燃なら、「追加利上げが適切」と言及しました。

図表1. コアインフレ率と実質成長率



【出所】Haver analytics、BEA、FRBの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

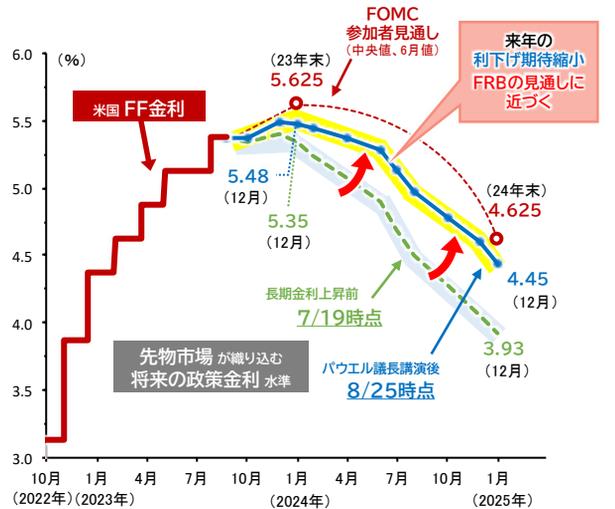
**2. FRBは『引き締め不足』のリスクに言及。タカ派姿勢を維持すると見られる**

今年のジャクソンホール会合の注目点は『中立金利』でした。今月初め、NY連銀のエコノミストが米中立金利の新しい推計を公表し、中立金利は従来の推計よりも高くなっている可能性があると言及しました。会合前には市場で、これはFRB内部で現在の金融政策は十分引き締めの的ではないとの議論が進んでいることと表れ、新しい政策金利見通しでは、さらなる追加利上げや来年の利下げ見通しの縮小が示されるのではないかと、その思惑が広がっていました。講演では、パウエル議長は「中立金利の正確な特定はできない」とし、議論を避けましたが、金融政策は引き締めの水準に「あると見る」としながらも、「景気は期待ほど減速していない可能性がある」と発言する等、引き締め不足への懸念を示しました。

パウエル議長の講演はタカ派的なトーンが目立ちましたが、会合後の市場の反応は限定的でした。これは、先月半ば以降、堅調な米景気を受け来年の大幅利下げ期待の修正が進んでいたことが大きな理由と考えられます。8月以降は、上記のNY連銀の研究を受けた思惑もあり金利上昇が進み、米長期金利は一時4.3%台まで上昇しました。これを受けて株式市場でも、20倍近くに達していた米S&P500のPER\*が、25日時点で18倍台まで調整しています。右図の通り、パウエル議長講演後の先物市場の政策金利織り込みは、FRBの政策金利見通しに近づいており、米国債市場の調整余地は限定的と考えられます。

FRBは今後も、インフレ抑制に向け金融環境のタイト化を進めると見られます。FRBは来年の利下げを示していますが、これはインフレ率が低下した場合、インフレ率対比で政策金利が過度に引き締めの水準となることを回避するための調整利下げと位置づけられます。2%物価目標に向けたインフレ減速に確信が持てるまで、FRBは警戒を緩めず、タカ派姿勢を維持すると予想されます。

図表2. FF金利と先物市場の政策金利織り込み



【出所】ブルームバーグ、FRBの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

\*本文、図中の\*については、最終ページの<用語説明・補足>をご覧ください。

\*当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

**〈用語説明・補足〉**

\***ジャクソンホール会合** … カンザスシティ連銀主催の年次経済シンポジウム。主要国の中央銀行関係者やエコノミストが集まる。開会のFRB議長講演は、過去にはFRBの政策転換が示されたこともあり、年8回の金融政策決定会合と同様に市場で注目される。

\***FRB** … 連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board)。米国の中央銀行の意思決定機関にあたる。

\***コアPCEデフレーター** … FRBが参照するインフレ指標である、個人消費支出 (Personal Consumption Expenditures) デフレーターのうち、変動の大きいエネルギーと食品を除いたもの。

\***FOMC** … 連邦公開市場委員会 (Federal Open Market Committee)。米国の金融政策決定会合にあたる。

\***PER** … 株価収益率 (Price Earnings Ratio)。株価を1株当たり純利益で割ったもので、株価の割高/割安感を示す指標の一つ。(文中では、1株当たり純利益は、12か月先予想ベースの市場予想コンセンサスを用いて計算。)

**〈当資料に関するご留意事項〉**

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆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いて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、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、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。