

2014年9月18日 全5頁

FOMC 利上げ開始時期は示唆されず

声明文の変更はわずかで QE3 の縮小完了が 10 月と明示された

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

[要約]

- 9月開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、いわゆるQE3（量的緩和第3弾）に伴う資産買い入れ規模が月150億ドルに縮小された。声明文に、次回、10月のFOMC会合で資産買い入れ額をゼロにする決定が行われることが明示された。同時に金融政策正常化の方針と計画（出口戦略）が公表された。
- 声明文における経済の現状認識に大きな変更はなく、「緩やかなペースで成長している」とされた。FOMC参加者による実質GDP成長率見通しは、2015年分がやや下方修正され、2017年分は、長期見通しをやや上回る程度に減速する見通しとなった。
- 事実上のゼロ金利政策を、資産購入終了後も「相当な期間継続する」とした文言に変更はない。イエレン議長は会合後の会見で、「相当な期間」は今後公表される経済指標次第であることを繰り返し強調し、利上げ開始時期の示唆はなかった。
- 今回のFOMC会合からは利上げ開始時期は示唆されなかったが、2015年の投票権を得る地区連銀総裁の発言に今後の声明文の変更やヒントが含まれる可能性がある。中間派と目されるウィリアムズ総裁とロックハート総裁の発言に注目したい。

資産買い入れ規模の縮小継続

2014年9月16日-17日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」の資産買い入れ規模を、さらに縮小することが決定された。これまで月100億ドルであったMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れ額は月50億ドルに、月150億ドルであった長期国債は月100億ドルに、それぞれ月50億ドルずつ減額され、合わせて月100億ドルの規模縮小となる。7会合連続での買い入れ規模縮小となり、規模縮小開始前の月850億ドルから150億ドルへ減額が進められた。労働市場やインフレ率に問題がなければ、10月のFOMCで残る150億ドルの減額を決定し、QE3による資産買い入れが終了することが声明文に明示された。

また、事実上のゼロ金利政策も継続し、物価の安定を前提として、資産購入終了後も「相当な期間（considerable time）継続する」とした文言に変更はない。イエレン議長は会合後の会見で、「相当な期間」は今後公表される経済指標次第で変わることがを繰り返し強調した。米国経済の現状認識は上方修正されたものの、この「相当な期間」という文言があることによって、FOMC参加者は、利上げ開始時期はなおも流動的であると考えているようだ。今回のFOMC会合からは利上げ開始時期は示唆されなかった。

ダラス連銀のフィッシャー総裁は、実体経済は力強く回復していることから早期の緩和縮小が適切であるとして反対し、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁は、事実上のゼロ金利政策を資産購入終了後も「相当な期間継続する」という文言は不適切であるとして反対した。プロッサー総裁は2会合連続での反対となる。

経済の現状認識と見通し

先んじて公表されたベージュブック（地区連銀景況報告）では、12地区連銀すべてで経済活動が拡大し、そのペースに大きな違いもないことが報告された。今回のFOMC声明文でも、米国経済の現状認識に大きな変更はなく、経済の現状判断は、「緩やかなペースで成長している」とされた。

労働市場では、失業率はほとんど変化しておらず、労働関連の資源の利用について「著しい活用不足が残っている」という文言を踏襲した。インフレ率について、前回の声明文では、「長期的な目標に近づいた」とされていたが、今回は、インフレ率は「長期目標を下回っている」に変更されている。今回はデフレ懸念が低減したことを受けた変更であったが、今回はインフレ圧力が長期目標を上回るほどのものではないことを認めたことになる。現時点でインフレを理由とした利上げの可能性はないと言える。

FOMC参加者による経済見通しは、実質GDP成長率は2015年分がやや下方修正され、新たに公表された2017年分は、長期見通しをやや上回る程度に減速する見通しとなった。失業率とインフレ率（PCE価格指数）の長期見通しに変更はない。

図表 1 FOMC 参加者の経済見通し

(単位: %)		2014	2015	2016	2017	長期
実質GDP (4Qの前年比)	今回	2.0-2.2	2.6-3.0	2.6-2.9	2.3-2.5	2.0-2.3
	6月	2.1-2.3	3.0-3.2	2.5-3.0	-	2.1-2.3
失業率 (4Qの平均)	今回	5.9-6.0	5.4-5.6	5.1-5.4	4.9-5.3	5.2-5.5
	6月	6.0-6.1	5.4-5.7	5.1-5.5	-	5.2-5.5
PCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	1.5-1.7	1.6-1.9	1.7-2.0	1.9-2.0	2.0
	6月	1.5-1.7	1.5-2.0	1.6-2.0	-	2.0
コアPCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	1.5-1.6	1.6-1.9	1.8-2.0	1.9-2.0	-
	6月	1.5-1.6	1.6-2.0	1.7-2.0	-	-

(注) 上位3名、下位3名を除いた数値。失業率は10-12月期平均。その他は10-12月期の前年同期比。

(出所) FRB より大和総研作成

金融政策正常化の方針と計画（出口戦略）

今会合では、2011年6月に作成された金融政策正常化に向けた指針を基に、新たに資産買入れでバランスシート規模が膨らむなどの変化を踏まえた、金融政策正常化の方針と計画（出口戦略）が公表された。

利上げは、経済の現状と見通しが許す場合に行われる。政策金利としてはFF（フェデラル・ファンド）レートを継続して用いるが、誘導目標は一つの数値ではなく、現在の0-0.25%のようにレンジで示される。利上げに際しては、超過準備預金金利（IOER）と、補完的に翌日物リバースレポなどを金利の調整に活用することになった。

これまでの資産買入れで保有額が増えた保有証券は満期が来るたびに再投資を行っているが、この再投資は、利上げ開始後に、経済状況に応じて予想可能な方法で段階的に縮小し、終了させること、またMBSは売却しない方針が明らかにされた。

これまでにイエレン議長らが会見や議会証言などで述べてきたことが包括的に表されているが、実際には利上げが始まった後の、経済・金融環境次第ということだろう。民間金融機関に追加的に金利を支払うリバースレポを大規模に行うと、裁量的な金融政策に批判的な、主に共和党議員などからの批判が先鋭化する可能性もある。中間選挙後の連邦議会の勢力図に影響される面もあろう。

政策金利見通し

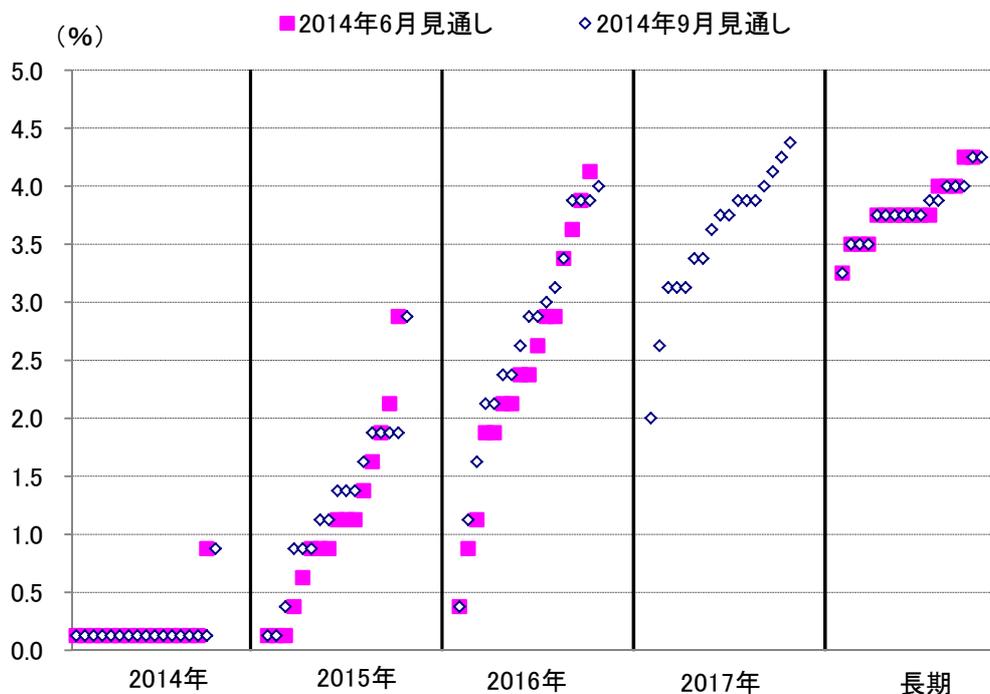
今回からFOMC参加者による金利見通しは出口戦略に従って、政策金利の目標レンジの中央値（Midpoint）に変更されており、過去分との直接的な比較はできない。以下では、レンジは常に0.25%であるとして、6月時点の金利見通しもレンジ中央値とするべく、公表値から0.125%を差し引いて比較している。

政策金利見通しは全般にやや上方修正された感があるが大幅ではない。2015年の予想は中央値で1.000%から1.375%に、平均値で1.078%から1.272%に上方修正された。2016年の予想は、中央値で2.375%から2.875%に、平均値で2.406%から2.684%に上方修正され、それぞれ、大まかに1~2会合分ほど利上げペースが速まる見通しの変更と言えるだろう。

新たに公表された2017年時点の金利見通しは、長期見通しに近く、イエレン議長の会見でも触れられたように、多くのFOMC参加者は2017年末頃に利上げが完了するシナリオを描いているようだ。2017年末に3.75%の政策金利目標に達するとして、現在0-0.25%のレンジを毎回0.25%ずつ引き上げるのであれば、14回の引き上げが必要となる。FOMC会合は原則として年8回開催されることから、2年弱の期間が必要となる。この利上げペースであれば、2016年初からの利上げ開始で間に合うことになる。利上げサイクルの終点からは、利上げ開始時期が遅くなれば利上げペースが速くなり、開始が早くなればペースはゆっくりとしたものになると想定されよう。

だが、利上げ開始時期については、会合後に行われたイエレン議長の会見でも示唆されることはなく、経済指標次第であることが繰り返し強調された。2015年中の利上げ開始予想はFOMC参加者17人中14人と大多数であることは変わらず、声明文での資産買い入れ終了後、「相当な期間」継続するという文言も変わらない。経済指標次第で2015年中に始まる可能性が高いことが確認されたにとどまる。

図表2 FOMC参加者の政策金利見通し



(注) 2014年6月見通し分のデータは、レンジ表記の9月公表分と揃えるため、2014年から2016年分までの公表値から0.125%を差し引いて表示。長期見通しは6月見通しも公表値のまま。

(出所) FRBより大和総研作成

2015 年の地区連銀投票権者

利上げ開始時期はどう検討されたのだろうか。2015 年中に利上げ開始が決まる可能性が高いのであれば、2015 年の投票権者はそのことを意識した発言を行っていると考えられる。輪番で 2015 年に投票権を得る地区連銀総裁では、ハト派とされるシカゴ連銀のエバンス総裁、タカ派とされるリッチモンド連銀のラッカー総裁と、サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁、アトランタ連銀のロックハート総裁がそれぞれ投票権を得る。このうち、中間派と目されるウィリアムズ総裁とロックハート総裁の発言に注目したい。

ロックハート総裁は、2015 年の半ばから後半にかけての時期が利上げ開始に妥当であることを繰り返し述べている。利上げ開始には、賃金上昇を伴ったインフレを確認する必要があることと、高止まりしている非自発的なパートタイム労働者数が減少に向かうことを重視しているとしている。加えて、強い経済指標が確認できれば利上げ時期が前倒し可能であることと、完全雇用を目指すためにはインフレ率が FRB の長期目標である 2% を超えて 2.5% までは許容できること、さらに声明文の文言変更の必要性も述べている。

興味深いのはウィリアムズ総裁であろう。2013 年の夏場にかけて、バーナンキ前議長が QE3 縮小（テーパリング）を示唆したことで、金利が急騰し金融市場のみならず、経済にも幅広く影響が及んだが、実はウィリアムズ総裁は、バーナンキ前議長よりも少し前に同様の発言を行っていたのである。発言当日は金利が幾分上昇するなどの市場への影響もあったが、いわば観測気球を上げていた可能性がある。ウィリアムズ総裁は、今年 5 月に金融政策を正常化する過程で市場が混乱するリスクを指摘し、利上げ開始時期について、なんらかのヒントを与えるだろうとした。緩和のアクセルを緩めるテーパリングを自らが示唆して、市場が知っているはずの情報をバーナンキ前議長が発信して市場の混乱につながったが、ブレーキを踏む利上げでは、さらに丁寧に市場が織り込める情報発信を目指すということであろう。こうした観点からはやや利上げ開始時期が前倒しされるような発言、いわゆるタカ派的な発言が増えて、徐々に市場が織り込む方が、金融政策遂行上は望ましいのかもしれない。ウィリアムズ総裁は、利上げ開始時期は経済指標次第で前後することを踏まえた上で、2015 年の半ば頃としている。テーパリング開始時期同様に、ウィリアムズ総裁などが観測気球を上げる可能性もあり、またテーパリング完了時にはほぼ確実に必要な FOMC の声明文の変更に大いに注目したい。