

2014年12月18日 全4頁

# FOMC 慎重に声明文を変更

最初の利上げと同時に2回目以降の利上げも主要テーマか

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]

- 12月開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、事実上のゼロ金利政策の維持を決定した。声明文を、金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」なれる、という表現に変更したが、過去の声明文を引用する形で「相当な期間継続する」との文言も残した。
- 声明文における経済の現状認識では、労働市場の評価を上方修正し、インフレ動向は下方修正した。インフレ率の下振れはエネルギー価格低下などの一時的要因であるとして、過度に懸念されていない。
- 2015年中の利上げ開始の可能性は高いが、低インフレで利上げを急ぐ必要性は低く、内外の経済指標や市場動向、政治動向を注視する時間的余裕がある。まだFOMC参加者が利上げ開始時期を特定する必要性はないと言える。
- FOMC参加者の政策金利見通しは、利上げ開始が近いことと同時に、現時点の評価で、2回目以降の利上げサイクルがそれほど急激ではないことを示唆している。最初の利上げのみならず、2回目以降の利上げをどうするかも、主要テーマになりつつあるのだろう。

## 慎重に声明文を変更

2014年12月16日-17日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、事実上のゼロ金利政策について据え置き、保有する資産規模の維持を決定した。

注目されたゼロ金利政策を維持する期間について、声明文を、金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」（patient）なれる、という表現に変更した。2004年からの利上げ局面に際して、その直前に行われた声明文の変更と同じである。同時に前回、10月までのFOMCの声明文を引用する形で、「相当な期間（considerable time）継続する」との文言も残し、これらの内容が整合的であるとした。イエレン議長の記者会見においても同様の趣旨の説明が行われ、金利の急上昇や株価急落など、市場の混乱を避けるために丁寧に説明したと考えられる。

投票では、ダラス連銀のフィッシャー総裁、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁が反対票を投じた。同会合ではかなり意見が分かれた可能性がある。次回のFOMCは、2015年1月27日-28日に開催され、FOMC参加者の経済見通しの公表とイエレン議長の記者会見は予定されていない。

## 経済の現状認識と見通し

先んじて12月3日に公表されたページブック（地区連銀景況報告）では、各地区連銀によって米国経済の回復ペースが加速していることが報告された。FOMC声明文における経済の前向きな評価についても変更はなく、実質GDP成長率の先行き見通しは9月時点とほぼ変わらない。

労働市場への評価は、労働関連の資源の利用について「著しい活用不足が縮小に向かっている」として、上方修正した。先行きは失業率の低下ペースが9月時点の見通しよりも加速する見通しとなっており、現状認識の上方修正と合わせて、労働市場の改善傾向を評価していることになる。

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	2.3-2.4	2.6-3.0	2.5-3.0	2.3-2.5	2.0-2.3
	9月	2.0-2.2	2.6-3.0	2.6-2.9	2.3-2.5	2.0-2.3
失業率 (4Qの平均)	今回	5.8	5.2-5.3	5.0-5.2	4.9-5.3	5.2-5.5
	9月	5.9-6.0	5.4-5.6	5.1-5.4	4.9-5.3	5.2-5.5
PCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	1.2-1.3	1.0-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	2.0
	9月	1.5-1.7	1.6-1.9	1.7-2.0	1.9-2.0	2.0
コアPCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	1.5-1.6	1.5-1.8	1.7-2.0	1.8-2.0	-
	9月	1.5-1.6	1.6-1.9	1.8-2.0	1.9-2.0	-

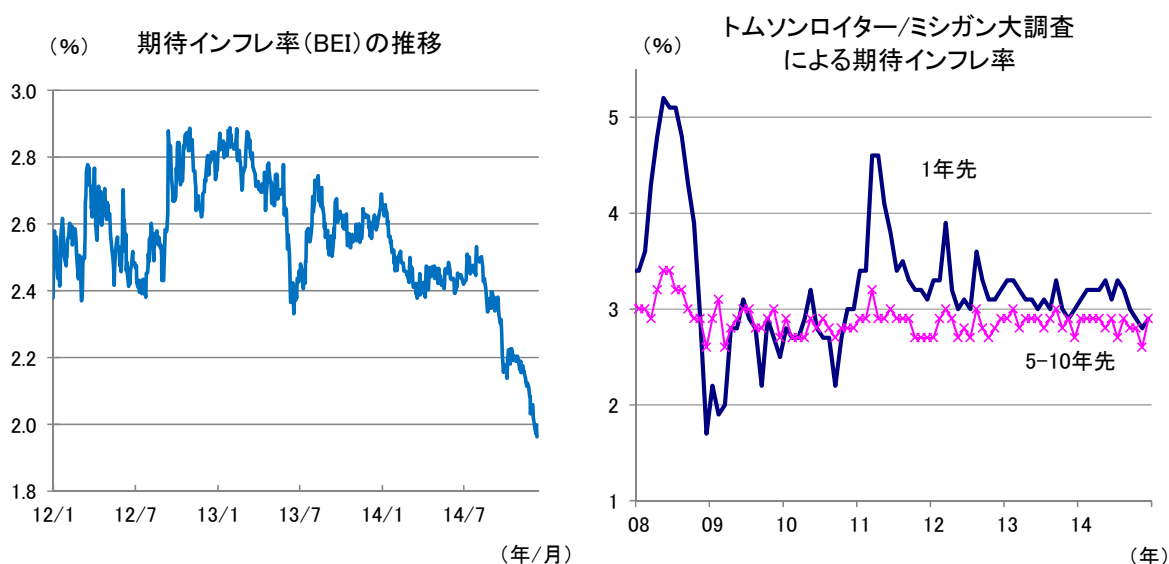
(注) 上位3名、下位3名を除いた数値。失業率は10-12月期平均。その他は10-12月期の前年同期比。

(出所) FRBより大和総研作成

一方、インフレ率について、原油価格の急落を踏まえた表現に修正されたが、エネルギー価格下落などの一時的要因がなくなれば、長期目標である2%に向けて上昇するとして、過度に懸念されていない。イエレン議長は記者会見において、原油純輸入国である米国の経済にとって差し引きでプラスの効果をもたらすと述べた。先行きの見通しにおいても、PCE 価格指数は下方修正されているが、下方修正は2015年までであり、また、コアPCE 価格指数は小幅な修正に留められている。

足下のインフレ率の低下は、国内需要の鈍化に伴う内発的な性質のものではなく、原油価格下落という外生的なインフレ率の鈍化であり、むしろ需要を高める方向に作用する。ただし、エネルギー価格の下落が非エネルギー部門に波及して期待インフレ率が低下し、実際の物価低下と需要の鈍化につながるリスクは否定され得ない。それでも、サーベイベースの期待インフレ率は11月調査でやや低下したものの、12月調査で再び上昇したこともあり、注視しつつも現時点では懸念には及ばないという評価なのだろう。

図表2 期待インフレ率



(注) BEIはBreak Even Inflation rateで5年先の5年物BEI。

(出所) FRB、トムソンロイター、ミシガン大、Bloombergより大和総研作成

海外経済との関係では、10月のFOMC議事録では、海外経済の減速に対する一定の警戒感が記載されていたが、今回の声明文にはこれまで同様に海外経済に関する言及はない。ドル高による輸入物価の低下が米国内のインフレ率をさらに押し下げる可能性はあるが、貿易を通じた影響は限定的だろう。議長の記者会見でロシア情勢に時間が割かれ、問題がロシアから米国へ直接及ぶのではなく、欧州経済を経由して波及する可能性に触れられたことから、金融面のつながりを意識していると考えられる。すなわち、米国の金利上昇と米国への資金還流を通じて、米国外でドル建て債務を抱える主体の元利払いが厳しくなるリスクが指摘できる。資金流出とインフレを警戒する各国の中央銀行が、国内の経済成長の妨げになるとしても、米国に追随して利上げする可能性もある。

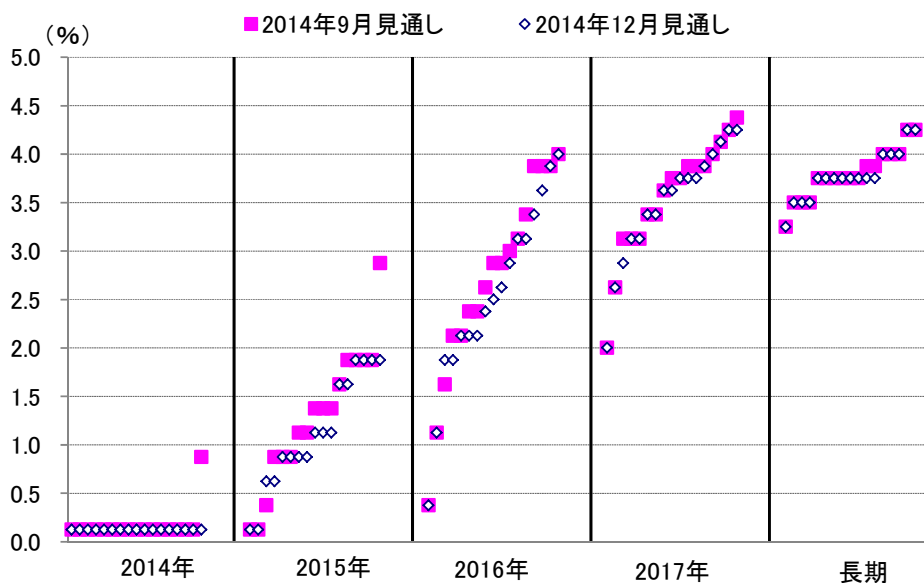
## 利上げ開始時期の次へ

17人のFOMC参加者のうち、15人が2015年中の政策変更を見通していることから、経済指標に大きな問題がなければ、2015年中の利上げ開始の可能性は高いだろう。ただし、低インフレで利上げを急ぐ必要性は低く、内外の経済指標や市場動向、政治動向を注視する時間的余裕がある。またFOMC参加者が利上げ開始時期を特定する必要性はないと言える。イエレン議長は記者会見で、「忍耐強く」なれる期間は数会合（a couple of meetings）であり、数会合は辞書的には2回を指すとした。2015年冒頭の1月と3月のFOMCでの利上げ開始の可能性は低いことになる。

また、FOMC参加者の政策金利見通しは、長期的な水準が9月時点とほぼ変わらない一方で、2015年以降の政策金利見通しは、中央値でも平均値でも低下した。利上げ開始が近いことと同時に、現時点の評価で、2回目以降の利上げサイクルがそれほど急激ではないことを示唆していると言えよう。新たな文言の解釈を巡り市場が過剰反応するリスクがあったことを踏まえ、今回の声明文の変更は慎重に行われたが、市場が利上げを織り込んで、長期金利がある程度上昇すれば、利上げを行わなくても引き締め効果をもたらされる。市場にネガティブサプライズを与えて長期金利が急上昇するリスクを冒すよりも効果的であり、最初の利上げのみならず、2回目以降の利上げをどうするかも、主要テーマになりつつあるのだろう。

なお、いわゆるタカ派として知られるダラス連銀のフィッシャー総裁は、2015年3月19日付で退任することを発表した。フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁は2015年3月1日付で退任し、両連銀の総裁は2015年にFOMCの投票権を有しないが、最初の利上げのタイミングでは、別の参加者に交代しているはずである。また、FRB（連邦準備制度理事会）の理事ポストも2つが空席のまま、共和党主導の議会で、理事ポストがどのように扱われるかも注目されよう。

図表3 FOMC参加者の政策金利見通し



(出所) FRB より大和総研作成