

2015年1月29日 全4頁

FOMC 政策変更を急ぐ必要はない

国際情勢などを見極める時間があるうちに課題を検討すべき

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]

- 2015年1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。声明文のうち、金融正常化に至るまで「忍耐強く」なれるという表現を維持し、3月と4月のFOMCにおける利上げ開始の可能性が低いことを示唆した。
- 声明文における経済の現状認識では、米国経済はしっかりとしたペースで加速しているとして上方修正された。雇用が増えている労働市場への評価も上方修正された一方で、エネルギー価格が低下しているインフレ動向は、慎重な表現が増えた。
- 考慮すべき情報として、労働市場と物価関連の指標と金融の動向に加えて、今回の声明文から「国際情勢」が追記された。貿易動向をはじめ、ドル高によって米国へデフレ圧力が加わることや、金融市場の混乱への警戒などが念頭にあるとみられる。
- 利上げが始まれば、FRB（連邦準備制度理事会）が保有する債券の取り扱いも注目されることになろう。2016年から本格的に満期償還を迎え、金利変動に影響を及ぼす可能性があり、技術的な話題であるが、政策効果にも直結する検討課題だと言えよう。

声明文の基本は維持

2015年1月27日-28日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、実質上のゼロ金利政策を維持し、保有する資産規模を維持することを決定した。

ゼロ金利政策を維持する期間について、前回のFOMC（2014年12月）で変更した声明文のうち、金融政策の正常化を開始するまで「忍耐強く」（patient）なれる、という表現を維持した。忍耐強くなれる期間は2会合程度先までとすれば、3月と4月のFOMCでの利上げの可能性は低いことになる。一方で、2014年10月までのFOMCの声明文を引用していた「ゼロ金利政策を相当な期間（considerable time）継続する」との文言は削除された。前回の会合で声明文を変更した際に、市場の混乱につながらないように慎重を期して「忍耐強く」と併記したとみられるが、新たな文言が市場で周知されたと判断され、「相当な期間」という文言を残す必要性がなくなったと考えられよう。

今回は2015年最初の会合で、地区連銀総裁の投票権者が変わったが、全会一致となった。今年新たに投票権を得たのは、シカゴ連銀のエバンス総裁、リッチモンド連銀のラッカー総裁、アトランタ連銀のロックハート総裁とサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁である。ハト派とされるエバンス総裁とタカ派とされるラッカー総裁が反対票を投じる可能性があったが、全会一致となったことで、議事録を確認する必要はあるが、大部分はコンセンサスを得た結果だったと考えられる。

次のFOMCは、2015年3月17日-18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が予定されている。さらにその先の記者会見があるFOMCは6月であり、6月のFOMCで利上げを開始するのであれば、3月のFOMCで「忍耐強く」なれるという文言が修正されることが想定され、注目される。

経済の現状認識と見通し

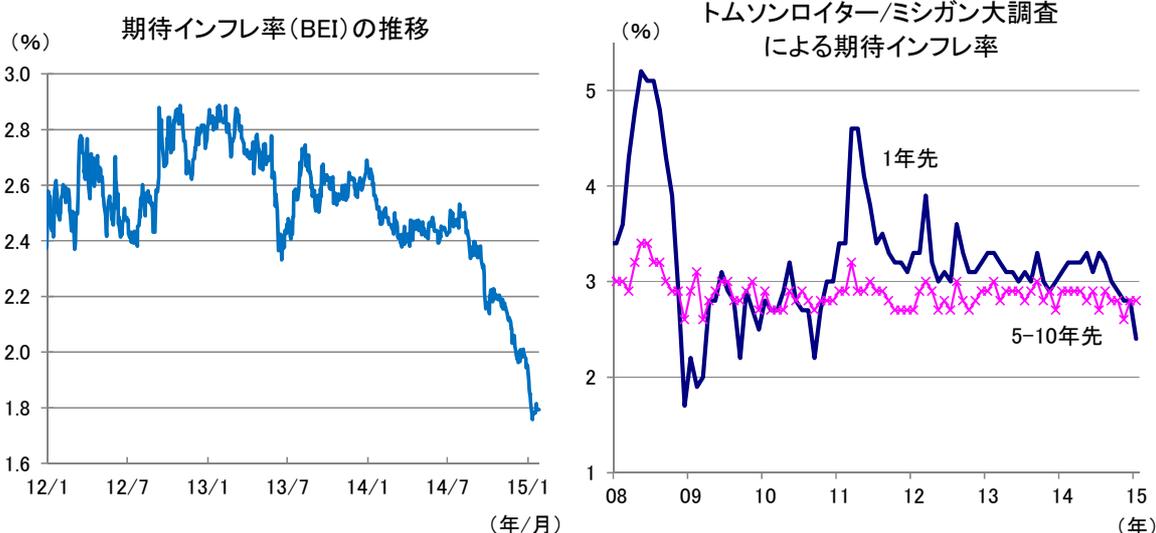
先んじて2015年1月14日に公表されたベージュブック（地区連銀景況報告）では、多くの地区で成長ペースの加速が報告されていた。今回のFOMC声明文における経済の評価は、エネルギー価格の低下が家計の購買力を向上させ、経済全体はしっかりとしたペースで加速しているとして上方修正された。また、労働市場への評価も、雇用が力強く拡大しているとして上方修正された。

一方、インフレ動向については慎重な表現が増えた。債券市場参加者の期待インフレ率が大きく低下し、最近のインフレ率がさらに低下したことに言及した。エネルギー価格の低下といった一時的要因がなくなれば、インフレ率がFRB（連邦準備制度理事会）の目標である2%に上昇していくと期待されているものの、それは「中期的に」達成されるとして、時間がかかるとの表現が加わった。それでもエネルギー価格の低下と、エネルギー価格低下が他の物価へ波及する可能性を大きく取り上げているわけではない。

経済指標次第で利上げ開始時期は前後するとし、考慮すべき情報として、労働市場、物価関連の指標と金融の動向に加えて、今回の声明文から「国際情勢」が追記された。前回のFOMC後のイエレン議長の記者会見やFRB高官の発言で、ロシア情勢や欧州の経済・金融動向が取り上げられており、声明文にも不透明で見極めるべき材料として国際情勢が加わったと考えられる。貿易動向をはじめ、ドル高によって米国へデフレ圧力が加わることや、金融市場の混乱への警戒などが念頭にあるとみられる。海外経済の不安が高まるなどの理由から資金が米国債に向かい、FRBが利上げを進めても米国の長期金利が抑制されたままになる可能性もある。

2月2日に予定されるオバマ大統領による予算教書発表後、本格化すると予想される財政関連の論議も、FRBが見極めるべきことであろう。2月末までしか計上されていない国土安全保障省関連の予算をどうするか、3月の債務上限問題、2016年度（2015年10月～2016年9月）予算などである。今回のFOMCの声明文からは利上げ開始時期に関する示唆は限定的だったが、全会一致で決定されたように、政策変更を急ぐ必要はなく、国際情勢を加えた考慮すべき新たな情報を待つ時間的余裕があると言えよう。FOMCメンバーは利上げすべき時期を特定しているわけではないだろう。だが、米国の長短金利が低下したままだと、実際に利上げを行う際に、利上げ効果をもたらさないか、金利の急上昇を招く恐れがある。声明文でインフレ率の低下を大きく取り上げず、「ゼロ金利政策を相当な期間継続する」との文言を削除したことは、実際の利上げ時期は別にして、利上げに向けたタカ派的な姿勢を維持することで、利上げできる環境づくりの一環と見なすこともできよう。

図表1 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

利上げ開始までに検討すべきこと

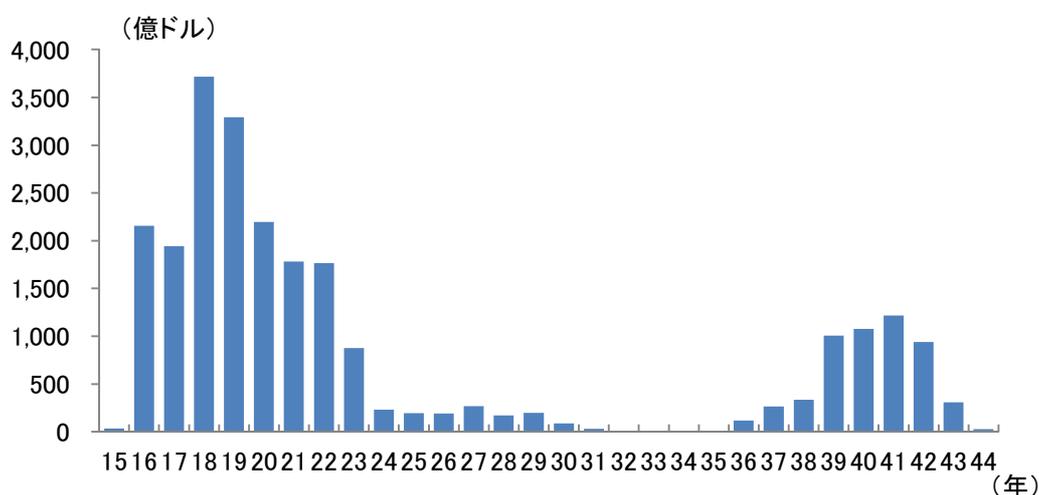
FRBが検討すべき課題として、利上げが始まると、次の利上げはいつかという話題に加えて、

FRB が保有する 4.2 兆ドル以上の債券の取り扱いも注目されることになろう。現在、保有債券が満期を迎えると再投資を行っているが、2014 年 9 月の FOMC において、利上げ開始後に、経済状況に応じて予測可能な方法で再投資を段階的に縮小し、終了させる方針が示されている。FRB が保有する米国債のうち、2015 年に満期を迎える銘柄は極めて少ないが、2016 年以降に満期償還は本格化する。

CBO（議会予算局）によると、2015 年度（2014 年 10 月～2015 年 9 月）財政赤字の見通しは、4,680 億ドルが見込まれ、2016 年度は財政赤字が小幅縮小し、2017 年度から財政赤字が拡大に転じる見込みである。FRB が保有する米国債は、2016 年の前半からまとまって満期を迎え始め、年間で 2,000 億ドル前後以上と、財政赤字額と比較してもかなりの規模になる。FRB の再投資の方針次第では、市場が混乱する可能性がある。金利が急上昇することは、過度な引き締め効果をもたらすことになる一方で、金利が抑制されたままだと、適切な引き締め効果が得られないことになる。技術的な話題であるが、政策効果にも直結する検討課題だと言えよう。

なお、オバマ大統領は、空席の FRB 理事に、ハワイの地銀の CEO であったアラン・ランドン氏を指名する方針を表明した。銀行監督を司る FRB に対し、規制強化が進む銀行部門のうち、大銀行と事情が異なる中小の地銀は異なる規制が必要であると指摘されており、地銀の事情を理解しているランドン氏が理事候補になったとみられる。引き続き金融規制が FRB の課題であることも示していると言えよう。

図表 2 FRB が保有する米国債の満期償還予定額



(注) 2015 年 1 月 21 日時点の保有債券。インフレ連動国債を含む。

(出所) ニューヨーク連銀より大和総研作成