

2015 年 3 月 19 日 全 4 頁

FOMC 利上げに向けた環境作りが進む

政策金利の見通しは下方修正

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 3 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削除し、6 月以降の利上げ開始の環境を整えた。利上げは経済情勢次第ということになる。
- 声明文における経済の現状認識は、輸出の減速などを理由として小幅下方修正された。力強い雇用の回復を示す労働市場と、伸び率が低位にとどまっているインフレ動向への認識に変化はない。
- FOMC 参加者の政策金利の見通しは前回よりも下方修正された。利上げ開始時期が先送りされたことになるが、利上げを始めた後の引き締めペースは前回の見通しとあまり変わらない。
- FOMC 参加者による失業率の長期見通しが下方修正され、インフレ率が上昇するためには、失業率がさらに低下する必要があるという理解ができる。国際情勢を含めたその他の不透明要因が低減することを前提として、失業率のさらなる低下で、利上げの可能性が高まるという目安になるのではないかと推察される。

慎重に声明文を変更

2015 年 3 月 17 日-18 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（2015 年 1 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、という表現を削除し、労働市場のさらなる改善と、インフレ率が中長期的に目標の 2% に回帰する自信が得られた時に政策金利を引き上げるとした。また、次回の FOMC は、2015 年 4 月 28 日-29 日に開催されるが、4 月の FOMC での利上げの可能性が極めて低いことも記載した。政策金利の手がかりであるフォワードガイダンスが事実上なくなることから、2014 年 12 月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慎重な修正を行ったように、今回も同様に極めて慎重に文言を修正したと言えるだろう。

なお、4 月の会合では、イエレン議長の記者会見等の予定はなく、4 月の次の会合は 6 月 16 日-17 日で、記者会見等が予定されている。

今回の会合の結果は、前回に続き全会一致となった。利上げに積極的なタカ派のメンバーだけではなく、ハト派のメンバーも政策変更の柔軟性を確保するため、利上げの可能性を開くことに同意したとみられる。

経済の現状認識と見通し

米国経済の現状認識は、輸出の減速などを理由として小幅下方修正された。先んじて 2015 年 3 月 4 日に公表されたページブック（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。FOMC 声明文における経済の評価についても、米国経済はしっかりとしたペースで加速している点の認識は変わらず、従来の表現が踏襲されている。力強い雇用の回復を示す労働市場への評価は変わらず、インフレ動向もエネルギー価格の低下を反映して、伸び率が低位にとどまっているとの認識に変化はない。

先行きの経済見通しはやや下方修正された。イエレン議長の記者会見では、海外経済の減速やドル高などを背景に輸出が減速していることが GDP 見通しの下方修正の要因だとした。足下で軟調な経済指標が相次いでいることから、1-3 月期の GDP 成長率は減速が見込まれ、2015 年の GDP 成長率見通しの引き下げにつながったとみられる。2016 年以降の成長率見通しも下方修正され、長期見通しが変わらないことから、前回よりも回復ペースが緩やかなものにとどまる内容となった。前回 1 月の FOMC における声明文に「国際情勢」が追記され、海外経済動向により注目する姿勢が明らかになったと言えよう。

失業率はこれまでよりも、さらに低下する見通しとなった一方で、2016 年以降のインフレ率見通しに変更はない。特に長期の失業率見通しが引き下げられたことから、インフレ率上昇のためには、失業率はこれまでの想定以上に低下する必要があることが示されている。2 月の失業

率は 5.5%まで低下し、2014 年 12 月時点の FOMC 参加者による長期見通しのレンジ上限に達していた。

図表 1 FOMC 参加者の経済見通し

(単位: %)		2015	2016	2017	長期
実質 GDP (4Qの前年比)	今回	2.3-2.7	2.3-2.7	2.0-2.4	2.0-2.3
	12月	2.6-3.0	2.5-3.0	2.3-2.5	2.0-2.3
失業率 (4Qの平均)	今回	5.0-5.2	4.9-5.1	4.8-5.1	5.0-5.2
	12月	5.2-5.3	5.0-5.2	4.9-5.3	5.2-5.5
PCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	0.6-0.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0
	12月	1.0-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	2.0
コアPCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	1.3-1.4	1.5-1.9	1.8-2.0	-
	12月	1.5-1.8	1.7-2.0	1.8-2.0	-

(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

下方修正された金利見通しと今後

FOMC 参加者の政策金利の見通しは下方修正された。2015 年中の利上げ開始は 17 人中 15 人が見込んでいて変わらないが、2015 年末時点の政策金利見通しは、中央値で 0.625%と前回 (2014 年 12 月) 時点の 1.125%から 0.500%低下し、平均値では同じく 1.125%から 0.772%に 0.353%低下した。利上げ開始時期が先送りされ、0.25%ずつの金利引き上げであれば、2015 年中に 2 回の利上げが想定されていることになる。2016 年と 2017 年の見通しも同様に 0.5%前後低下し、長期予想は平均値で小幅低下した。想定される利上げ開始時期は先送りされたものの、利上げを始めた後の引き締めペースは前回の見通しとあまり変わらないことになる。

今後は、利上げは経済情勢次第ということになり、政策の先行きの不透明感が高まった。経済指標の結果次第で市場は変動が拡大することになる。ただ、前述した FOMC 参加者による長期見通しで失業率が下方修正された一方で、インフレ率の見通しが変わっていないことは、インフレ率が上昇するためには、失業率がさらに低下する必要があるという理解ができる。このため、賃金の上昇を含めて労働市場がさらに改善し、失業率が今回公表された長期見通しのレンジ上限である 5.2%近辺になると、利上げの可能性が高まるという目安になるのではないかと。

この他に考慮すべき話題として、ギリシャの支援プログラムは 6 月末まで 4 ヶ月間延長され、6 月末にかけてギリシャ問題が再燃しているリスクが考えられる。9 月は会計年度末で 10 月からの新年度予算が必要となる。連邦債務の上限は、3 月 15 日まで一時上限額を撤廃されていたが、その猶予期限が切れた。CBO (議会予算局) によると 10 月か 11 月までやり繰り可能となっているとされ、経済状況次第で前後しようが、予算作成と似たような時期に話題となろう。2013 年の QE3 (量的緩和第 3 弾) による資産買入れの縮小は、連邦政府機関の一部閉鎖を招いた予算編成上の問題で、市場予想の同年 9 月ではなく 12 月に決定されたように、利上げ開始時にもこれらの不透明感が低減される必要があろう。

もともと、2月末までしか手当てされていなかった国土安全保障省関連予算は、暫定予算案が共和党の反対で下院で否決され、同省の一部閉鎖を避けるために1週間の暫定予算が成立した後に、ようやく9月までの暫定予算が成立するという紆余曲折を経た。オバマ大統領による移民制度改革に保守派が反発した結果とされ、下院共和党内部で穏健派と保守派がまとまっていないことが印象付けられた。連邦政府の債務上限額の引き上げや、新年度の予算作成がスムーズに進むとは限らないだろう。

金融政策関連では、利上げ開始時期が迫っていることが認識されるようになると、利上げペースと同時に、FRB（連邦準備制度理事会）が保有する債券の減少ペース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年の満期額は少額だが、2016年の2月から5月にかけて毎月200-300億ドルの満期が到来する。FRBの再投資額次第で、金利変動要因となろう。

なお、フィラデルフィア連銀は、3月1日で退任したプロッサー前総裁の後任として、デラウェア大学学長のパトリック・ハーカー氏を選出したことを公表した。7月1日に就任する見込みとなっている。プロッサー前総裁よりはイエレン議長に考え方が近いとされるが、フィラデルフィア連銀総裁は、今年、FOMCでの投票権を持たない。

図表2 FOMC参加者の政策金利見通し

