

2015年4月30日 全4頁

# FOMC 利上げにはドル高是正も必要に

## エネルギー以外の輸入物価の下落を懸念

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4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。3月のFOMCで4月の利上げ開始の可能性が低いとしたことで、ゼロ金利政策維持は想定通りの結果となった。
- 経済の現状認識は下方修正された。一時的要因を一部反映して減速したとされ、インフレ率が低位にある背景に「エネルギー以外の輸入物価の低下」を加えた。輸入物価の低下が国内物価に波及して利上げを困難にしているとの認識があるとみられる。
- 利上げ開始時期を巡っては、寒波などの影響で落ち込んだ経済の反動増がどの程度生じるかを確認することに加えて、インフレ率が目標の2%に向けて上昇する確信を得るために、ドル高の是正も考慮していくということだろう。

## 予定通りの現状維持

2015年4月28日-29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を維持し、保有する資産規模を維持することを決定した。3月のFOMCで4月の利上げ開始の可能性が低いとしたことで、ゼロ金利政策維持は想定通りの結果であり、今回の決定は全会一致となった。

次のFOMC会合は6月16日-17日で、イエレン議長の記者会見等が予定されている。3月FOMC議事録からは、数人の参加者が6月利上げを支持し、次回、6月のFOMCからは毎会合、政策運営を判断することになる。利上げは経済情勢次第ということで、今回のFOMCの声明文からは利上げ開始時期に関する直接的な示唆はなかったが、輸入物価の下落への懸念を強めている表現が加わった。一時的であっても経済情勢の成長鈍化を認めており、輸入物価の下落ペースは加速して国内のインフレ率も低位にあることから、利上げ開始を決定するための条件はまだそろっていないと考えられよう。

## 経済の現状認識と見通し

米国経済の現状認識は、慎重なコメントが増え下方修正された。2015年4月15日に公表されたページブック（地区連銀景況報告）では、米国経済は、大半の地区連銀の管区内で拡大が続いたと報告されていた。工業製品需要はまちまちで、ドル高や原油安、寒波の悪影響があったとされた。FOMC声明文における経済の現状認識についても、米国経済は冬季に一時的要因を一部反映して減速したとされた。

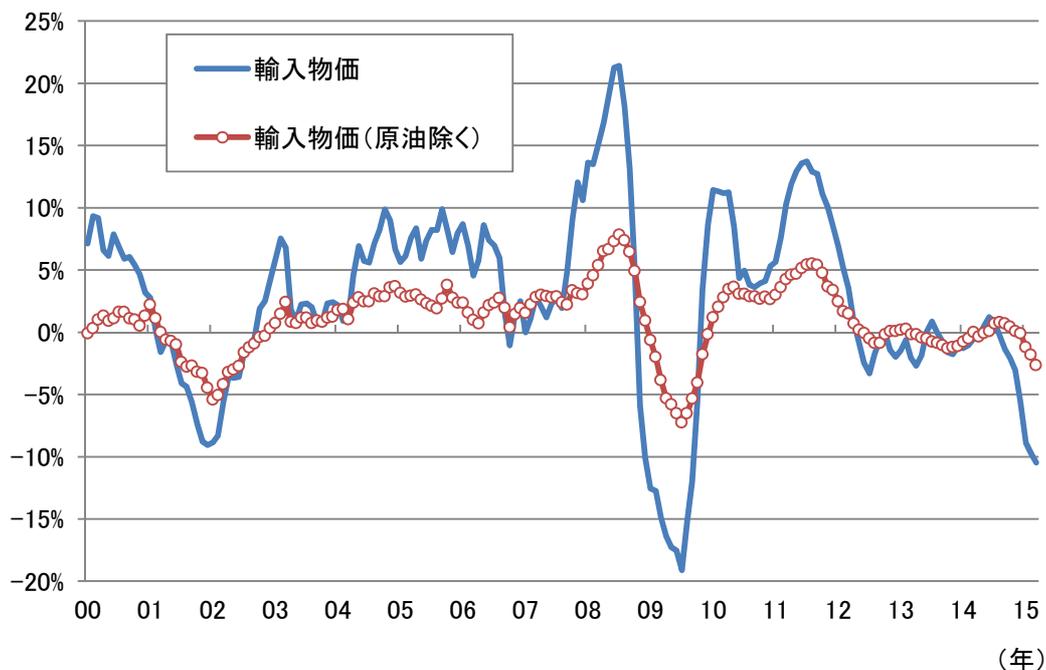
労働市場への評価はやや後退し、雇用の創出ペースが緩慢で、未活用の労働資源はあまり変わっていないとした。インフレ動向はエネルギー価格の低下を反映して、伸び率が低位にとどまっているとの認識に変化はない。ただし、インフレ率が低位にある背景に、エネルギー価格の低下だけでなく、「エネルギー以外の輸入物価の低下」も加えた。また、企業活動について、設備投資が鈍化し、輸出が減速した、と弱い表現に改められており、海外経済の減速に加えて、輸入物価の下落にもつながっているドル高を懸念しているとみられる。

経済の先行きについて、消費の減速を認めた上で、エネルギー価格の低下を受けて家計の実質所得が力強く増加したことと、消費者センチメントが高水準にあることを指摘している。FOMC参加者は先行きの消費の回復を予想し、米国経済が緩やかな回復を続けるという見通しに変更を加えていないとみられる。

ただし、労働市場のさらなる改善と、一時的なエネルギー価格と輸入物価の低下がなくなることで、インフレ率が中期的に目標の2%に向けて上昇すると予想している。輸入物価は、エネルギー価格の低下を受けて前年比で大幅なマイナスが続いているが、原油を除く輸入物価もマイナス幅を徐々に拡大させており、3月は、ヘッドラインの輸入物価は前年比10.5%低下、原油を除くコア輸入物価も同2.7%低下した。リーマン・ショック後に極端に低下していた時期を

除くと、ヘッドラインの輸入物価では最も低下幅が拡大し、コアの輸入物価では2003年以降で最も低下幅が拡大している。輸入物価の伸び鈍化に歩調を合わせ、PCE（個人消費支出）価格指数の前年比伸び率も鈍化しており、国内のインフレ率の伸びを抑制しているとみられる。

図表1 輸入物価（前年比）



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

## インフレ率上昇のために今後はドル高是正も考慮か

3月のFOMCにおける参加者の長期見通しでは、失業率が下方修正された一方で、インフレ率の見通しは変わっていなかった。インフレ率が上昇するためには、労働市場がさらに改善して、失業率が長期見通しのレンジ上限である5.2%近辺まで低下する必要性が認められているのだろう。今回のFOMCの資料となるベージュブックでもドル高を懸念するコメントが増えていたが、FOMCの声明文に「輸入物価の下落」を明示し、インフレ目標の達成に合理的な確信を与えるデータとして、輸入物価動向を加えたことになる。

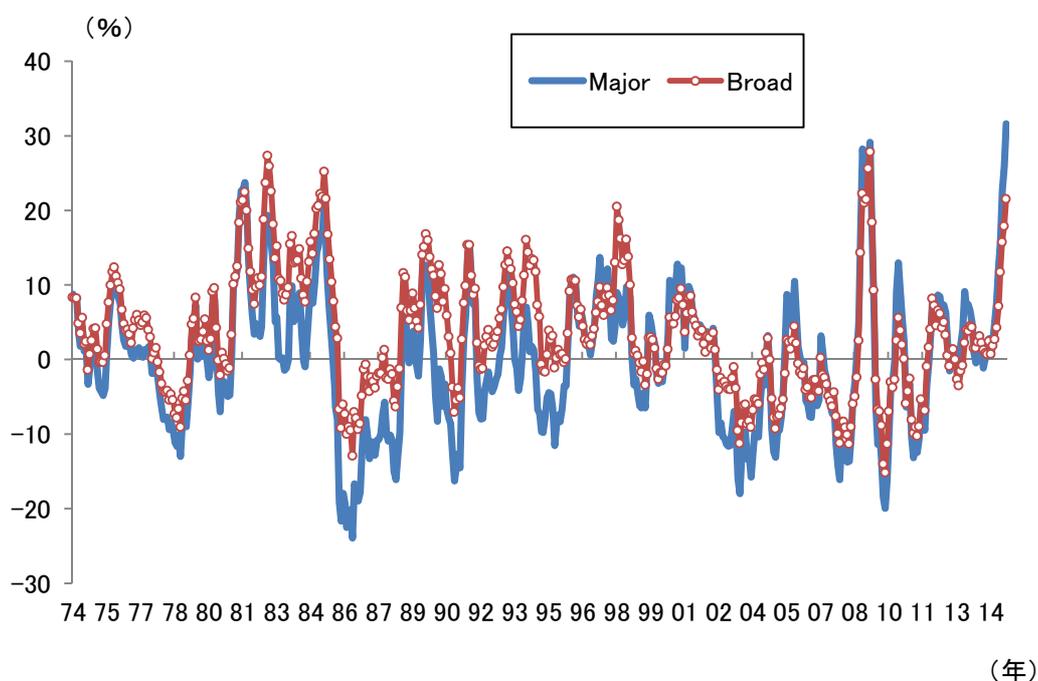
輸入物価に影響を及ぼすドルレートは、名目実効レートで2014年夏から上昇を続けている。水準は過去最高には及ばないが、上昇ペースは過去最高に近い。2014年7月がボトムであったとして、2015年3月までの8ヵ月間の上昇率は、主要通貨を対象にしたMajor指数で過去最高の変化率であり、より広い通貨を対象としたBroad指数でも過去最高に近いスピードで上昇している。輸出は海外経済の回復次第で改善する余地があっても、ドル高に伴う輸入物価の低下は国内物価に波及して利上げを困難にしている。

経済情勢次第という利上げ開始時期を巡っては、寒波などの影響で落ち込んだ米国経済の反

動増がどの程度生じるかを確認することに加えて、インフレ率が目標の2%に向けて上昇する確信を得るために、FOMC 参加者はドル高の是正も考慮していくということだろう。米国以外の中央銀行で金融政策が緩和される方向にあっては、ドルの上昇はある程度容認されるとしても、少なくともドル高の進行ペースが鈍化する必要があると考えられる。金融政策の先行きは、コモディティ価格や為替市場次第という側面が強まってきたとも言えよう。

なお、上院は2名の欠員が生じているFRB（連邦準備制度理事会）の理事に指名された元地銀CEOのアラン・ランドン氏の承認手続きは、もう1人の候補者が指名されるまで先送りする、と報じられた。政治的な駆け引きの材料となっている可能性があるが、金融規制の強化で地域金融機関の与信が円滑に行われていないという指摘もあり、早急な承認が求められよう。

図表2 名目実効ドルレートの変化率（8ヵ月前比年率）



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成