

2015年6月18日 全4頁

# FOMC ハト派の印象を与えたイエレン議長

景気認識は上方修正、先行きの見方も明るさを増す

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  
エコノミスト 橋本 政彦

## [要約]

- 2015年6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を維持し、保有する資産規模を維持することを決定した。今回のFOMCからいつでも政策変更を判断するとされていたが、1-3月期のGDP成長率が下振れし、ゼロ金利政策維持は想定通りの結果である。
- 今回のFOMCにおける米国経済の現状認識は、4月の前回会合から上方修正された。冬季の一時的要因に関する言及は削除され、足下で景気は回復基調に復しているという認識が示された。
- 経済の見通しは、2015年が下方修正され、2016年以降は小幅に上方修正された。2015年の下方修正は、1-3月期がマイナス成長となったことが主な要因とされ、先行きに対する見方は明るさが増したと考えられる。利上げ開始決定には、労働市場のもう一段の改善と、輸入物価下落によるインフレ率の押し下げ圧力が後退する必要性が示唆された。
- 加えて、最初の利上げ決定時に市場に不要な悪影響をもたらさないよう地均しを進めていると考えられる。市場との対話を進めるイエレン議長の記者会見は、声明文や公表資料よりもハト派的な印象をもたらしたと言えよう。

## 声明文よりハト派的なイエレン議長の記者会見

2015年6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を維持し、保有する資産規模を維持することを決定した。今回のFOMCからいつでも政策変更を判断するとされていたが、1-3月期のGDP成長率が下振れし、ゼロ金利政策維持は想定通りの結果である。決定は4会合連続での全会一致となった。

イエレン議長の記者会見は、最初の利上げ時期を必要以上に重要視すべきではないとし、金融政策は利上げ開始後もかなり長く緩和的であり続けるとして、利上げペースが緩やかになることを重視すべきとした。経済の現状認識と見通しが上方修正された一方で、金利見通しはわずかな低下にとどまる。両者の相対関係からは、緩やかな利上げペースが想定されていることになるが、イエレン議長の会見ほどハト派的とは言いがたい。利上げ開始決定には、労働市場のもう一段の改善と、輸入物価下落によるインフレ率の押し下げ圧力が後退する必要性が示唆されたが、加えて、最初の利上げ決定時に市場に不要な悪影響をもたらさないよう地均しを進めていると考えられる。市場との対話を進めるイエレン議長の記者会見は、声明文や公表資料よりもハト派的な印象をもたらしたと言えよう。

次のFOMC会合は7月28日-29日で、イエレン議長の記者会見等は予定されていない。数ヶ月の様子見の必要性が示され、4-6月期のGDP統計が公表される直前の7月会合で、政策変更の可能性は低いだろう。

## 経済の現状認識と見通しは上方修正

今回のFOMCにおける米国経済の現状認識は「緩やかに拡大している」とされ、4月の前回会合から上方修正された。前回会合の声明文にあった冬季の一時的要因に関する言及は削除され、足下で景気は回復基調に復しているという認識が示された。なお、2015年6月3日に公表されたベージュブック（地区連銀景況報告）では、やや軟調な経済指標が散見される中でも、明るいコメントが多く、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。

個別項目への評価を見ていくと、労働市場に対する評価は引き上げられた。緩慢とされていた雇用の創出ペースが改善しているとされたことに加えて、未活用の労働資源についても幾分解消されたという従来の表現へと修正された。また、前回減少しているとされていた家計支出に対する評価が、緩やかに増加しているとされたほか、住宅市場が改善し始めたことに対する表現が付け加えられた。一方、設備投資と輸出については軟調なままとされている。インフレ動向についてはエネルギー価格、および輸入物価の下落を背景に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、エネルギー価格は安定しつつあるとされ、エネルギー価格が一層低下することによるインフレ率低下への懸念は緩和しているという見方が示された。

今回公表されたFOMC参加者による経済見通しは、2015年が下方修正される一方で、2016年以降については小幅に上方修正された。ただし、イエレン議長の記者会見では、2015年のGDP

成長率の下方修正に関しては、2015年1-3月期のGDPがマイナス成長となったことが主な要因であると説明されている。足下の景気判断の上方修正と併せて考えると、短期的にも先行きに対する見方は明るさが増したと考えられる。失業率についても、2015年の見通しが前回から悪化したものの、2016年以降の見方に概ね変更はなかった。

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	1.8-2.0	2.4-2.7	2.1-2.5	2.0-2.3
	3月	2.3-2.7	2.3-2.7	2.0-2.4	2.0-2.3
失業率 (4Qの平均)	今回	5.2-5.3	4.9-5.1	4.9-5.1	5.0-5.2
	3月	5.0-5.2	4.9-5.1	4.8-5.1	5.0-5.2
PCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	0.6-0.8	1.6-1.9	1.9-2.0	2.0
	3月	0.6-0.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0
コアPCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	1.3-1.4	1.6-1.9	1.9-2.0	-
	3月	1.3-1.4	1.5-1.9	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

## 金利見通しは小幅下方修正

FOMC参加者の政策金利の見通しはわずかに下方修正された。2015年中の利上げ開始見込みは17人中15人と、前回見通しから変わらず、2015年末時点の政策金利見通しの中央値は0.625%と、前回調査時点(2015年3月)と同様であった。0.25%ポイント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。一方、平均値については0.566%と、前回調査時点の0.772%から0.206%ポイント低下した。これは6月会合での利上げ開始を織り込んでいた一部メンバーの見通しが引き下げられたためとみられる。また、2016年と2017年の見通しの中央値についても前回調査からそれぞれ0.25%ポイント低下した。これも一部の参加者が利上げ開始タイミングを後ろ倒ししたことが影響しているとみられるが、利上げを始めた後の引き締めペースも前回の見通しと比べ、わずかに低下したと言えよう。

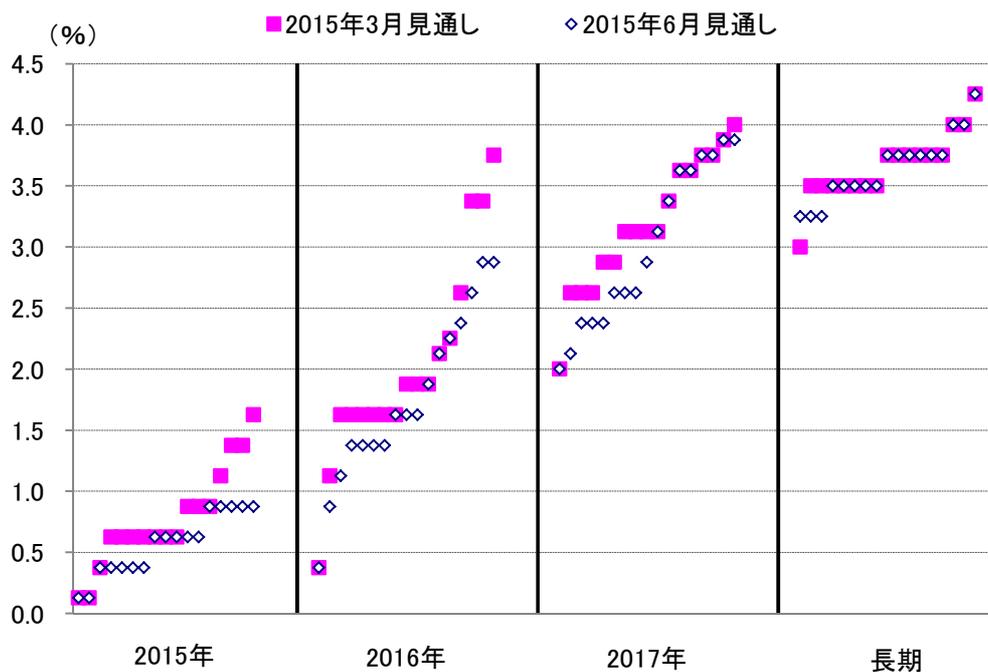
前述のように、2016年以降の経済成長率は前回からわずかながら上方修正されており、景気回復ペースとの見合いでは、利上げペースは緩やかなものに修正されたことになる。また、速いペースでの利上げを想定していた一部の参加者の金利予想が、他の参加者と変わらない水準に落ち着いたことで、チャートがもたらす印象は、数字以上に緩やかな利上げペースとなった。

経済情勢次第という利上げ開始時期を巡っては、失業率が長期見通しのレンジ上限にあたる5.2%近辺まで低下することに加えて、足下で低い伸びが続いているインフレ率が上昇率を高めていくことが求められる。インフレ率低下の一因であるエネルギー価格については、このところ安定化の兆しが見られていることから、インフレ率が再加速するためには輸入物価の下落、ひいてはその背景にあるドル高の進行に歯止めがかかる必要があるだろう。また、回復が遅れている設備投資、輸出に対してもドル高が悪影響を及ぼしているとみられる。ドル高が一服す

ることとなれば、雇用、個人消費を中心とした国内需要の回復に対する自信を深めている FRB の景気認識を一層改善させると見込まれる。金融政策の先行きを見通す上で海外経済の動向や、為替市場の重要性がより高まっていると言えよう。

利上げ開始時期の決定には、これら労働市場とインフレ動向に加えて、市場との対話が進むかどうか加わるだろう。2013 年のいわゆる「テーパーかんしゃく」のような事態は想定していないとしていることから、市場に驚きを与えずに利上げを始めたいはずである。年内の利上げ開始の可能性が高いことを示すことで、市場に利上げ開始を織り込ませたいと考えられる。また、イエレン議長の記者会見では、利上げペースが緩やかなものになることが強調されていたが、利上げサイクルのなかで、市場が機械的な利上げを織り込めば、市場金利が適切に上昇することなく、引き締め効果が得られないことも避けたいのであろう。利上げは経済情勢次第と繰り返して述べられてきたが、徐々に利上げ開始以降の世界がどうなるか、論点が移りつつある。

図表 2 FOMC 参加者の金利見通し



(出所) FRB より大和総研作成