

2015年9月18日 全4頁

FOMC 年内の利上げ開始に前向き

海外経済の減速や金融市場の混乱で利上げ見送り

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9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、7月の前回会合から据え置かれた。個別項目への評価を見ると、設備投資が上方修正され、内需の力強い回復により景気拡大が続いているとの認識が示された。
- 他方で、足下での海外経済および金融市場の混乱が経済活動やインフレに対する下押し圧力になる可能性があるとの言及が声明文に追加された。このところの海外経済の減速や金融市場の混乱が今回利上げを見送る一因となったことが明示されたと言える。
- 政策金利見通しの中央値は2015～2017年のいずれも前回調査から0.25%pt低下したが、これは今回の利上げ見送りによる水準訂正を反映したものである。利上げ開始後の利上げペースの見方については概ね変更がなく、年間1%pt程度のペースを見込んでいる。
- 米国経済にネガティブな影響をもたらす市場の急落等がなければ、10月のFOMCで、海外動向が落ち着いて利上げの条件がほぼそろったことを示すだろう。10月FOMCでの利上げ開始の可能性は残されているものの、大和総研では12月会合での利上げ開始を見込んでいる。

ゼロ金利政策の維持を決定

2015年9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。決定に際しては、リッチモンド連銀のラッカー総裁は政策金利を0.25%pt引き上げるべきとして反対票を投じており、6回会ぶりに全会一致での決定とならなかった。今回のFOMCで利上げを開始するか否かについては市場でも大きく見方が分かれていたため、反対票を投じたのが1名に留まったというのはやや意外な結果であったと言える。堅調な内需を背景に利上げを議論したとされたが、中間派の地区連銀総裁らも様子見の必要性に同意したことになる。

次のFOMC会合は10月27日-28日で、イエレン議長の記者会見等は予定されていない。利上げの可能性は残されているものの、大和総研では12月会合での利上げ開始を見込んでいる。

声明文では海外経済、金融市場のリスクに対する言及を追加

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、7月の前回会合から据え置かれた。ただし、個別項目への評価を見ると、前回まで「軟調である」とされていた設備投資が「緩やかに増加している」と上方修正されたほか、住宅投資についても「一層改善している」とされ、前回会合からさらに改善が進んだことが示された。また、個人消費、労働市場については前回会合から表現は変更されず改善傾向が続いているとされ、会見でも繰り返し言及されたように、内需の力強い回復により景気拡大が続いているとの認識が示された。労働市場の緩み（スラック）もわずかであるとされ、労働市場の改善が強調されていたことは、ほぼ利上げできる状態になったと認識しているとみられる。

他方で、外需に関しては引き続き「軟調である」との認識が示されたことに加えて、足下での海外経済および金融市場の混乱が経済活動やインフレに対する下押し圧力になる可能性があるとの言及が声明文に追加された。このところの海外経済の減速や金融市場の混乱が今回利上げを見送る一因となったことが明示されたと言える。ただし、政策金利が据え置かれたのは、市場の乱高下そのものではなく、海外経済の混乱が米国経済に波及するリスクを見極めるためとされている。先行きについても海外経済の動向を注視していくとの文言が付け加えられており、利上げ開始のためには労働市場のもう一段の改善だけでなく、金融市場の混乱が収束する必要性が条件として追加されたことになる。

インフレ動向に関しての記述は前回会合から変更されず、エネルギー価格の下落および、輸入物価の下落が下押し要因となっているとされた。これら要因が剥落することで、目標とする2%に徐々に近づいていくという従来の見方が据え置かれており、会見でもあくまで一時的要因によって押し下げられていることが強調された。

経済見通しはやや慎重に、利上げペースの見通しは変わらず

今回公表された FOMC 参加者による経済見通しでは、4-6 月期の統計の改訂を反映する形で 2015 年の実質 GDP 見通しが上方修正された。2016、2017 年については小幅に下方修正されており、先行きに関してはやや慎重さを増す見通しとなった。長期見通しに関しては小幅な下方修正ながら大きな変化はなく、潜在成長率に対する見方は前回会合から大きな変更はない模様である。

一方、失業率見通しについては、各年とも前回見通しから低下（改善）し、長期見通しについてもわずかに低下した。直近の 8 月統計で失業率はすでに 5.1%まで低下しており、水準訂正により見通しも含めて引き下げられたとみられる。ただし、既述の GDP 成長率に加えて、2016、2017 年の物価見通しについても前回からやや下方修正されていることから、自然失業率に対する見方も幾分下方修正されたと解釈できる。

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 13 人と、前回見通しから 2 人減少した。政策金利見通しの中央値は 2015～2017 年のいずれも前回調査から 0.25%pt 低下したが、これは今回の利上げ見送りによる水準訂正を反映したものである。利上げ開始後の利上げペースの見方については概ね変更がなく、年間 1%pt 程度のペースを見込んでいる。

図表 1 FOMC 参加者の経済見通し

(単位:%)		2015	2016	2017	2018	長期
実質GDP (4Qの前年比)	今回	2.0-2.3	2.2-2.6	2.0-2.4	1.8-2.2	1.8-2.2
	6月	1.8-2.0	2.4-2.7	2.1-2.5	-	2.0-2.3
失業率 (4Qの平均)	今回	5.0-5.1	4.7-4.9	4.7-4.9	4.7-5.0	4.9-5.2
	6月	5.2-5.3	4.9-5.1	4.9-5.1	-	5.0-5.2
PCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	0.3-0.5	1.5-1.8	1.8-2.0	2.0	2.0
	6月	0.6-0.8	1.6-1.9	1.9-2.0	-	2.0
コアPCE価格指数 (4Qの前年比)	今回	1.3-1.4	1.5-1.8	1.8-2.0	1.9-2.0	-
	6月	1.3-1.4	1.6-1.9	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

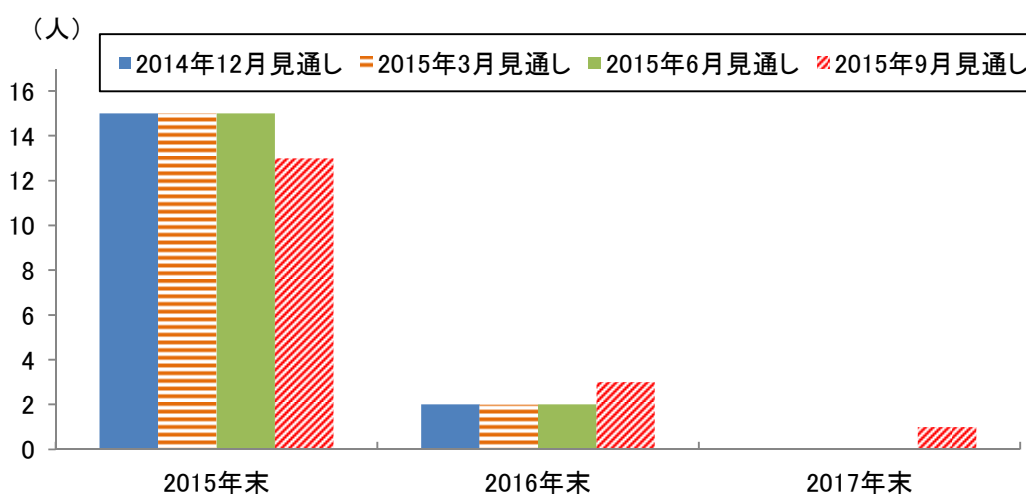
年内利上げ開始の可能性は高い

利上げ開始はデータ次第という姿勢は変わっていないが、雇用環境を中心とした経済状況はほぼ利上げが可能な程度まで改善が進んでいるとみられる。今回の会合で海外経済や金融市場の混乱が収束することが利上げ開始には必要となったが、例えば中国経済が急速に加速するなどの改善までは必要とされないだろう。イエレン議長は会見において、中国経済の減速は以前

から予期されていたことであり、サプライズではないとした。声明文にある相場変動の背景にある経済動向への注目とは、中国経済がさらに減速する可能性などであって、金融政策は日々のマーケットの変動に左右されるべきではないと述べている。米国経済に直接波及するようなイベントがなければ、8月以降の市場の混乱による問題は沈静化したとみなされるに十分であろう。

また、10月から11月にかけて、予算作成、債務上限問題、その他の法律の期限切れがある。10月FOMCでの利上げ開始には、市場が安定化して利上げを織り込んでいることに加えて、財政関連の問題が起きていないことが必要である。財政問題が解決していないのであれば、10月のFOMCでは、米国経済に「逆風」があるとの表現などを盛り込んで、利上げを見送る可能性がある。それでも、米国経済にネガティブな影響をもたらす市場の急落等がなければ、10月のFOMCで、海外動向が落ち着いて利上げの条件がほぼそろったことを示すだろう。11月までに債務上限の引き上げが確認できれば、17人のFOMC参加者のうち13人は年内利上げを想定しており、市場は12月の利上げを織り込みやすい環境となっていると想定される。イエレン議長の記者会見で個人消費の強さが米国経済の回復のメインドライバーであることを述べており、利上げ開始時期が2016年に先送りされるとすれば、個人消費の腰折れリスクが高まったときとなる。

図表2 FOMC参加者の政策金利見通し



(出所) FRB より大和総研作成