

2015年10月29日 全4頁

FOMC 12月の利上げを市場に打診

経済指標次第だが、利上げに向けた条件は12月に揃うか

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10月27日-28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。利上げ開始に対する明確なシグナルはなかったが、12月会合で利上げを検討することが明示された。
- 今回の声明文では、個人消費、設備投資への評価が変更され、やや明るい印象となった。雇用では改善ペースの鈍化に言及したが、改善が続いているとの判断が据え置かれた。また、前回追加された海外経済・金融市場のリスクに関する記述の一部は削除された。
- このところ低迷しているインフレ率は、原油価格下落によるエネルギーの下押しが主因であり、下押し圧力は年末にかけて縮小する公算である。コア物価の上昇には更なる雇用環境の改善が必要だが、FRBは従来ほど高い雇用の伸びを求めていないとみられる。
- 経済指標、海外経済・市場動向や財政問題などの米国経済を取り巻く環境、市場の織り込みが揃う時にFRBは利上げに着手するだろう。多くのFOMC参加者はそのタイミングは12月と想定し、今回の声明文は12月利上げの可能性を市場に打診したと言えよう。

ゼロ金利政策の維持を決定

2015年10月27日-28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、前回会合と同様、リッチモンド連銀のラッカー総裁が政策金利を0.25%pt引き上げるべきとして反対票を投じた。冴えない9月分の雇用統計などを受けて米国経済の改善に向けた懸念が高まり、今回のFOMCでは利上げを見送るとの見方が市場の大勢を占めていた。ゼロ金利政策の維持は想定通りの結果である。

むしろ、今回のFOMCにおける最大の注目点は、利上げに向けた地ならしが行われるかどうかであった。次のFOMC会合は12月15日-16日で、イエレン議長の記者会見等が予定されている。今回のFOMC声明文に、12月の利上げ開始に対する明確なシグナルはなかったが、今後の経済指標次第で12月会合で利上げを検討することが明示された。

労働市場の減速に言及、海外経済・金融市場に対する懸念は後退

今回のFOMC声明文では、米国経済の現状認識は「緩やかなペースで拡大している」とされ、9月の前回会合から据え置かれた。

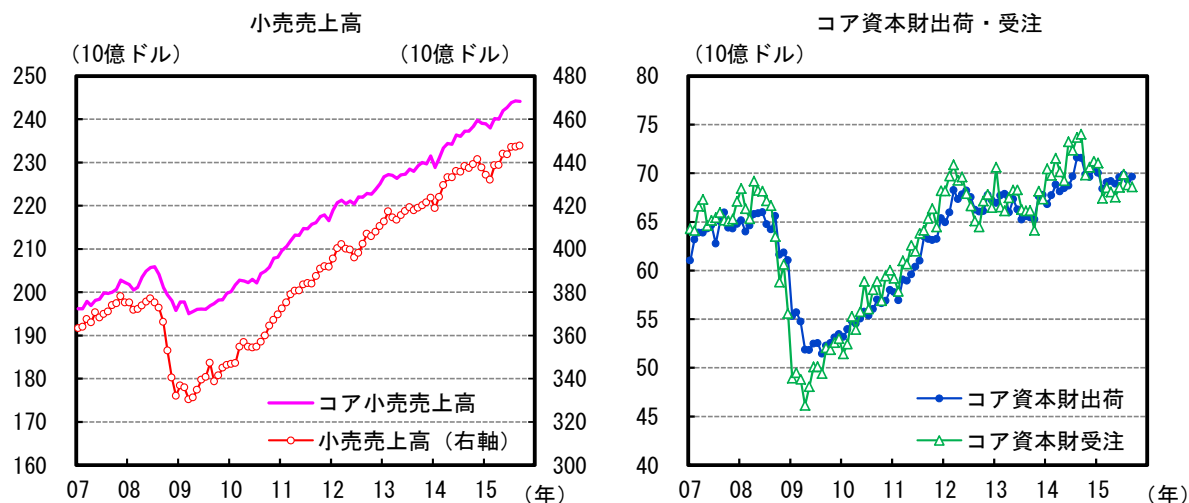
個別項目への評価を見ていくと、前回「緩やかに増加している（increasing moderately）」とされていた個人消費および設備投資への評価は、「このところ底堅く増加している（increasing at solid rates in recent month）」に表現が変更された。9月分の小売売上高や資本財受注が振るわない結果であったことを考慮すると、やや明るい印象を受ける。一方、労働市場に関しては、9月分の雇用統計を映じて「雇用者数の増加ペースが鈍化している」という表現が新たに追加され、失業についても、前月までの「失業者数は減少している」から「失業率は安定的である」という表現に変更された。それでも労働資源の未活用は縮小しているとされ、ペースが鈍化しているものの労働市場の改善が続いているという認識には大きな変更はなかった。また、住宅投資は「一段と改善」が続き、外需は「軟調である」との評価が据え置かれた。インフレ率についても、エネルギー価格および輸入物価の下落によって目標を下回っているという表現が維持された。

経済の現状認識以外で声明文が変更された点は、まず、海外経済や金融市場の混乱に関する記述である。先行きに対するリスクとして注視していくとの表現は残しつつも、前回のFOMCにおいて追加された「足下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」という表現が削除された。海外経済や金融市場の混乱が米国の物価や経済動向に与えるリスクが9月会合で利上げを開始しなかった一因であったが、金融市場は落ち着きを取り戻してきており、そうしたリスクは後退したことを示した。

また、先行きの金融政策運営に関する部分では、これまで「この誘導目標のレンジをどのくらいの期間維持するか決めるに当たって」とされていたところが、「次回の会合でこの誘導目標

のレンジを引き上げることが適切か決めるに当たって」という表現に変更された。「次回の会合」というタイミングに言及し、12月会合での利上げの可能性を排除していないことを明示した。年内の利上げ開始に対する見方が後退していた市場の動きをけん制する表現と言えよう。

図表1 小売売上高、コア資本財出荷・受注



(注1) コア小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除く。

(注2) コア資本財出荷・受注は、国防・民間航空機を除く。

(出所) Census, Haver Analytics より大和総研作成

利上げに向けた条件は揃うか

12月会合で利上げが開始されるためには、インフレ率が長期目標である2%に向かって上昇するための「合理的確信」を得ることが必要であり、繰り返し強調されているように、あくまで経済指標次第という姿勢が維持されている。物価動向を見ると、FRB（連邦準備制度理事会）が物価安定の対象とするPCE価格指数総合や、CPI総合は足下で低迷しているが、これは主に原油価格下落によるエネルギーの下押しが要因である。原油価格が現状程度の水準で推移すれば、前年比ベースでみたエネルギーによる物価下押し圧力は年末にかけて急速に縮小し、総合指数でみた物価上昇率は伸び率を高める公算が大きい。原油価格の一層の下落やドル高の進行がなければ、物価上昇に対する確信を高めることとなる。

また、安定的な推移が続くエネルギーを除いたコアPCE価格指数やコアCPIがさらに上昇をするためには賃金上昇が必要であり、そのためには更なる雇用環境の改善が必要となる。ただし、雇用者数の増加ペースが大きく鈍化する中でも、今回の声明文では雇用全般に対する見方は大きく変化しなかった。10月以降、雇用者数の伸びが一層鈍化する中では、利上げには踏み切りづらいと思われるが、FRBは従来のような前月差+20万人を上回るような雇用の伸びは求めているとみられる。

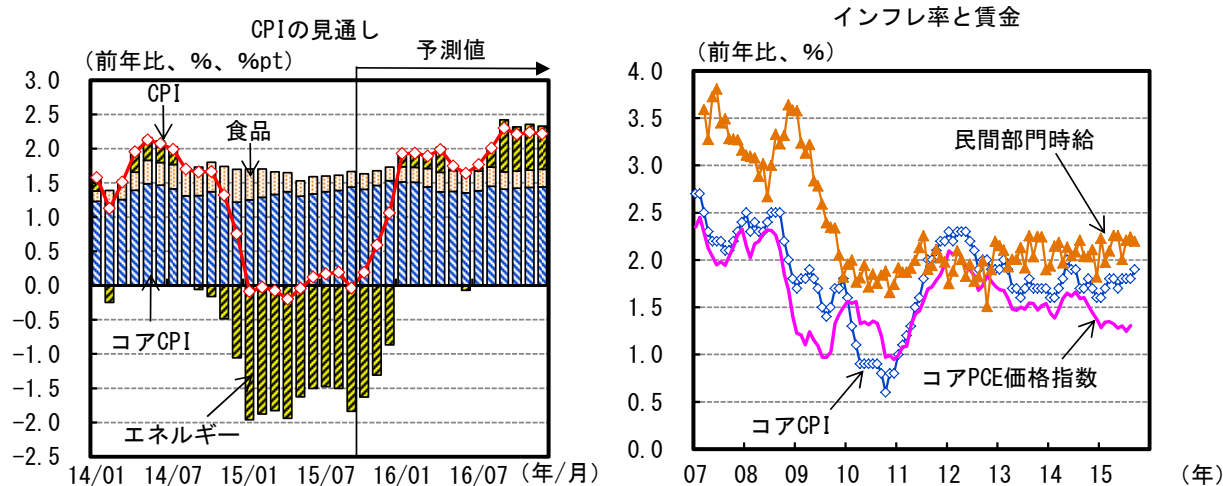
加えて、12月利上げが実施されるためには、市場が十分に利上げを織り込む必要がある。市場が利上げを十分に織り込んでいなかった場合、利上げが市場の乱高下につながり、それが実

体経済に対して負のフィードバックを起こす可能性が高まることになる。このため、雇用統計などの重要経済指標が、改善を示すだけでなく市場予想対比で失望を誘わない結果にならないことも重要な条件となる。

イエレン議長を含む多くのFOMC参加者は、2015年中の利上げ開始が妥当との主張をしてきた。12月会合で利上げに着手しなかった場合、市場との対話という観点では、FRBの信任が低下し、利上げサイクル全体を含めた先行きの不透明感が高まることになる。このほか、政治動向も不透明感の増大に寄与する可能性がある。議会では2017年にかけての債務上限引き上げ、予算の大枠が合意される見通しである。財政問題の解決あるいは先送りにあたり、ベイナード院議長が自らの辞任と引き換えに共和党保守派の意向を無視するのであれば、保守派の反発を招き、議会の政策論議が空転するリスクがある。選挙スケジュールも加えて考えると、先行き不透明感が高まることは、市場が利上げを織り込むためには不都合であろう。

利上げはデータ次第であって、経済指標、海外経済・市場動向や財政問題などの米国経済を取り巻く環境、そして「米国経済が良いから利上げする」という市場の織り込みが揃う時にFRBは利上げに着手するだろう。多くのFOMC参加者はそのタイミングは12月と想定し、今回の声明文では12月会合での利上げの可能性に言及して、いわば12月利上げを市場に打診し、利上げ決定時にも市場へのサプライズが大きくなるよう配慮したと言えよう。

図表2 CPIの見通し、インフレ率と賃金



(注) コアCPI、コアPCE価格指数、は食品・エネルギーを除く。

(出所) BLS, BEA, Haver Analytics より大和総研作成