

2015年12月17日 全5頁

# FOMC 想定通りの利上げ開始

正常化に踏み出すも最大で年間1%ptの利上げペースを想定

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12月15日～16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解除し、全会一致で政策金利の誘導目標レンジを0.25%pt引き上げた。
- 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、10月の前回会合から据え置かれた。個別には労働市場の改善の進捗が強調され、インフレに対する見方はやや慎重さを増した。
- 次回の利上げは経済情勢次第として明確なガイダンスはないが、FOMC参加者による政策金利の見通しの中央値を見ると、2016年と2017年は年間1%ptずつ、2018年は年間0.875%ptの利上げペースを見込んでいる。
- 2回目以降の利上げはインフレ動向、特に賃金上昇がポイントだろう。加えて、金融市場、内外経済などへの影響を確認する必要がある。金利見通しで示された利上げ幅は最大の利上げ幅と言え、結果的に利上げは年に2～3回程度になると想定する。

## ゼロ金利政策の解除を決定

2015年12月15日～16日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの目標レンジが従来の0.00%～0.25%から、0.25%～0.50%へと0.25%pt引き上げられた。政策金利の引き上げは2006年6月の会合以来、9年6ヵ月ぶりであり、2008年12月以来続いてきた実質的なゼロ金利政策の解除が決定された。保有する資産規模については、「政策金利の水準が十分に正常化されるまで」現在の水準を維持することを決定した。また、利上げの有無に加えて注目されていた、次回以降の利上げペースに関しては明確なガイダンスは無く、あくまで経済情勢次第というこれまでのスタンスを貫く内容となった。

次のFOMC会合は2016年1月26日～27日で、イエレン議長の記者会見などは予定されていない。

## 声明文では雇用に対する評価を上方修正

今回のFOMCにおける米国経済の現状認識は「緩やかなペースで拡大している」とされ、10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、個人消費、住宅投資、設備投資、外需の需要面に対する評価は前回から変更されていない。一方、雇用に対する評価が上方修正されており、労働市場の改善が進み、FRB（連邦準備制度理事会）が目標の一つとする「雇用の最大化」が相当程度達成されたことが、利上げ開始の根拠となったことが示されている。10月の声明文では失望的な結果となった9月分の雇用統計を反映して「雇用者数の増加ペースが鈍化している」とされていたが、その後公表された10月、11月分の雇用統計が堅調な結果となったことを受け、「継続する雇用者数の増加や失業率の低下を含め、最近の広範な労働市場の指標は一段の改善を示している」とされた。また、労働資源の未活用は「目に見えて（appreciably）」縮小したとされ、これまで以上に改善が進んだことが強調される表現となった。

他方で、インフレ動向に関しては、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は維持されたが、前回まで安定的とされていた調査ベースの長期のインフレ期待が「やや低下している（have edged down）」と下方修正されている。

経済の先行きに関する部分でも、「労働市場関連の指標は引き続き力強さを増す（continue to strengthen）」と従来よりもやや強気の表現へと改められた。また、前回の声明文で注視していく必要があるとされた海外経済や金融市場のリスクに関する記述は削除され、国内外のリスクを考慮しても、経済活動および労働市場見通しのリスクは安定していると、経済全体の先行きに対してもやや明るさが増す表現となった。

先行きの金融政策運営に関する部分では、利上げ開始以降もFFレートは低水準であり、景気拡大が続くとみられるという見通しに加えて、経済情勢次第で政策金利の今後のパスは変わるということが明示された。

## FOMC 参加者の経済見通しは前回から大きくは変わらず

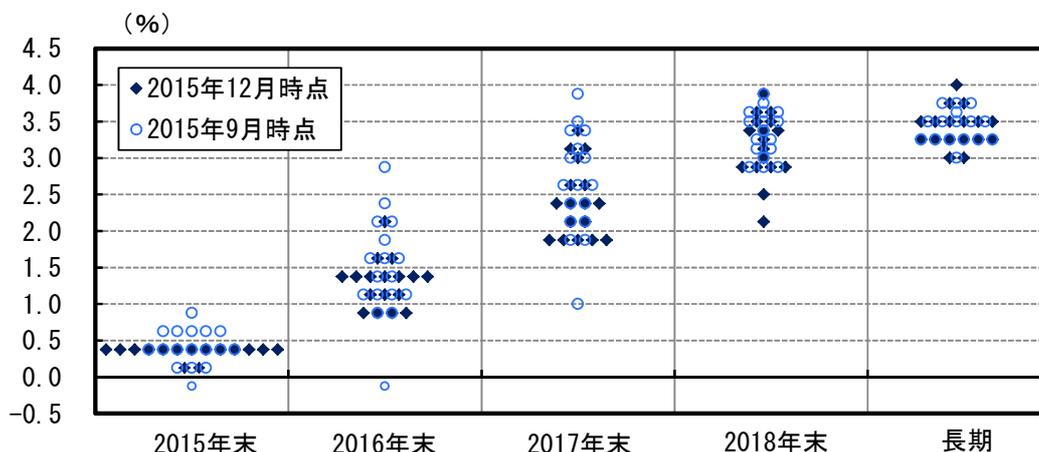
今回公表された FOMC 参加者による経済見通しでは、前回 9 月時点の見通しから大きな変更点は無かった。

実質 GDP 成長率の見通しの中央値は、2016 年が +0.1%pt 上方修正されているが、2017 年、2018 年、長期はいずれも変化が無かった。声明文からも判断できるように、足下の景気動向の見方は前回会合時点からほとんど変わっていないことに加えて、潜在成長率に対する見方も大きな変更はない模様である。

失業率の見通しは 2016 年から 2018 年の各年とも ▲0.1%pt 前回見通しから低下(改善)した。長期見通しに関しては前回調査から変更されておらず、自然失業率を下回る水準で失業率が推移するという見方は従来通りである。ただし、失業率見通しがわずかながら低下する一方で、PCE(個人消費支出) 価格指数、およびコア PCE 価格指数については、前回からほぼ変わらず(2016 年については ▲0.1%pt の下方修正)、インフレに対する見方はやや慎重さを増したと言える。この点も声明文にあったインフレ期待の低下と整合的である。

FOMC 参加者の政策金利の見通しを見ると、2016 年末の中央値が 1.375%、2017 年末が 2.375%、2018 年末が 3.250% となっており、2016 年と 2017 年は年間 1%pt ずつ、2018 年は年間 0.875%pt の利上げペースを見込んでいる。長期の政策金利見通しは 3.50% となっており、今回の利上げ開始から約 3 年間かけても政策金利は適正水準をわずかに下回っている見通しになる。

図表 1 FOMC 参加者の政策金利見通し



(出所) FRB より大和総研作成

## 金融政策の見通し

今回の利上げは経済情勢次第、として明確なガイダンスはないが、2 回目以降の利上げはインフレ動向が重要だとみられる。原油価格などは水準ではなく安定していることが重要であるとしており、外部要因ではなく内生的なインフレ要因である賃金上昇がポイントだろう。イエレン議長の記者会見において、賃金動向は決定的に重要ではないとしても、労働市場の緩みやイ

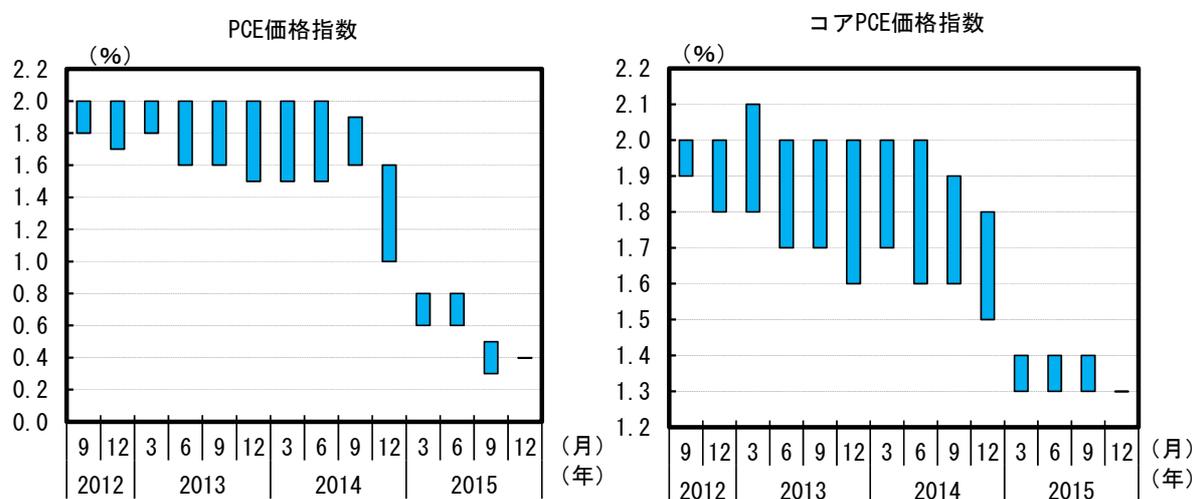
インフレの観測のために必要だとしており、具体的な指標としては賃金動向が次回利上げを判断するための一つの目安となろう。ただし、労働市場がさらに改善しても物価が上がらなければ利上げを停止する、としたことは、フィリップスカーブの関係が崩れている可能性を踏まえた留保だと考えられる。

インフレ以外の要因として、過去の利上げ局面において1994年からの利上げはITバブル、2004年からの利上げは住宅バブルの遠因となった轍を踏まないよう、適切な長期金利の上昇が観測されるか、また、米国の利上げによって内外の経済に問題がないか、利上げの効果（影響）を見極める必要がある。加えて、市場が織り込んでいる必要がある。事実上のゼロ金利政策下で投資リターンを引き上げるためには、例えば信用リスクをとる、あるいは期間リスクをとって長めの年限の債券などに投資する、といったリスクテイクが必要だった。だが、利上げによって安全資産への選好が強まり、いわゆる過剰流動性の巻き戻しが生じる可能性がある。金融市場においては、IMFの国際金融安定性報告書などで指摘されるように、債券市場などの市場流動性の低下が懸念されているが、利上げのためのオペレーションで市場構造に問題が生じないかも確認する必要がある。

従って、ガイダンスがあいまいであることは、インフレ動向、金融市場、内外経済などへの影響を確認したうえで、適切な利上げ効果が得られる政策変更を行うことを目指し、政策の自由度を確保していると考えられる。

金利見通しでは、2016年と2017年に各1%pt程度引き上げる見通しになっているが、インフレ動向の実績は、FOMC参加者によるこれまでの物価見通しを下回ってきたことから、実際に年1%ptの引き上げは難しいだろう。市場に織り込んでもらうことを念頭に四半期に0.25%ptずつの利上げを打診しつつ、経済動向次第で利上げをスキップするFOMCがあると考えられる。金利見通しで示された利上げ幅は、市場が織り込むべき最大の利上げ幅と言え、結果的に利上げは年に2~3回程度になると想定する。

図表2 FOMC参加者の2015年のインフレ見通しのレンジ



(注) 第4四半期の前年比。日付は予測時点。

(出所) FRB より大和総研作成

これまでの量的緩和で米国債などを購入し、保有資産が膨らんだ FRB のバランスシートの規模は当面維持するとした。複数回の利上げが実現してくれば、徐々にバランスシート縮小への言及が増えてくるだろう。縮小開始の決定は早くても 2016 年末以降で、満期を迎えた債券の再投資を停止する自然減ではなく、再投資額縮小という緩やかなバランスシートの縮小となるのではないか。

2016 年は、投票権を有する地区連銀総裁が変更になる。2016 年に投票権を得るのは、クリーブランド連銀のメスター総裁、ボストン連銀のローゼングレン総裁、セントルイス連銀のブラード総裁、カンザスシティ連銀のジョージ総裁である。ローゼングレン総裁がいわゆるハト派とされる他は、ややタカ派的とされる。金融政策のスタンスは、2015 年に投票権を有していたハト派のエバンス総裁、タカ派のラッカー総裁などの地区連銀総裁ほど明確ではないため、政策変更の可能性に向けて発言に注目すべきだろう。

なお、ミネアポリス連銀は、コチャラコタ総裁の後任として、ニール・カシュカリ氏が 2016 年 1 月 1 日付けで総裁に就任すると発表した。ミネアポリス連銀の総裁は 2017 年に投票権を持つ。コチャラコタ総裁は 2 月の退任を予定していたが、年内で退任することから今回の FOMC には参加せず、リオン第 1 副総裁が参加した。