

2016年1月28日 全4頁

FOMC 再利上げにはインフレ動向を重視

海外経済および金融市場動向に一定の配慮

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]

- 2016年1月26日-27日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.25-0.50%で維持する決定が行われた。今回のFOMCでは利上げ見送りとの見方が市場の大勢を占め、想定通りの結果である。
- 声明文では、米国経済の現状認識は下方修正された。労働市場の力強い改善が強調される一方で、家計支出、設備投資への評価がわずかに慎重な表現に改められ、在庫投資の減速への言及が増えた。インフレ期待は下方修正された。経済の先行きについても慎重さが増え、世界経済と市場動向を見極めることへの文言が追加され、一定の配慮が示された。
- 前回FOMCの議事要旨でインフレ動向の議論が活発であったことが明らかになっており、地区連銀総裁からもインフレ期待の低下を懸念する発言があった。金融政策の長期目標の確認において、セントルイス連銀のブラード総裁がインフレ率低下懸念を強調すべきとして、反対票を投じており、インフレ動向をより重視している可能性が高い。
- 次回、3月のFOMCでは、金融市場の混乱の影響を含め、初回利上げ以降の影響を見極めるために得られる情報が限られる。また、原油価格のさらなる低下でインフレ率上昇が現実のものとなる時期は先送りされつつあることから、政策金利目標は据え置かれると予想する。

金融政策は据え置き

2016年1月26日-27日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.25-0.50%で維持する決定が行われた。また、FRB（連邦準備制度理事会）が保有する資産の規模は、現状の水準を維持することが決定された。決定に際して反対票は無く、全会一致となった。

2015年12月の利上げ後の影響を見極める必要があり、今回のFOMCでは2回目の利上げを見送るとの見方が市場の大勢を占め、想定通りの結果である。また、海外経済および金融市場動向への一定の配慮が示された。しかし、今回のFOMCにおける注目点であった、次の利上げに向けたヒントは明確には示されなかった。次のFOMC会合は3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。

力強い雇用の回復を強調も、インフレ期待の低下を指摘

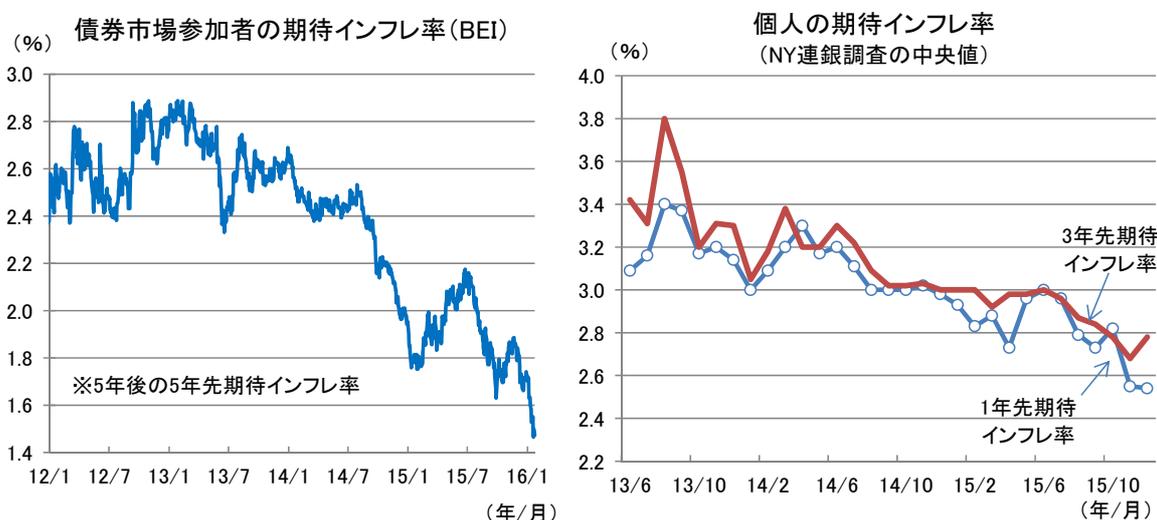
今回のFOMC声明文では、米国経済の現状認識は「経済成長は昨年末にかけて減速した」とされ、12月の前回会合から下方修正された。一方で、「労働市場の状況は一層改善した」の一文が現状認識の冒頭に示されており、経済が減速する中でも、FRBが重視している雇用環境については力強さを増していることが強調される表現へと変更された。

経済の現状認識に関して、個別項目への評価を見ていくと、「確実な速度（solid rates）で増加」しているとされていた家計支出、設備投資が「緩やかな速度（moderate rates）で増加」へと、わずかながら慎重な表現へと変更された。また、これまで言及がなかった在庫投資に関して「減速している」という表現が付け加えられており、経済全体の現状認識が下方修正される要因となった。足下の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によって目標を下回っているという従来の表現から変更されなかったが、マーケットベースのインフレ期待は「さらに低下」とされ、前月から下方修正された。事実、インフレ期待は、特に債券市場参加者のインフレ期待と言うべきBEI（Break Even Inflation rate）が低下しており、サーベイベースのインフレ期待も低下傾向である。一方、労働市場については、声明文の冒頭で改善が言及されたことに加えて、個別項目の評価においても、「強い雇用の増加を含め、最近の一連の労働市場の指標は、労働資源の活用不足がさらに追加的に減少したことを示している」とされ、力強い改善が強調された。

今回の声明文では、経済の先行きに関しても、やや慎重さを増した。インフレ見通しについては、中期的には目標である2%に向けて上昇しているという見方に変更はないものの、足下の原油価格の一層の低下を受けて、短期的には低位で推移するという文言が追加された。また、前回の声明文では国内外のリスクは安定しているとされていたが、「世界経済および金融市場動向を念入りに観察し、労働市場、インフレに対する影響、および見通しのリスクに与える影響を見極めていく」との文言が追加された。2016年に入って以降の世界的な株価の乱高下に対しての配慮が示されていると言えよう。ただし、FRBにとって重要なのは海外経済や金融市場動向

そのものではなく、それらが米国内の雇用やインフレにどの程度の影響を与えるかであって、市場の乱高下だけで政策変更につながるわけではないことも示した。

図表 1 債券市場参加者の期待インフレ率



(出所) FRB, NY 連銀, Bloomberg, Haver Analytics より大和総研作成

2 回目の利上げに向けてインフレ動向を重視

今回の声明文では、次回の利上げ時期、および今後の利上げペースに関して明確なガイダンスは示されなかった。経済情勢次第で政策を変更する、あるいは維持できる政策自由度が確保された格好になっている。

雇用環境は 2015 年 12 月分の雇用統計は堅調で、利上げ開始後の世界経済の減速、市場の混乱等の影響が含まれる 2016 年 1 月分の統計を待つ必要がある。FRB は労働市場の改善がインフレ率の上昇につながるとしていることから、インフレ率が長期目標である 2%に向かって上昇するかは、仮に 1 月分の雇用環境に軟調さが表れれば、2 月以降の動向も見極める必要がある。

今回の FOMC では、2016 年最初の会合ということで、金融政策の長期目標の確認が行われた。PCE (個人消費支出) 価格指数総合の前年比 2%上昇を長期目標とするなどの再確認だが、セントルイス連銀のブラード総裁が反対票を投じている。反対の趣旨はインフレ率の低下懸念をより強調すべきという点で、総裁は 1 月半ばにインフレ期待の低下に懸念を示していた。インフレ期待の低下懸念について、同時期にニューヨーク連銀のダドリー総裁も同様の趣旨の発言をしていたが、FOMC の副議長を兼ね、執行部サイドに属するダドリー総裁としては、長期目標の文言に反対はしなかったと考えられる。

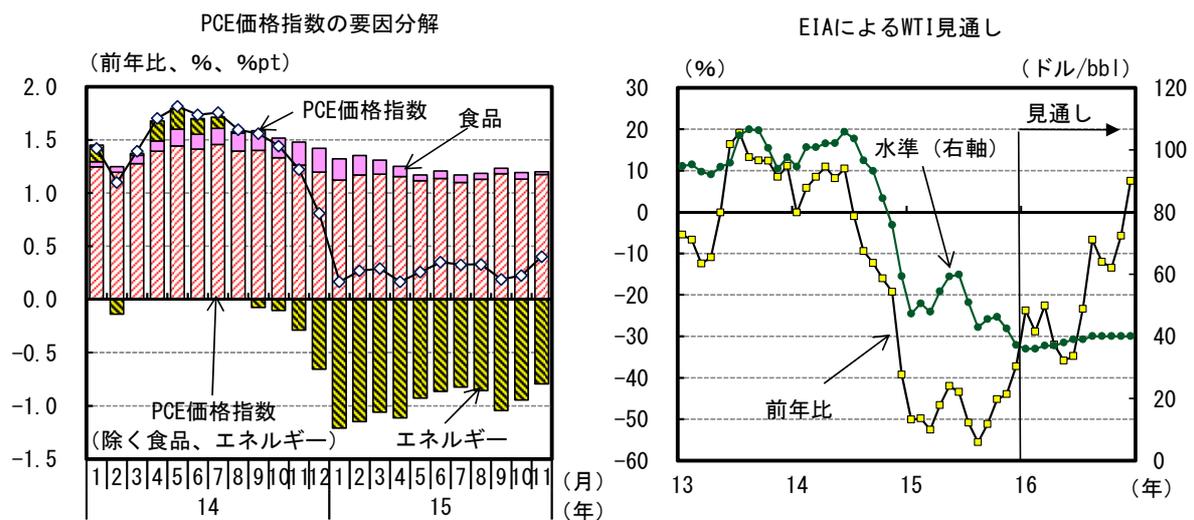
足下の物価動向を見ると、FRB が物価安定目標の対象とする PCE 価格指数総合は、引き続き原油価格下落によるエネルギーの下押しが要因となって低迷が続いている。また、こうした原油価格の下落は、インフレ期待の低下要因になっているとみられる。原油価格の下落傾向が続いてきた結果、仮に原油価格が緩やかに持ち直したとしても、前年比ベースでみたエネルギーに

よる物価下押し圧力は2016年末まで残存することになる。インフレが目標値である2%に到達する時期が先送りされつつあることは、利上げがより緩やかなペースになる要因だろう。

12月のFOMC議事要旨においても、インフレ動向への論議は盛んであったことが明らかになっており、インフレ期待の低下に対する懸念はFOMC参加者において、一定の共有がなされているとみられる。今回、リスク要因として追加された海外経済および金融市場の影響を十分に見極める必要があるとの文言の削除は、いわば再利上げの前提となった。ただし、文言の削除と同じタイミングのFOMCで利上げする選択もできることから、期待インフレ率を含むインフレ動向をより重視すべきだろう。2月10日に予定されるイエレン議長の議会証言が注目されよう。

次回、3月のFOMCでは、金融市場の混乱が米国経済に与える影響を含め、初回利上げ以降の影響を見極めるために得られる情報が限られる。また、原油価格のさらなる低下でインフレ率上昇が現実のものとなる時期は先送りされつつあることから、政策金利目標は据え置かれると予想する。

図表2 PCE 価格指数の要因分解と EIA による WTI 見通し



(注) EIAはエネルギー情報局。WTIの見通しは1月の“Short-Term Energy Outlook”による。

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