

2016年7月28日 全5頁

FOMC スタンスは Brexit 前に戻りつつある

経済の現状認識を上方修正し、見通しの短期的なリスクは縮小

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7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、6月分の雇用統計で確認された労働市場の改善を背景に経済全体の評価が上方修正された。先行きについての見方は大きく変わらなかったものの、短期的なリスクが縮小していることが明示された。
- FOMC参加者は、個人消費を中心とした米国経済の先行きの強さに対する信認を取り戻し、緩やかな利上げスタンスが維持されていると言えよう。ただし、Brexitの影響を測るために、経済統計の公表を待ち、金利や為替などの市場動向を見極める必要がある。
- 大統領選の帰趨の見極めも必要であり、追加利上げのためにはインフレ動向への評価が課題であることは変わらない。内需の堅調さを背景にしたインフレ率の上昇を確認してから、年末にかけて利上げスタンスを積極化させることになるだろう。

金融政策は据え置き

2016年7月26日-27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。3月、4月のFOMCにおいては0.25%ptの利上げを行うべきとしていたカンザスシティ連銀のジョージ総裁は、前回の6月会合では現状維持に賛成票を投じたが、再び利上げを主張して反対に転じ、決定は2会合ぶりに全会一致とならなかった。

前回の会合においてリスクとされていたBrexit（英国のEU離脱）が現実のものとなったが、その影響を見極めるために今回の会合での政策変更の可能性は低いと考えられていた。このため政策金利の据え置きは想定通りの結果である。次のFOMC会合は9月20日-21日で、経済見通しの公表、およびイエレン議長の記者会見が予定されている。

雇用者数の再加速を受け、現状認識を上方修正

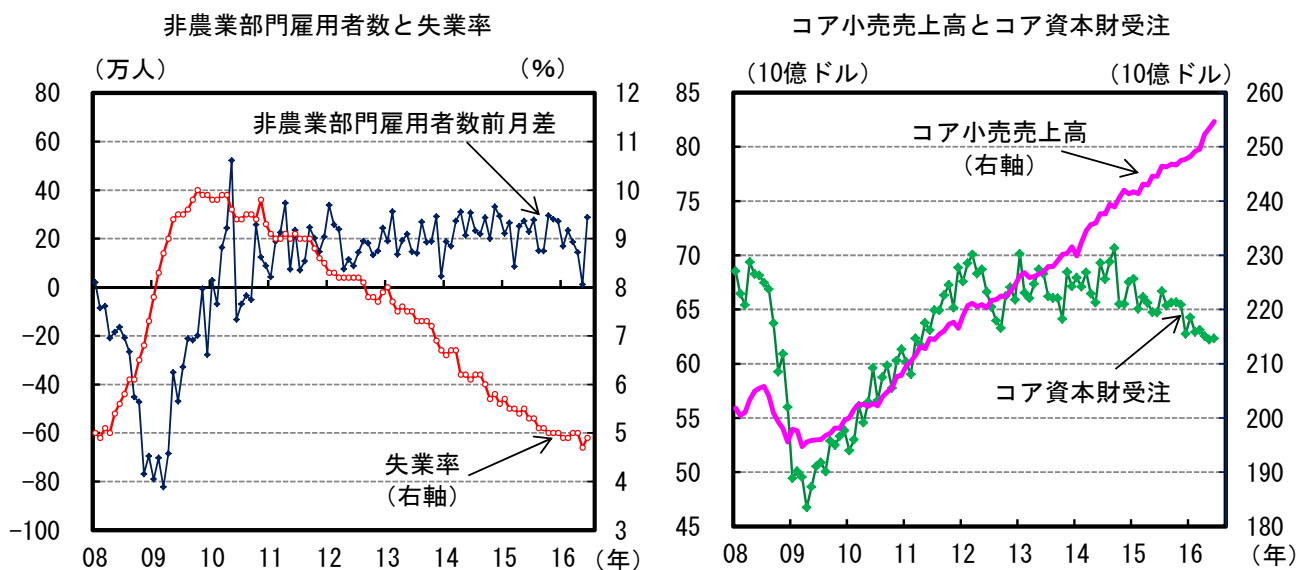
今回のFOMCの声明文では、経済の現状認識は「緩やかなペースで拡大している」とされ、前回会合における表現から上方修正された。

個別項目への評価を見ていくと、経済全体の現状認識が上方修正された要因は労働市場に対する評価の上方修正である。前回会合の声明文では雇用の伸びの減速が強調されていたが、今回の声明文では「雇用の伸びは5月は弱かったが、6月は力強かった」と、ここ2ヵ月の雇用者数の動向が直接的に言及された。その上で、「就業者数やその他の労働市場の指標は、ここ数ヵ月で労働力の活用がいくらか進んだことを示している」とされ、6月分の雇用統計を受けて、労働市場減速に対する懸念が後退したことが示される表現となった。

労働市場以外の現状認識については、基本的には前回声明文のままであり、ほとんど変更されていない。事前に公表されていたベージュブック（地区連銀景況報告）において、軟化の兆しが指摘されていた個人消費は、「力強く増加している」とされ、強気の判断が維持された。設備投資が「軟調である」という判断についても変更はなく、住宅投資、および純輸出に関する記述は声明文から削除された。また、インフレ動向は、長期目標の2%を下回ったままであることを示し、マーケットベースの期待インフレ率が前月の「低下している」から「低いままである」と表現が変更されたのみで、大半の部分は前回声明文と同じ表現になった。

経済の先行きに関して、緩やかな景気拡大が続き、インフレ率も中期的には目標の2%に向かっていくという見方は変わっていない。基本的には前回の声明文を踏襲する形で、表現はほとんど変更されなかった。唯一の変更点として「短期的な経済見通しへのリスクは低下した」という一文が付け加えられたが、これは前回会合時点で懸念されていた労働市場に持ち直しが見られること、Brexit後もマーケットがさほど混乱せずに安定していることを受けたものと考えられる。

図表1 非農業部門雇用者数と失業率、コア小売売上高とコア資本財受注



(注) 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。

コア資本財受注は、航空機を除く非国防。

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

金融政策のスタンスはBrexitが決まる前に戻りつつある

前回、6月のFOMCでは、5月分の雇用統計が極めて軟調であったこととBrexitへの警戒感から、全会一致で政策の据え置きを決めていた。同会合の議事要旨では、参加者の大半が、経済や金融に対する著しいショックがなければ、今後数年の緩やかな利上げが適切になると予想していた。数人の参加者は利上げが遅れることでリスクが増すことを懸念し、数人はすぐに利上げが正当化できる経済環境であるかがはっきりしないと。また、Brexit投票前ではあるが、FRBは6月の公定歩合会合の議事録を公表しており、公定歩合の引き上げを求める地区連銀が4行から6行に増えていた。

今回のFOMCでは、労働市場の改善を背景に経済全体の評価が上方修正された。FOMC会合前の発言で、アトランタ連銀のロックハート総裁は、FRBの中にインフレを巡る深刻な意見の違いはないとし、利上げのペースが主な相違点であるとした。セントルイス連銀のブラード総裁は、6月のFOMC以降、2016年に0.25%ptの利上げを1回行い、その後は政策金利を据え置くとしているが、成長の加速によってこの金利予想が上振れする可能性に言及している。FOMC参加者全体として、Brexit決定前の米国経済の先行きの強さに対する信認を取り戻し、利上げ時期をいくらか後にずらすことはあっても、緩やかな利上げスタンスが維持されていると言えよう。

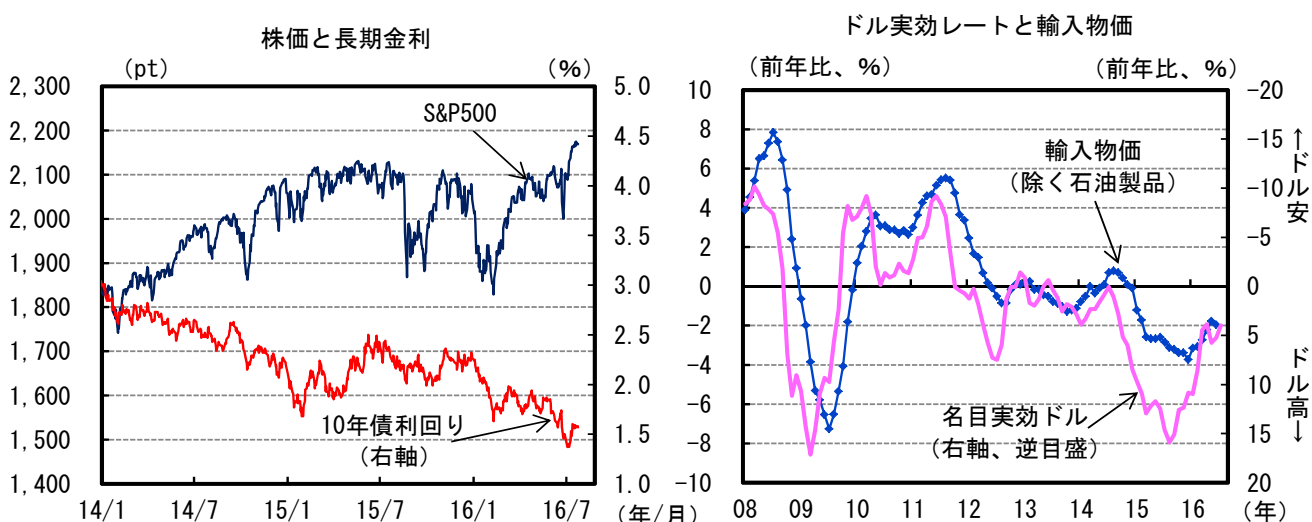
ただし、Brexitというイベントリスクが顕在化したことで、その影響を見極める必要がある。7月分の経済統計は消費者センチメントといったマインド関係を除くと、実体経済の統計はまだ公表されていない。また、市場動向において、Brexit決定後、FRBの利上げ時期が先送りされると市場参加者が判断して資産価格の上昇に結びついてきたのであれば、利上げを再び織り込

む過程では、その巻き戻しに注意しなければならない。市場動向で見極めが必要なポイントは金利低下とドル高であろう。

米国の金利低下に関しては、各国のマイナス金利政策によって、先進国において相対的に高金利となった米国債を選好する投資が低下トレンドを形作っていたと考えられる。加えて、Brexit による逃避資金や、FRB の利上げ先送りを念頭に置いた投機資金などの流入が、さらなる金利の押し下げ要因となった可能性がある。低金利はローンを伴う設備投資や住宅投資などにはポジティブとなる。ところが、最高値を更新する米国株の上昇はリスク回避的とは言えず、利上げ先送りを念頭に置いた株高であれば、先の話題だとしてもバブル的側面への懸念も念頭に置くべきだろう。Brexit 前のイエレン議長の議会証言では、低金利政策による金融の安定性の脅威には警戒が必要なものの、現時点では高まっていないとした。また、今回、反対票を投じたジョージ総裁は、しばしば低金利政策が長期化することの弊害を指摘してきた。ロックハート総裁が、FRB 内に低金利政策の継続が金融の安定に及ぼす影響への議論があることを認めている。金利が低すぎるもののリスク、金利が急騰するリスクがある。

もう一つは、ドル高の進展を懸念するクリーブランド連銀のマスター総裁、ダラス連銀のカプラン総裁などの意見である。ドル高は米国の輸出にネガティブで、輸入物価の低下を通じて国内のインフレ率の押し下げ要因となる。金融政策の引き締めと同じ効果を持ち、対外的には新興国通貨への切り下げ圧力につながる。中国で開かれた G20 財務相・中央銀行総裁会議前に、米国財務省から為替レートはファンダメンタルズからかい離していないと言及があったことは、米国政府においてもドル高への懸念が共有されている可能性を示唆する。英国の EU 離脱交渉によって、実効ベースのドルが上昇するかどうかを見極める必要があるだろう。

図表 2 株価と長期金利、ドル実効レートと輸入物価



(注) 名目実効ドルの 2016 年 7 月分は 2016 年 7 月 1 日～22 日の平均値。

(出所) S&P, FRB, BLS, Haver Analytics より大和総研作成

海外からもたらされるリスクへの警戒は続いているものの、候補者の経済政策が明確ではない大統領選の帰趨の見極めも必要であり、追加利上げのためにはインフレ動向への評価が課題

であることは変わらない。注目されるべきはインフレ率を左右する経済統計への評価となる。低インフレの要因として挙げられているエネルギー価格の下落と、ドル高を背景とした非エネルギー輸入物価の低下によるマイナス寄与は、今後徐々に剥落する公算が大きい。

緩やかな利上げスタンスは継続しているとみられ、内需の堅調さを背景にしたインフレ率の上昇を確認してから、年末にかけて利上げスタンスを積極化させることになろう。なお、8月25日-27日にカンザスシティ連銀主催のシンポジウムがワイオミング州のジャクソンホールで開かれる。今年はイエレン議長の参加も予定されており、8月はFOMC会合がなく、労働市場とインフレ動向に加えて、Brexitの影響の評価を含めた政策スタンスがうかがわれるか注目される。