

経済・金融  
フラッシュ【3月米FOMC】  
金融政策は予想通り、  
利上げ時期示唆？にサプライズ

経済研究部 研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1824 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

## 1. 金融政策の概要

米国で連邦公開市場委員会（FOMC）が3月18-19日（現地時間）に開催され、資産購入ペースの縮小（100億ドル／月の減額）が決定された。資産購入額の縮小は事前の市場予想の通りだったと言える。また、声明文におけるフォワードガイダンスに関して、失業率の目安として設けていた6.5%の基準を削除している。同時に、失業率基準の削除がFOMCの政策意図の変更を意味していないということも明記された。

サプライズとして記者会見では利上げの時期に関して具体的数値を述べた。テーパリング終了から利上げまでの期間を6カ月程度と例示し、これにより、2015年春の利上げも視野に入ることになった。しかし、これはイエレン議長の真意ではなく、実際に2015年前半に利上げに踏み切るのは難しいと考える。

## 2. 金融政策の評価

今回のFOMCにおける決定内容は、ほぼ事前予想の通りだった。

前回と同様、資産買入策での月間購入額が100億ドル削減され（テーパリングの継続）、フォワードガイダンスは失業率目標が削除される形で修正された。フォワードガイダンスに関しては数値基準（量的基準）が削除されるのか、維持されるのか意見が分かれていたが、結果は、単純に数値基準が撤廃されるというものだった。前回までの声明文に記載されていた「（ゼロ金利政策は）少なくとも失業率が6.5%以上で、1-2年先のインフレ率見通しが長期目標である2%を0.5%ポイント以上超過しない限り適切である」という文章が削除されており、同時に失業率基準とともに記載されていたインフレ率の2.5%という基準も撤廃されている。

また、フォワードガイダンスでは失業率に変わる新しい指標を明示することもなかった。新しい質的基準を設けることもしていない。「雇用の最大化と2%のインフレ率」という2大使命（いわゆるデュアルマニフェスト）を強調し、その他には、「雇用情勢、インフレ圧力、期待インフレ、金融情勢など幅広い情報も勘案する」として、前回までの表現を踏襲するにとどまっている。

こうした修正の結果、金融政策のコミットメント効果は弱まったと見ているが、FOMCにとっては金融政策を柔軟に変更しやすくなったと言える。

さらに、声明の終盤には失業率基準の撤廃がFOMCの政策意図の変更を意味しないことも記載されており、失業率基準の撤廃で市場が過度に反応することを避けようとしたことがうかがえる。

今回のFOMCでは声明発表後にイエレン議長による記者会見が設定されていた。なかでも記者会見での利上げ時期への言及はサプライズだった。資産購入策（量的緩和策）が終了してからゼロ金利政策を続ける「相当な期間」は「6カ月程度」として具体的な数値を挙げている。現在、資産購入策の終了時期のコンセンサスでは今秋であり、その6カ月後に利上げが開始されるとすれば、その時期は2015年の春ごろということになる。

これまで、利上げ開始時期は2015年の後半という見方が優勢だっただけに、イエレン議長が、今年秋口の量的緩和縮小の終了を想定しつつ、その6カ月後に利上げをする可能性があるという意図でこの発言をしたのであれば、タカ派姿勢を示したことになり、確かにサプライズと言える。

しかし、これはイエレン議長の真意ではないと考えている。イエレン議長はその後、インフレ率を重視すること、特に2%を下回るインフレ率ならば、ゼロ金利政策を維持する理由になるとも述べている。現時点で、低めのインフレ率が続くと思われることを踏まえれば、実際に2015年の前半に利上げに踏み切ることは難しいだろう。今回の発言だけで、2015年の後半に利上げとの見方を変えることは早計と考えている。

ただし、市場に2015年春にも利上げがありうるとの見方を浮上させたのは事実である。そのため今後、イエレン議長をはじめ、FOMC参加者が利上げ時期に関してどのような発言するのかには注目が集まるだろう。

### 3. 声明、記者会見、FOMC見通しの概要

#### （金融政策の方針）

- 資産購入ペースの縮小
  - ✓ 4月以降、毎月の米国債購入額を300億ドル、MBS購入額を250億ドルに（それぞれ50億ドルずつ減額）
  - ✓ 政府機関債、MBSの償還分はMBSへ再投資（変更なし）
  - ✓ 米国債の償還分は米国債へ再投資（変更なし）
- 政策金利（FF金利の誘導目標）は0-0.25%（変更なし）

#### （フォワードガイダンス、今後の金融政策見通し）

- 雇用状況の改善が続き、インフレ率が長期目標に向かうことが広く確認されれば、今後の会合で資産購入ペースを段階的に縮小させていく（変更なし）
  - ✓ 今後の縮小ペースに決まった道筋はない（変更なし）
  - ✓ 資産購入ペースは雇用情勢とインフレ率、資産購入による効果と代償の評価次第（変更なし）
- ゼロ金利政策続ける期間は、雇用の最大化および2%のインフレ率という目標に対する進捗状況を実績と予測の双方の点から評価し、決定する（失業率基準の削除）
  - ✓ さらに、雇用情勢、インフレ圧力、期待インフレ、金融情勢など幅広い情報も勘案する（ほぼ変更なし“other information”⇒“wide range of information”）
- これらの情報から判断すれば、特にインフレ予想が長期的な目標である2%を下回り、長期の

期待インフレ率も抑制されているならば、資産購入策が終了してからも相当な期間、ゼロ金利政策を続けることが適切だろうと見越している

(失業率基準は削除 「失業率が 6.5%を下回ってからも」⇒「資産購入策が終了してからも」)

- 緩和的な金融政策から脱却する際は、雇用最大化と 2%のインフレ率という長期目標の達成と整合的になるように実施していく (変更なし)
  - ✓ 現在のところ、雇用とインフレ率が目標に近づいたとしても、経済状況によっては長期的に FOMC が標準と見る水準よりも低い政策金利が正当化される可能性がある (追加)
- 失業率が 6.5%に近づいたため、フォワードガイダンスを修正した (追加)
  - ✓ この変更はこれまで FOMC の声明で表明してきた政策意図を変更するものではない

### (景気判断)

- 成長は冬場に悪天候の影響で減速した (やや下方修正 “picked up” ⇒ “slowed”)
- 労働市場はまちまちだが、総じて見れば改善 (変更なし)
- 失業率は高止まっている (ほぼ変更なし “declined but” を削除)
- 家計消費、設備投資は改善している (ほぼ変更なし “more quickly” を削除)
- 住宅市場の回復は減速している (ほぼ変更なし “slowed somewhat” ⇒ “remained slow”)
- 財政政策が成長の障害となっているものの、緩和しつつある (変更なし)
- インフレ率は長期見通しより低いが、長期のインフレ期待は安定している (変更なし)

### (景気見通し)

- 成長率は穏やかなペースで拡大し、労働環境は段階的に改善すると予想 (単語の変更 “unemployment/decline” ⇒ “labor market conditions/improve”)
- インフレ率が目標の 2%を下回る状況が続くことは経済へのリスクとなりうると認識 (変更なし)
  - ✓ 中期的にはインフレ率が目標に向かうとの確証を得るため、インフレ動向を注視する (変更なし)

### (投票結果)

- 8人が賛成、1人が反対 (前回は 10 人の全会一致で決定)<sup>1</sup>
  - ✓ 反対票を投じたコチャラコタ氏は、(失業率目標を撤廃した) フォワードガイダンスの段落の記載について 2%のインフレ目標を達成するというコミットメントの信認を弱め、経済活動への不透明感をもたらすとしている

### (記者会見の注目点)

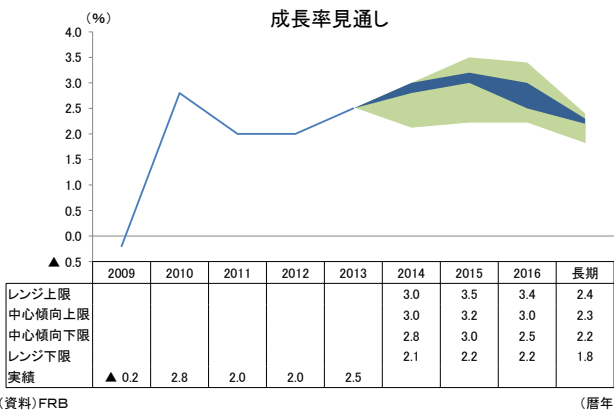
- 今回の声明文には現在時点における FOMC の政策金利の見方を追加している。

<sup>1</sup> 今回は、バーナンキ前 F R B 議長が退任したことで、投票権を有するメンバーが 1 名減少している (現在、F R B の副議長と理事 2 名分のポストが空席)。今後は、F R B 副議長として前イスラエル中銀総裁のフィッシャー氏、理事としてブレイナード氏が F O M C に参加する予定。

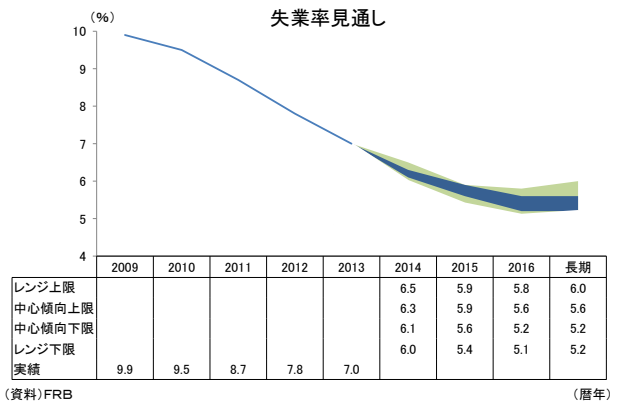
- ✓ 現在のところ、雇用とインフレ率が目標に近づいたとしても、経済状況によっては長期的にFOMCが標準と見る水準よりも低い政策金利が正当化される可能性があるとした。
- 失業率基準の撤廃は、効果がなかったと判断したのではない。
  - ✓ 市場予測に影響を及ぼすものだった。
- 政策金利の見通しはFOMC内でさまざまな見解がある。
  - ✓ 現在の状況では、資産購入策の終了は今年の秋となるだろう。
- 今年第1四半期の成長見通しは弱い。主因は悪天候だが、これが唯一の要因ではない。
- 資産購入策から利上げまでの「相当な期間」はおそらく6カ月程度と言える。
  - ✓ 声明文には状況次第と記述している。
  - ✓ インフレ率も重視しており、2%を下回るようであればゼロ金利政策を続ける理由になる。
- 現在のテーパリングのペースを維持する条件は、労働市場の改善と、インフレ率の改善の2つ。
  - ✓ この条件に適さないようであればテーパリングのペースを変更する必要がある。
- 雇用環境の改善は最終的には賃金に波及する。その賃金上昇率は非常に低い。
  - ✓ 生産性と2%のインフレ率を勘案すれば、正常な賃金上昇率はおそらく3-4%と見ている。
- ウクライナ情勢は、現時点で大きな影響は無いと思われるが、地政学リスクは存在する。
  - ✓ 状況を注視する。

**(経済見通しと適正と思われる政策金利パス)**

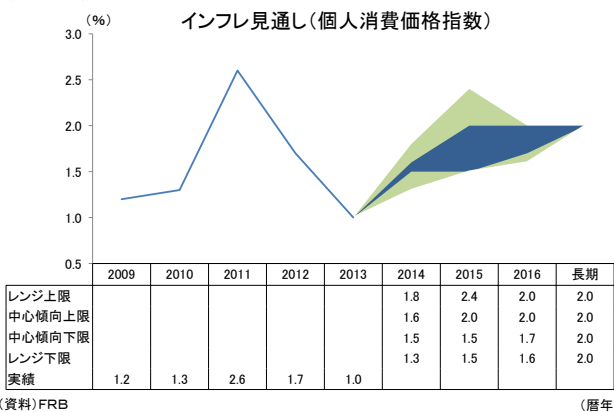
(図表 1)



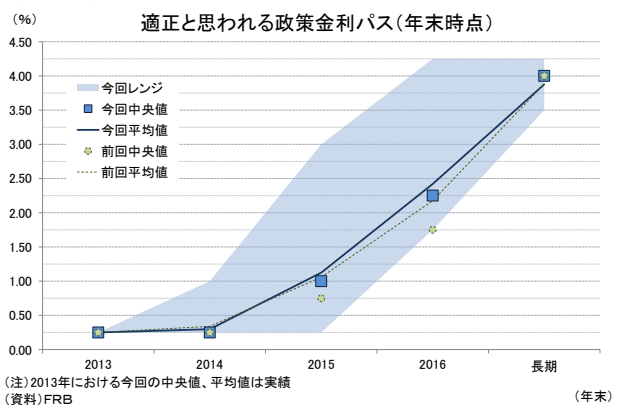
(図表 2)



(図表 3)



(図表 4)



今回のFOMC参加者（FRBメンバー、地区連銀総裁）の経済見通しについては図表 1-4 の通りである。前回（2013 年 12 月 18 日）公表されたものと比較すると、成長率の中心傾向<sup>2</sup>上限がやや下方修正、失業率が全体的に下方修正（改善方向に修正）されている。インフレ見通しはほぼ前回と同じであった。

政策金利の見通しでは、全体的に見ればやや引締め側に修正されたが、16 人中 15 人が年内のゼロ金利政策（政策金利の上限で 0.25%）が適正と回答している。今回は回答のバラツキが目立ち、2015 年末でも最低の 0.25%（2 名）から最高は 3.0%（1 名）まで幅広い。

---

<sup>2</sup> Central tendency、全回答から上位 3 人分と下位 3 人分の回答を除いたレンジ。

---

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。