

経済・金融
フラッシュ【6月米FOMC】
大きなサプライズはないが、イエレン
議長の発言には注目材料も

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6月17-18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。資産購入額の減額は事前の市場予想の通りだった。声明文では、景気の現状判断が変更されたが、それ以外の経済見通しやフォワードガイダンスについては変更されなかった。なお、景気の現状判断に関しては上方修正されたものが多かった。

記者会見でも大きなサプライズはなかった。しかし、FOMC参加者の見通しのうち、長期における適正な政策金利の水準が低下しており、イエレン議長が、この理由として長期の成長率水準の低下に言及したことは注目と言えるだろう。

2. 金融政策の評価

FOMCで決定された金融政策におけるテーパリングの継続は事前の予想通りであり、声明文もほとんど変更されなかった。今回は記者会見が設定されており、イエレン議長の発言にも注目が集まったが、こちらにも大きなサプライズはなく、無難に消化されたと言える。

ただし、サプライズには至らなかったがイエレン議長の発言には注目点がいくつかあった。

まず、FOMC参加者の長期における適正な政策金利の水準が中央値、最頻値ともに3月時点の4.0%から3.75%に0.25%ポイント低下した（後掲図表4を参照）。記者会見でもこの点について質問があり、イエレン議長はアンケートに回答するFOMC参加者が交代になったほか、「最も適当な理由」として長期の成長率見通しが引き下げられたということに言及している。

確かに、アンケート結果では長期における政策金利の適正水準を4.0%と回答する者が8名から3名に減少、3.75%は2名から7名に増加しており、これはFOMC参加者の交代（2名脱退、2名加入）だけでは説明がつかない。つまり、数名の参加者は政策金利の適正水準を引き下げたものと見られる。

ただし、成長率見通しのアンケート結果は、中心傾向¹で「2.2-2.3%」から「2.1-2.3%」と下限が0.1%下方に修正されたに過ぎず²、見通しを引き下げたと断言する材料としては弱いように感じる（後掲図表5を参照）。成長率見通しの正確な分布は不明だが、イエレン議長の発言を聞く限り、相応の根拠を持って指摘していると見られることから、イエレン議長自身が長期の成長率見

¹ 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。

² （参加者全員の）レンジで見れば「1.8-2.4%」から「1.8-2.5%」とむしろレンジ上限が拡大している。

通しや政策金利の適正水準を引き下げ、自身の見解を述べたか、F O M Cにおいてこの点（政策金利の適正水準や長期の成長率見通し）に関する議論が交わされた可能性がある。そのため、今後公表される議事録は注目と言えるだろう。

記者会見でも、長期の成長率見通し（≒潜在成長率）の低下要因について言及しており、そこでは資本ストックの蓄積が進まないほか、労働市場の回復が遅いことを原因として挙げている。とりわけ労働市場については履歴効果（長期間の失業自体が、就職しにくくさせてしまうこと）に触れ、これが構造要因となり得ることを指摘している。F O M Cでこれらの点に関する議論がされている可能性が考えられる。

また、2011年に合意された出口戦略の修正版を今年後半に示すとした点も注目と言える。利上げの時期、償還分の再投資の停止時期、バランスシートの正常化に有する時間などのスケジュールや、これらを実行するにあたっての手段に注目が集まっている。修正版の公表は市場との対話を重視するならば記者会見が設定されている9月F O M Cあるいは12月F O M Cだが、9月はテーパリングの途中であることから、12月の可能性がやや高いと見られる。

3. 声明の概要

（金融政策の方針）

- 資産購入ペースの縮小
 - ✓ 7月以降、毎月の米国債購入額を200億ドル、MBS購入額を150億ドルに（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）
- ゼロ金利政策を続ける期間は、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（変更なし）
 - ✓ 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（変更なし）
- 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（変更なし）
- 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（変更なし）

（景気判断）

- 成長はここ数カ月、立ち直った（上方修正“picked up”⇒“rebounded”）
- 労働市場は概して改善している
（上方修正“mixed but on balance showed further improvement”⇒“generally...”）
- 失業率は低下しているが、高止まっている（やや上方修正“though lower”を追加）
- 家計消費はより緩やかに伸びていると思われる
（下方修正“rising more quickly”⇒“rising moderately”）
- 設備投資は再び上向き始めた（上方修正“edged down”⇒“resumed its advance”）
- 住宅市場の回復は減速している（変更なし）
- 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、雇用環境は段階的に改善すると予想（変更なし）
- 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）

- 10人の全会一致で決定³（前回は9人の前回一致で決定）

4. 記者会見の主な内容

記者会見の主な内容は以下の通り。

- 金融政策を正常化する前には、その計画を示すつもりである。
 - ✓ FRBのバランスシート規模は相当大きい状況が続くと見られるが、適切なタイミングで短期金利を上昇させる手段を有しているとの自信がある。
 - ✓ 金融政策の正常化については今後も議論を重ね、その詳細を今年後半に示す予定。
- インフレ率は、2%の物価目標に沿った推移をしていると見ている。
 - ✓ 例えば足もとのCPIなどは高めだが、ノイズが含まれている。
 - ✓ 恒久的に目標を上回るあるいは下回る状況を望んでいないという姿勢は変化していない。

³ 前回の4月FOMCから今回のFOMCにかけて（投票権を有する）メンバーに変更があった。FRBの副議長にフィッシャー氏が就任、FRBの理事にブレynaード氏が就任、一方、スタイン氏は5月中に退任した（これらの結果、現在、FRB理事には2名分の空席がある）。またクリーブランド連銀の総裁がピアナルト氏からメスター氏に交代している。

- 長期の政策金利見通しが若干低下したが、これはF O M C参加者が交代したことが影響するほか、長期の成長率見通しが引き下げられたことが理由として挙げられる。
- 失業率はF O M Cの見通しよりも急速に低下したが、景気拡大で労働参加率が安定すれば、今後の失業率の低下ペースも緩やかになると考えている。
- 市場の金利や株価のボラティリティが低いことは、市場のリスクテイク姿勢を強め、金融市場を不安定化させる懸念と言える。
- 潜在成長率の低下には資本の蓄積が遅いことが寄与している部分があるほか、失業期間の長期化も潜在成長率の低下につながる。
 - ✓ 景気回復で改善することを望んでいるが、構造的な問題となることも考えられる。
- 金融システムの安定化にとって金融規制は歓迎されるが、信用力の低い借り手への住宅ローンには貸し渋りが見られる。
 - ✓ 借り手が住宅ローンを借りるための環境づくりが必要。
- 償還分の再投資を含む 2011 年に作成した出口戦略の原則については議論、再検討している段階であり、何らかの結論を得るには至っていない。
 - ✓ M B S の売却はしない方針は前バーナンキ議長の時代に示されている。
 - ✓ 出口戦略の原則の修正版を今年後半に示す予定
- 現段階では、雇用の最大化とインフレ率の 2%達成はトレードオフの関係になく、いずれの達成にも金融緩和が必要な状況
 - ✓ 今後、2つの目標を達成するため、いわゆるバランスアプローチに則した政策を行う。
- 必要があれば年4回の記者会見以外にF O M Cの見解を伝えるための会議や講演などを実施して、対話をするつもりである。
- 金融システムの安定を脅かす要因としては、レバレッジ融資の基準と低格付社債のリスクスプレッドの低さが挙げられる。
- ウクライナやイラクなどの地政学リスクを注視している。
- 株価のバブルについては、様々な指標を使い、配当や評価価格（バリュエーション）が過去の正常な状況と比べて外れていないかを見ている。
 - ✓ 現在は過去の状況と比較して外れた状態にないと考えている。
- 現在の賃金上昇率は実質で見て横ばいの状況だが、将来的に労働市場が改善すれば、賃金上昇率がインフレ率を上回るペースで上昇していくと見ている。
 - ✓ 賃金が上昇しない場合は消費の下振れ懸念となる。
- 利上げのスケジュールについては経済情勢次第であり、機械的な公式があるわけではない。

5. FOMC参加者の見通し

今回のF O M C参加者（F R Bメンバーと地区連銀総裁の16名⁴⁾の経済見通しについては図表1-5の通りである。前回（2013年3月19日）公表されたものと比較すると、成長率に関しては2014年の部分が寒波の影響などを踏まえて下方修正されている。2015-16年については大きな変更は無

⁴⁾ 前回は16名だが2名が新規に参加し2名が脱退したため、参加者は一部異なる。

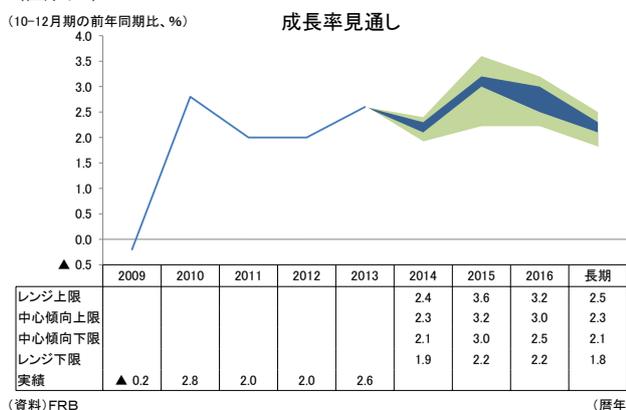
かったが、長期の部分に関しては、成長率の中心傾向の下限が0.1%ポイント下方に修正された。

失業率については、2014-16年にかけて全体的に下方修正（改善方向に修正）されている。一方、インフレ見通しはほぼ前回と同じであった。

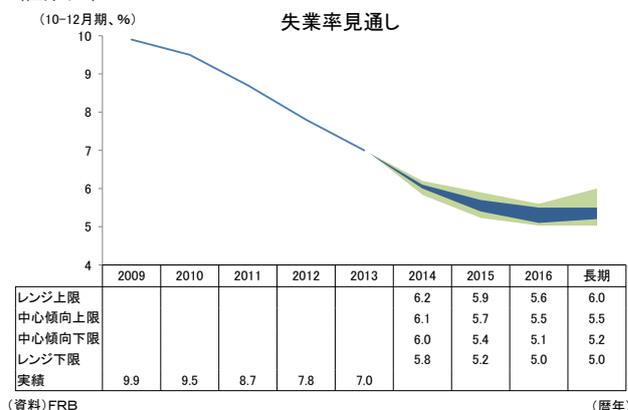
政策金利の見通しでは、2016年までのパスが全体的にやや引締め方向に修正される一方で、長期における適正な政策金利の水準は低下した。

特に、長期における適正な政策金利の水準に関しては、中心値だけではなく最頻値が4.0%から3.75%に低下しており、これは注目に値するだろう⁵。前回のFOMCとは参加者は一部異なっているため、一律に比較はできないが、参加者のうち数名は長期における適正な政策金利の水準を引き下げた可能性がある。

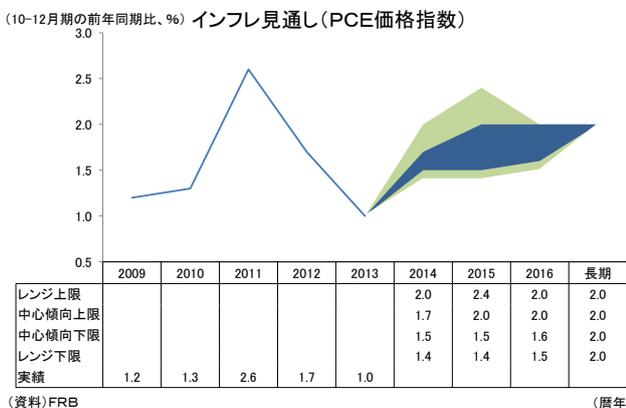
(図表 1)



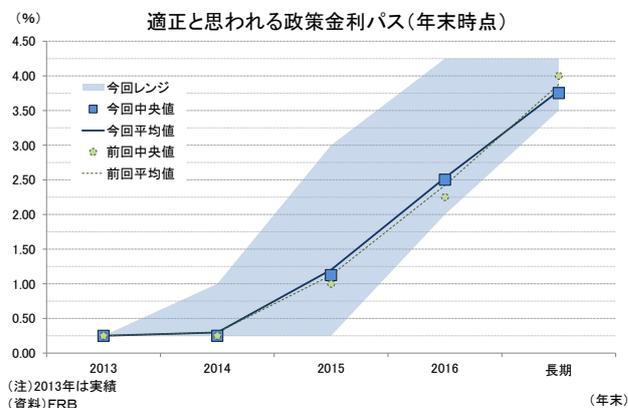
(図表 2)



(図表 3)



(図表 4)



(図表 5)

FOMC参加者の経済見通し

	中心傾向				レンジ			
	2014年	2015年	2016年	長期	2014年	2015年	2016年	長期
GDP	2.1% - 2.3%	3.0% - 3.2%	2.5% - 3.0%	2.1% - 2.3%	1.9% - 2.4%	2.2% - 3.6%	2.2% - 3.2%	1.8% - 2.5%
前回	2.8% - 3.0%	3.0% - 3.2%	2.5% - 3.0%	2.2% - 2.3%	2.1% - 3.0%	2.2% - 3.5%	2.2% - 3.4%	1.8% - 2.4%
失業率	6.0% - 6.1%	5.4% - 5.7%	5.1% - 5.5%	5.2% - 5.5%	5.8% - 6.2%	5.2% - 5.9%	5.0% - 5.6%	5.0% - 6.0%
前回	6.1% - 6.3%	5.6% - 5.9%	5.2% - 5.6%	5.2% - 5.6%	6.0% - 6.5%	5.4% - 5.9%	5.1% - 5.8%	5.2% - 6.0%
PCE価格指数	1.5% - 1.7%	1.5% - 2.0%	1.6% - 2.0%	2.0% - 2.0%	1.4% - 2.0%	1.4% - 2.4%	1.5% - 2.0%	2.0% - 2.0%
前回	1.5% - 1.6%	1.5% - 2.0%	1.7% - 2.0%	2.0% - 2.0%	1.3% - 1.8%	1.5% - 2.4%	1.6% - 2.0%	2.0% - 2.0%

(注)GDPとPCE価格指数は10-12月期の前年同期比伸び率 (資料)FRB

⁵ 長期における政策金利の適正水準は、4.0%が8名から3名に減少する一方、3.75%は2名から7名に増加した。

(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。