

経済・金融  
フラッシュ【12月米FOMC】  
利上げに向けた慎重な地均しを  
開始

経済研究部 研究員 窪谷 浩

TEL:03-3512-1824 E-mail: kubotani@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12月17-18日（現地時間）に開催された。予想通り、金融政策の変更は無かった。注目された声明文のフォワードガイダンスでは、市場の予想通り「相当な期間」（for a considerable time）から、「忍耐強く」（patient）という単語に変更されたものの、予想外に、従前の「相当な期間」と整合的であるとの一文がわざわざ加えられた。このため、声明文の内容は15年の物価見通しが下方修正されたことと併せ、市場ではハト派的と解釈された。また、FOMC後に行われたイエレン議長の記者会見においても、今後2回の会合では利上げしないと発言されたことから、一部で予想されていた早期利上げ観測は後退した。

一方、前回（10月会合）に引き続き、タカ派のフィッシャー（ダラス連銀総裁）とプロッサー（フィラデルフィア連銀総裁）、およびハト派のコチャラコタ（ミネアポリス連銀総裁）が、それぞれよりタカ派的、よりハト派的な変更を求めて反対しており、FOMC参加者間で金融政策に対するスタンスに幅があることを示した。

## 2. 金融政策の評価

今回のFOMCでは、金融政策の変更は予想されていなかったことから、声明文でどの程度政策金利引き上げに向けた地均しをしていくか注目された。すなわち、従前のゼロ金利解除までの「相当な期間」との表現が、政策金利引き上げまで「忍耐強く」との表現に変更される場合には、FRBは政策金利引き上げに対して、より積極的になったことを示すとの見方がされていた。

発表された声明文では、事前の予想通りに「忍耐強く」との表現に変更されたものの、従前の表現と整合的（consistent）であることも示された。この点について、イエレン議長は記者会見で、今回の変更が、金融政策に対するスタンス変更を意味する訳ではないと明確に述べた上で、従前の表現（「相当な期間」）が既に終了した量的緩和策（QE3）からの期間を示しているため、より経済情勢に注目する表現に変更するのが好ましいと考えた結果であるとの見方を示した。もっとも、市場とのコミュニケーションの視点からは、今回の表現変更は分かり難く、イエレン議長の発言にも歯切れの悪さは残った。

一方、景気判断については、労働市場は、前回から大きな変更はないものの、インフレについては、原油価格をはじめとするエネルギー価格の下落に伴い、短期的には下振れする可能性について認め、15年の個人消費支出（PCE）価格指数の見通しを1.6-1.9%のレンジから、1.0-1.6%に

下方修正した。もっとも、16年以降の見通しについては据え置いており、イエレン議長は、短期的なインフレの下振れを認めつつも、労働市場が改善していくもとでインフレは緩やかに目標水準に向かうとの見方を示した。

### 3. 声明の概要

#### (金融政策の方針)

- 再投資方針は継続
  - ✓ 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）
  - ✓ 長期債を高水準で保有し続けることで緩和的な金融環境を維持する（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)

- 最大雇用と物価安定に向けて現行の0-0.25%の政策金利水準が適切であることを確認した（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、委員会は金融政策の正常化を開始するのに忍耐強くいることができると判断している。（追加）
- 委員会は、このガイダンスが、10月に資産購入策が終了してからも相当な期間、0-0.25%の政策金利を維持することが適切だろうと予測しているとの従前の声明と整合的であるとみている（追加）
- 但し、今後入手する情報が、雇用と物価目標を達成する上で予想を上回る進展を示す場合には、政策金利の引き上げは現在予測している時期より早まる。逆に予想を下回る進展を示す場合には、政策金利の引き上げは現在予測している時期より遅くなる（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)

- 経済は緩やかなペースで拡大している（変更なし）
- 労働市場は、堅調な雇用の増加と失業率の低下を伴いながら改善した（上方修正 “improved somewhat further” ⇒ “improved further”）
- 全体として、一連の労働市場の指標は、労働資源の使われていない部分の縮小が持続していることを示唆している（上方修正 “labor resources is gradually deminishing”）

⇒ “labor resources continues to diminish” )

- 家計消費は緩やかに伸びている（変更なし）
- 設備投資は上向いている（変更なし）
- 住宅市場の回復は遅い（変更なし）
- インフレ率は、一部エネルギー価格の下落を反映して、長期的な目標を下回り続けている（理由を追加）
- 市場が織り込むインフレ率は更に幾分低下した。サーベイに基づく長期の期待インフレ率は安定している（下方修正、“declined somewhat” ⇒ “declined somewhat further”）

### （景気見通し）

- 成長率は穏やかなペースで拡大し、労働市場の指標は政策目標（デュアルマנדート）と整合的となる水準に向かっている（インフレの記述を削除し、以下の文章で言及）
- インフレ率は、労働市場が更に改善し、エネルギー価格の下落やその他の一時的な要因が消えることで、2%に向けて緩やかに上昇すると予測する。（追加）
- 委員会は、引き続きインフレ動向を注視する（追加）

## 4. 会見の主なポイント

記者会見の主な内容は以下の通り。

- ガイダンスの変更理由
  - ✓ 従前のガイダンスと政策意図についての変更を意味しない
  - ✓ 変更の理由は、終了したイベント（QE3）からの期間ではなく、利上げできる経済情勢により焦点を当てる表現にしたかったから
- 政策金利引き上げ時期
  - ✓ 現在の経済見通し等を踏まえると、政策金利の引き上げには忍耐強くいられる
  - ✓ 委員会は、最低でも今後2回の会合で政策金利正常化を開始することはないと考えている
  - ✓ 今後、経済情勢が委員会の想定通りとなるとすれば、ほとんどの委員は15年に政策金利を上げるのが適当だと考えている
  - ✓ ただし、政策金利の引き上げ時期は完全に経済指標次第である
  - ✓ 政策金利変更時期として、記者会見のある会合であるかどうかは関係ない
- 政策金利引き上げペース
  - ✓ 政策金利の引き上げを開始した後でも、引き続き委員会は経済情勢を判断
  - ✓ インフレや雇用が政策目標に近い水準まで改善したとしても、暫くの間、政策金利を長期目標とする水準より、低い水準に維持することが正当化される可能性がある
  - ✓ FOMC参加者の見通しは、16年末に政策金利が2.5%まで上昇するとみており、これは、

長期目標の 3.75%より 1%以上低い水準である

➤ インフレ見通し

- ✓ エネルギー価格の下落は、米国経済にとっては好ましい
- ✓ 原油価格の下落により、物価にはコア指数も含めて下落圧力がかかるとみている
- ✓ ただし、原油価格下落の影響は一時的である
- ✓ 労働市場が改善する基では、インフレは時間の経過とともに目標とする 2%に徐々に上昇する
- ✓ 市場が織り込む期待インフレ率は低下しているものの、流動性プレミアム等の影響もみる必要

➤ 労働市場の見通し

- ✓ FOMC参加者の失業率の見通しは、15年末が 5.2-5.3%と、長期目標の水準に低下する見込み
- ✓ 16年から17年にかけてはさらに長期目標の水準を下回る水準まで低下する
- ✓ インフレが目標とする 2%を下回っているもとでは、失業率が一時的に長期目標を下回ったとしても正当化できる

## 5. FOMC参加者の見通し

今回のFOMC参加者(FRBメンバーと地区連銀総裁の17名)の経済見通しについては(図表1)の通りである。前回(14年9月17日)公表されたものと比較すると、失業率が15年(5.4-5.6%→5.2-5.3%)、16年(5.1-5.4%→5.0-5.2%)と改善方向に見直された一方、インフレについては15年(1.6-1.9%→1.0-1.6%)が下方修正されている。

(図表1)

FOMC参加者の経済見通し

	中心傾向					レンジ				
	2014年	2015年	2016年	2017年	長期	2014年	2015年	2016年	2017年	長期
GDP	2.3% - 2.4%	2.6% - 3.0%	2.5% - 3.0%	2.3% - 2.5%	2.0% - 2.3%	2.3% - 2.5%	2.1% - 3.2%	2.1% - 3.0%	2.0% - 2.7%	1.8% - 2.7%
前回	2.0% - 2.2%	2.6% - 3.0%	2.6% - 2.9%	2.3% - 2.5%	2.0% - 2.3%	1.8% - 2.3%	2.1% - 3.2%	2.1% - 3.0%	2.0% - 2.6%	1.8% - 2.6%
失業率	5.8% - 5.8%	5.2% - 5.3%	5.0% - 5.2%	4.9% - 5.3%	5.2% - 5.5%	5.7% - 5.8%	5.0% - 5.5%	4.9% - 5.4%	4.7% - 5.7%	5.0% - 5.8%
前回	5.9% - 6.0%	5.4% - 5.6%	5.1% - 5.4%	4.9% - 5.3%	5.2% - 5.5%	5.7% - 6.1%	5.2% - 5.7%	4.9% - 5.6%	4.7% - 5.8%	5.0% - 6.0%
PCE価格指数	1.2% - 1.3%	1.0% - 1.6%	1.7% - 2.0%	1.8% - 2.0%	2.0% - 2.0%	1.2% - 1.6%	1.0% - 2.2%	1.6% - 2.1%	1.8% - 2.2%	2.0% - 2.0%
前回	1.5% - 1.7%	1.6% - 1.9%	1.7% - 2.0%	1.9% - 2.0%	2.0% - 2.0%	1.5% - 1.8%	1.5% - 2.4%	1.6% - 2.1%	1.7% - 2.2%	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

また、政策金利の見通しについては、中央値と平均値をみると、前回のFOMCからは、中央値が15年（1.375→1.125%）、16年（2.875→2.50%）、17年（3.75→3.625%）と、それぞれ下方修正されたほか、平均値でも15年（1.272→1.125%）、16年（2.684→2.537%）、17年（3.544→3.50%）と下方修正されている。一方、長期見通しについては、平均値（3.794→3.779%）は僅かに下方修正されたものの、中央値は3.75%で変動はなかった。

(図表 2)



(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。