

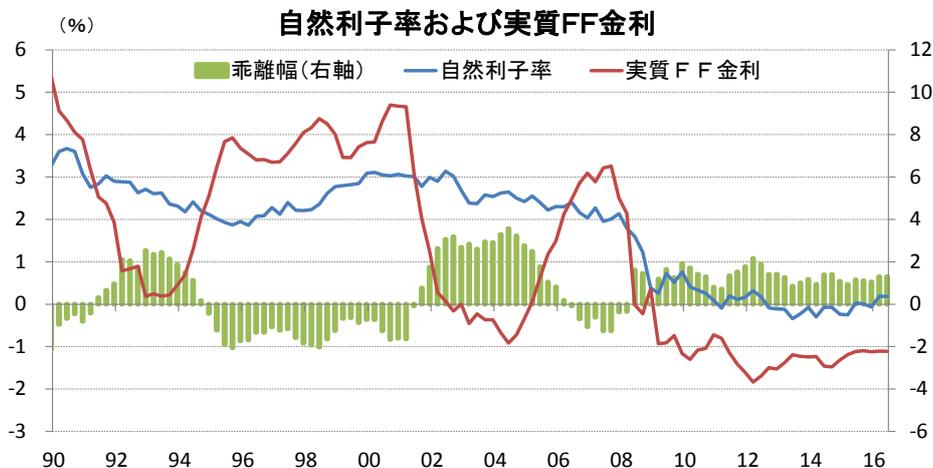
# Weekly エコノミスト・ レター

## 米金融政策見通し

— 信任維持? のため、年内 12 月利上げへ。来年は 2 回の追加利上げを予想

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩  
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. F R B は 14 年 10 月に量的緩和政策 (Q E3) を終了し、15 年 12 月に政策金利を引き上げ、金融危機後に実施した異例の金融緩和政策からの正常化プロセスを進行中である。主要な中央銀行が緩和政策を強化する中で、F R B の金融引締めスタンスが際立っている。
2. もっとも、年初からの株価・原油価格の下落や、5 月の雇用統計悪化、英国の E U 離脱決定などもあり、F R B は 9 月の F O M C 会合まで追加利上げを見送っている。
3. 政策金利は、昨年利上げ後の F O M C 参加者の予想を大幅に下回っているほか、過去の金融引締め局面に比べて最も緩やかな利上げペースとなっている。
4. 米経済は、労働市場の回復は持続しているものの、物価上昇圧力は抑制された状況が続いており、物価目標達成の見地からは、政策金利引き上げの理由は希薄である。
5. しかしながら、9 月会合後の記者会見でイエレン議長は、年内利上げを強く示唆したことから、12 月利上げの可能性が高まった。金融市場も既に利上げを織込んでおり、利上げに向けた環境は整ったとみられる。
6. 一方、自然利子率が低位に留まる中、金融政策の決定権を持つ委員構成もよりハト派的な構成となることから、来年は年 2 回程度の利上げに留まる見込みである。



(注) 自然利子率は Laubach-Williams モデルに基づく推計値。実質 FF 金利は、FF 目標金利から PCE コア 価格 指数 (前年同月比) を引いたもの、乖離幅は自然利子率から実質 FF 金利を引いたもの。

(資料) FRB、BLS、データストリームよりニッセイ基礎研究所作成。

# 1. はじめに

F R Bは、金融危機後に実施した異例の金融緩和政策からの正常化プロセスを続けており、14年10月に量的緩和政策を終了し、15年12月に06年6月以来となる政策金利の引き上げを行った。しかしながら、その後は株式市場や原油相場の下落、雇用悪化懸念、英国のEU離脱決定など米国経済に対する不安要因が続いたことから、F R Bは、今年9月のF O M C会合まで政策金利の据え置きを続けている。

主要国の中央銀行が金融緩和姿勢を続けている中で、F R Bの金融緩和解除が際立っていることから、米金融政策に伴う為替相場や、新興国の資金フローなど世界経済へ与える影響も大きく、世界が注目している。

本稿では、今般の金融政策の正常化プロセスを振り返り、今後の金融政策の見通しについて説明している。結論から言うと、物価上昇圧力が限定的な中で、政策金利の引き上げを急ぐ理由は希薄とみられるが、F R Bの年内利上げに対する意欲は強いことから、12月には追加利上げが実施されるだろう。もっとも、自然利子率が低位に留まる中で17年以降も政策金利の引き上げは年2回手程度と緩やかに留まるため、米経済への影響は限定的となろう。

## 2. 金融政策正常化の状況

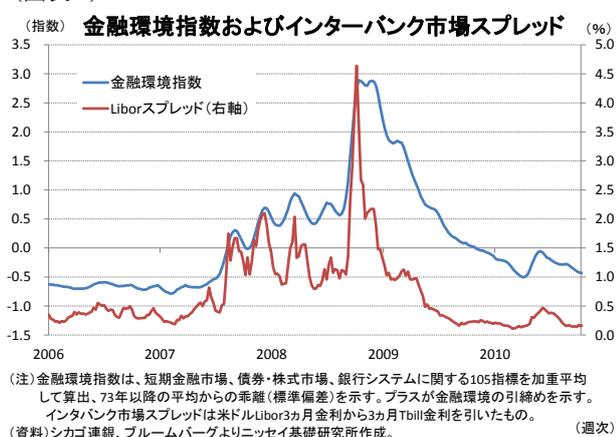
### (1) 金融危機を受けた異例の金融政策：量的緩和政策に伴いF R Bのバランスシートは大幅拡大

米国のサブプライムローン問題の深刻化等をきっかけに、住宅金融会社をはじめ欧米金融機関の信用問題が浮上し、インターバンク金利とT-bill金利の乖離が07年8月以降急拡大するなど、インターバンク市場の流動性が低下した(図表1)。さらに、08年9月にリーマン・ショックが発生すると、インターバンク市場や金融市場の流動性が一段と枯渇し、機能不全が明確となった。

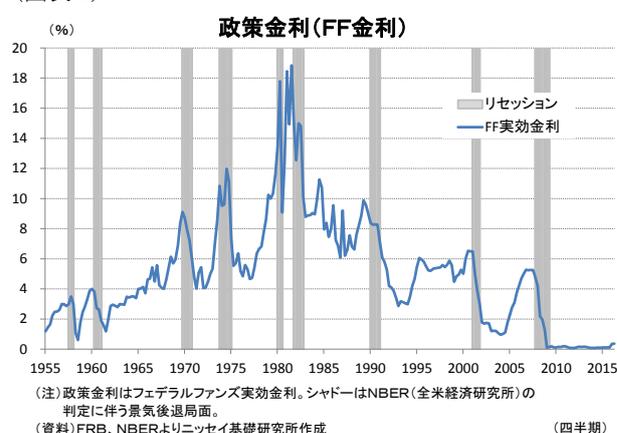
このような状況を受けて、F R Bは金融政策対応として、政策金利であるフェデラル・ファンド(F F)金利を07年9月に5.25%から0.5%引き下げたのを手始めに、08年12月の0~0.25%まで断続的に低下させた(図表2)。さらに、市場の流動性対策として金融機関や金融市場に直接流動性を供給するための流動性ファシリティ<sup>1</sup>を導入した。

流動性ファシリティは、08年10月に1.3兆ドルの規模まで拡大した後、金融市場の安定化に伴

(図表1)



(図表2)



<sup>1</sup> 流動性ファシリティとしては、金融機関向けがターム物入札ファシリティ(TAF)、ターム物証券貸出ファシリティ(TSLF)、プライマリーディーラーファシリティ(PDCF)。金融市場向けには、CPファンディング・ファシリティ(CPFF)、ターム物ABS融資ファシリティ(TALF)等が実施された。

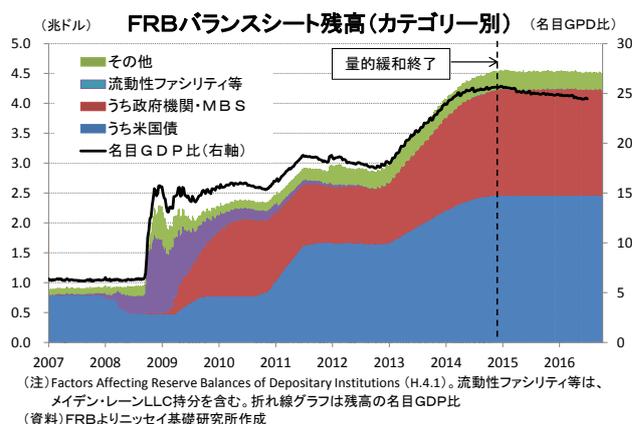
い09年～10年にかけて概ね収束した(図表3)。その後、FRBは金融政策の目的を金融市場の安定から景気対策に重心を移した。

伝統的な金融緩和政策<sup>2)</sup>は、政策金利の引き下げを通じて実行されるが、FRBは08年12月時点で政策金利を既に最低水準(非負制約)<sup>3)</sup>であるゼロ近辺まで低下させていたことから、政策金利変更を通じた金融緩和が不可能であった。

このため、FRBは大量の債券を市場から買い入れることで長期金利を低下させる「量的緩和政策」と、FF金利を長期に亘って低位に維持することを示して、金融政策が市場金利に及ぼす影響を強める「フォワード・ガイダンス」を活用する非伝統的金融政策に踏み出した。

ここで量的緩和政策をより仔細にみると、FRBは08年11月の量的緩和政策第1弾(QE1)

(図表3)



(図表4)

QE1、QE2の概要

	QE1	QE2
買入期間	08年11月～10年8月	10年11月～11年6月
買入金額	1兆7,250億ドル	6,000億ドル
政府機関債(GSE)	1,750億ドル	-
不動産担保証券(MBS)	1兆2,500億ドル	-
米国債	3,000億ドル	6,000億ドル

(資料)FRBよりニッセイ基礎研究所作成

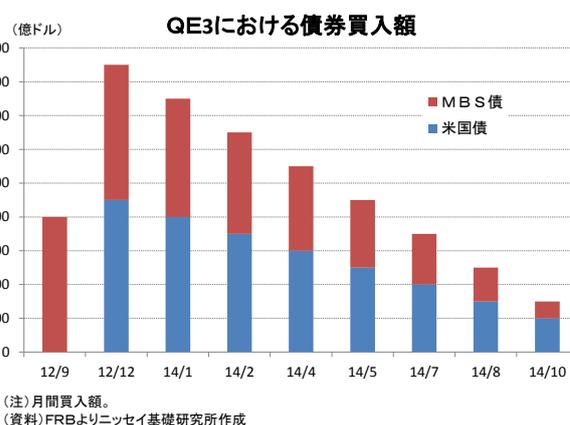
から、12年9月の第3弾(QE3)まで断続的に実施した。QE1は政府機関債(GSE)、不動産担保証券(MBS)、米国債を合計1兆7,250億ドル購入したほか、QE2では米国債を6,000億ドル購入した(図表4)。これらの量的緩和政策では買入期間と合計買入額が事前に提示されていた所に特徴がある。

一方、最後のQE3では、事前に買入合計額は提示されず、毎月の買入額のみが提示された(図表5)。QE3は12年12月以降、米国債450億ドル、MBS債400億ドルの合計850億ドルペースで買入を行っていたが、14年10月の量的緩和政策終了に向けて段階的に買入額の縮小を行った。

もともと、QE3終了後も買入残高を維持する政策が採られているため、保有債券の償還分は再投資されている。

これらの量的緩和政策の結果、FRBのバランスシートは金融危機前の1兆ドルを下回る水準から4.5兆ドルに増加した(前掲図表3)。米国債が、金融危機前の8,000億ドル弱から2兆5,000ドル弱に増加したほか、政府機関・MBS債も残高なしから1兆8,000億ドル程度まで増加した。経済規模(GDP)との比較では、FRBのバランスシートは、金融危機前の1桁台半ばから25%程度に拡大した。

(図表5)



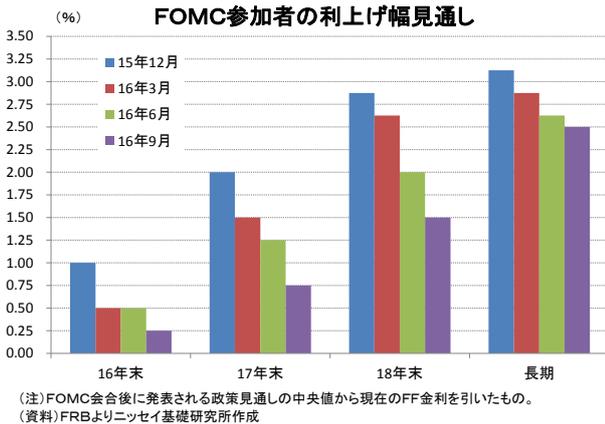
(注)月間買入額。(資料)FRBよりニッセイ基礎研究所作成

<sup>2)</sup> 伝統的な金融政策手段としては、公開市場操作に加え、公定歩合変更、準備率変更がある。

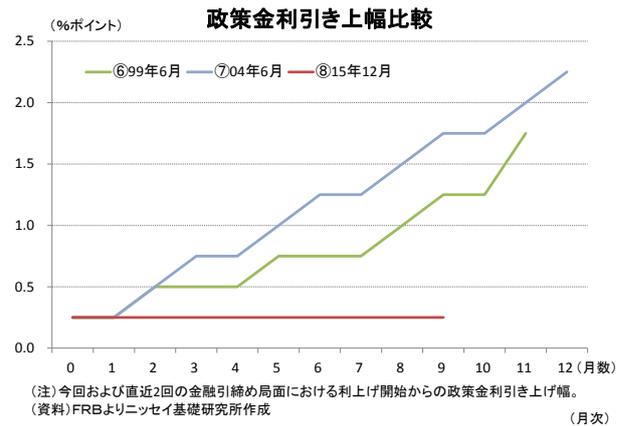
<sup>3)</sup> 厳密には欧州中央銀行や日本銀行が採用するマイナス金利政策によって一段の政策金利を低下させることは可能。



(図表 8)



(図表 9)



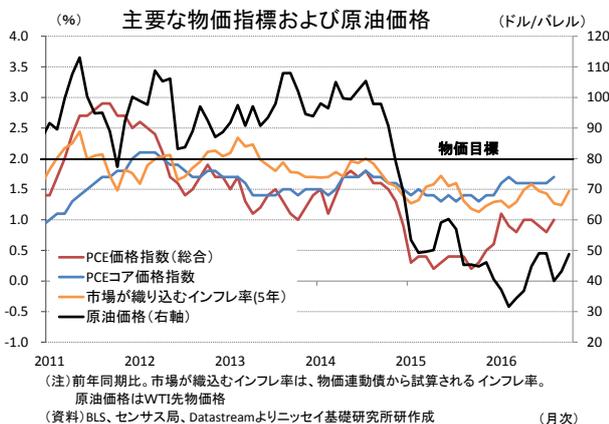
### 3. 金融政策の見通し

#### (1) 政策目標達成状況：物価上昇圧力は限定的で物価目標達成時期は不明

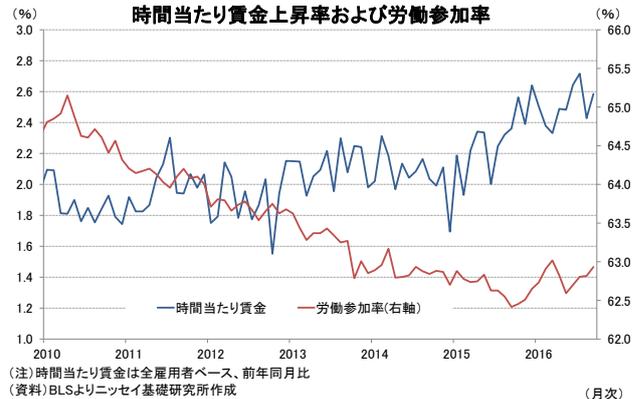
ここで、FRBの政策目標の達成状況を確認したい。FRBは金融政策目標として、「物価の安定」と「雇用の最大化」の2つの目標を掲げている。主要な物価指標をみると、原油相場が16年2月の30ドル割れから足元は50ドル台に持ち直していることもあり、PCE価格指数に加え、市場が織込む期待インフレ率も足元は上昇する兆しがみられている(図表10)。もっとも、FRBの物価目標(PCE価格指数の前年比で2%)を下回っており、FOMC参加者の物価見通しでも物価目標の達成時期は18年末と2年以上先となることが示されている。

一方、労働市場をみると雇用増加が持続しているほか、直近9月の失業率が5.0%とFOMC参加者の16年、および中期目標の4.8%に近い水準となっている(前掲図表6)。さらに、雇用者数の回復が鮮明となった14年以降も低下基調が続いていた労働参加率<sup>4</sup>も、15年夏場以降は回復に転じており、9月は62.9%と昨年の最低値から0.5%ポイント改善した(図表11)。FOMC議事録等からは、労働参加率の解釈を巡って「労働市場の緩み」がどの程度残されているかについて、FOMC委員間で温度差があるようだ。しかしながら、労働市場が完全雇用に近づいているとの評価では一致しているとみられる。このようにみると、「雇用の最大化」は達成が視野に入っているものの、「物価の安定」については達成時期に不透明感が残っていると言える。

(図表 10)



(図表 11)



<sup>4</sup> 生産年齢人口(16歳以上の人口)に対する労働力人口(就業者数と失業者数を合計したもの)の比率。

## (2) 今後の金融政策見通し：信任維持(?)のため、12月利上げを実施

直近9月のFOMC会合では、声明文の景気見通しについて、「短期的な経済見通しに関するリスクがバランスしている」と評価が上方修正されたほか、政策ガイダンスについて、「政策金利引き上げの根拠が強まった」ことが明記された。さらに、会合後の記者会見でイエレン議長が、労働市場の回復が持続する中、新たなリスクが生じない場合には、年内の利上げが適当であると言明したことから、年内追加利上げの可能性が高まった。

また、同会合の議事録では、政策金利の引き上げを主張し政策金利据え置きに反対票を投じた3名のうち、カンザスシティ連銀のジョージ総裁、クリーブランド連銀のメスター総裁ともに反対理由として、労働市場、物価ともに政策目標に近づいている中で、政策金利の引き上げを実施しないことが、これまでの市場との政策コミュニケーションとの整合性において、FRBの信任を低下させる可能性に言及していたことが注目される。両氏ともに、FRBの言行一致を気にしているようだ。今回、イエレン議長が年内利上げを明言したことで言行一致という点で外堀は埋まったとみて良いだろう。

さて、今回の利上げだが、11月会合(1~2日)では、直後の8日に大統領選挙が控えているほか、イエレン議長の記者会見も予定されていないことから、利上げは考え難い。このため、次回利上げは12月となろう。実際、9月会合を受けて金融市場が織込む12月の利上げ確率も、直近(10月20日時点)で57%と高くなっており、12月利上げに向けた環境は整ったと言える(図表12)。

さて、来年以降の金融政策だが、当研究所では、資本市場の安定が持続する前提で6月、12月の年2回の利上げに留まると予想している。利上げ幅が小幅に留まる理由は、自然利子率の低さと、来年の金融政策投票メンバーがよりハト派的な構成になることによる。

イエレン議長は、利上げペースを緩やかに出来る理由として、自然利子率と実際の実質短期金利の水準について言及している。自然利子率とは理論上の金利で、完全雇用の下で経済・物価に対して引締めのにも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準を示す。

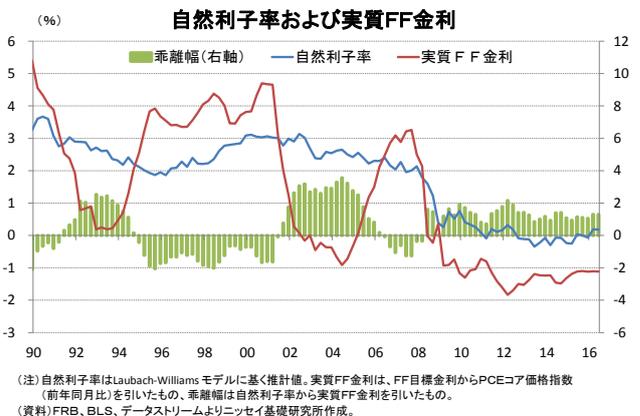
FRBのエコノミストであるLaubach氏とWilliams氏による自然利子率の推計結果と、実質FF金利の推移をみると、自然利子率は金融危機に伴って低下、足元で0.2%とゼロ近傍で推移する一方、実質FF金利は▲1%程度となっている(図表13)。

金融政策による景気刺激効果は、実質FF金利が自然利子率より低い程大きくなる。現状1%弱程度の乖離があり、金融政策は景気刺激的となっていることが分かる。一方、自然利子率がゼロ近

(図表12)



(図表13)



傍に留まっている要因として、技術革新の停滞や人口動態などの要因が指摘<sup>5</sup>されており、世界的に自然利子率が低下する中で、今後も自然利子率が大幅な増加に転じる可能性は低いとみられる。FRBは、物価目標の達成時期も睨み、当面金融政策を景気刺激的にする必要があるため、FF金利の引き上げ余地は限定的とみられる。

また、金融政策の決定権を持つ委員構成は、来年によりハト派的になることが見込まれる。米金融政策は、連銀理事5名<sup>6</sup>と地区連銀総裁5名の合計10名の投票で決まる(図表14)。このうち、ニューヨーク連銀のダドリー総裁はFRB副議長を兼務しており、固定メンバーとなっている一方、残り4人の地区連銀総裁は1年毎に持ち回りで交代する仕組みとなっている。

ブルームバーグは、各委員の発言や過去の金融政策に関する投票行動などから、各委員の政策スタンス評価を行っている。これをみると、連銀理事は中立からハト派が多い一方、ダドリー総裁を除く地区連銀総裁4人のうち3人はタカ派とタカ派が多かったことが分かる。実際、9月のFOMC会合で反対票を投じた3名は、全員が地区連銀総裁であった。

一方、来年の新メンバーをみると、極端なハト派やタカ派がおらず、タカ派とハト派それぞれ2名ずつと人数が拮抗しており、今年に比べるとハト派の割合が増えることが予想されている。このため、来年の追加利上げ判断はより慎重になることが見込まれる。

このように考えると、17年の政策金利引き上げペースも緩やかに留まることが予想され、政策金利引き上げに伴う米経済への影響は限定的となる。

(図表 14)  
FOMC投票メンバー(16年→17年)

		氏名	現役職	政策スタンス 【-2(ハト派) ~+2(タカ派)】
1	連 銀 理 事	ジャネット・イエレン	FRB議長	-1
2		スタンレー・フィッシャー	FRB副議長	0
3		ラエル・プレイナー		-2
4		ジェローム・パウエル		0
5		ダニエル・タルーロ	連邦金融機関 検査協議会議長兼任	-1
6	地 区 連 銀 総 裁	ウィリアム・ダドリー	NY連銀総裁 FRB副議長	-1
7		ロレッタ・メッサー	クリーブランド連銀総裁	1
8		エリック・ローゼングレン	ボストン連銀総裁	1
9		ジェームズ・ブラッド	セントルイス連銀総裁	-2
10		エスター・ジョージ	カンザスシティ連銀総裁	2



17年に変更

7	地 区 連 銀 総 裁	パトリック・ハーカー	フィラデルフィア連銀総裁	1
8		ニール・カシュカリ	ミネアポリス連銀総裁	-1
9		ロバート・カプラン	ダラス連銀総裁	1
10		チャールズ・エバンズ	シカゴ連銀総裁	-1

(注)政策スタンスは各委員の発言などを元にブルームバーグ社のエコノミストが評価したもの。  
(資料)FRBホームページ、ブルームバーグ等からニッセイ基礎研究所作成。

<sup>5</sup> 10月17日にフィッシャー副議長は、低金利の原因と示唆について講演を行った。

<sup>6</sup> 本来は7名だが、現在は2名欠員が生じている。

(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證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もありません。