

FOMC 参加者が FF 金利のゴールを引き下げ

FOMC 参加者が FF 金利の長期均衡水準を引き下げたため、米国のイールドカーブ全体に押し下げ圧力。逆に、当面の FF 金利想定はやや上方修正も、同時に参加者見通しの分布が広がっており、労働市場に質的なスラックが大きく残る下では、FOMC 参加者自身が妥当な利上げペースを見極め難い状況を示唆。足元のコア CPI 上昇率の高まりはノイズの影響が大きいいため、FOMC 参加者はインフレ見通しを据え置き。

6 月 FOMC は資産買入の減額を継続

6 月 17～18 日に Fed は 2014 年 4 回目の FOMC を開催した。金融政策運営は大方の予想通りであり、昨年 12 月から開始した資産買入縮小 (Tapering) の継続と 3 月に変更したフォワードガイダンスの据え置きを決めている。毎月の資産買入額は追加的に 100 億ドル減額され、350 億ドルとなった。なお、イエレン FRB 議長は記者会見で、年内に出口戦略の詳細を示す方針及び出口戦略の一要素である償還資金の再投資について見直している点に言及した。

FOMC 参加者の想定する FF 金利の長期均衡水準が低下し、イールドカーブを押し下げ

同時に公表された FOMC 参加者の経済・物価及び金利見通し (SEP: Summary of Economic Projections) では、幾つかの変更があった。最も注目されるのは、FF 金利の長期均衡水準 (Longer-run) の引き下げだろう。前回 3 月 SEP では、8 名が 4% と回答し最多だったが、今回 6 月 SEP では 3.75% が 7 名で最多へ変わり、平均値は 3 月 SEP の 3.88% が 6 月 SEP では 3.78% へ低下した。こうした変更は成長率の長期均衡水準が中心レンジ¹で見て 3 月の 2.2～2.3% から 6 月は 2.1～2.3% へ引き下げられたことに対応している。FF 金利の長期均衡水準の引き下げは、短期金利のみならず長期金利の上昇目途も押し下げるため、イールドカーブ全体に対して下押し圧力として作用する。故に、18 日の米国市場では、10 年債利回りが 2.6% 台から 2.5% 台へ大きく低下した。

FF 金利パス見通しは若干引き上げも、同時に不透明性が高まる

長期均衡水準の引き下げとは逆に、当面の FF 金利パス見通しは若干引き上げられた。FOMC 参加者見通しの平均で見ると、2015 年末が 3 月 SEP の 1.13% から 6 月 SEP では 1.20% へ、2016 年は 2.42% から 2.53% へ、共に 0.1%Pt 程度の引き上げである。分布を見ると、2015 年末について 3 月 SEP では 1% が 5 名と最多だったが、6 月 SEP では 1% と 1.25% が 3 名で並んでいる。2016 年末は 3 月 SEP では 2% が 3 名で最多だったが、6 月 SEP では 2% から 3% の間に広く分布している。

2014 年 6 月 FOMC 参加者の見通し (SEP)

1. 経済・物価・金利見通し					
(%)	2014	2015	2016	Longer run	
成長率	2.1 2.3	3.0 3.2	2.5 3.0	2.1	2.3
前回見通し	2.8 3.0	3.0 3.2	2.5 3.0	2.2	2.3
失業率	6.0 6.1	5.4 5.7	5.1 5.5	5.2	5.5
前回見通し	6.1 6.3	5.6 5.9	5.2 5.6	5.2	5.6
PCEデフレーター	1.5 1.7	1.5 2.0	1.6 2.0	2.0	2.0
前回見通し	1.5 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.5 1.6	1.6 2.0	1.7 2.0	-	-
前回見通し	1.4 1.6	1.7 2.0	1.8 2.0	-	-
年末時点のFF金利	0.30	1.20	2.53	3.78	
前回見通し	0.30	1.13	2.42	3.88	

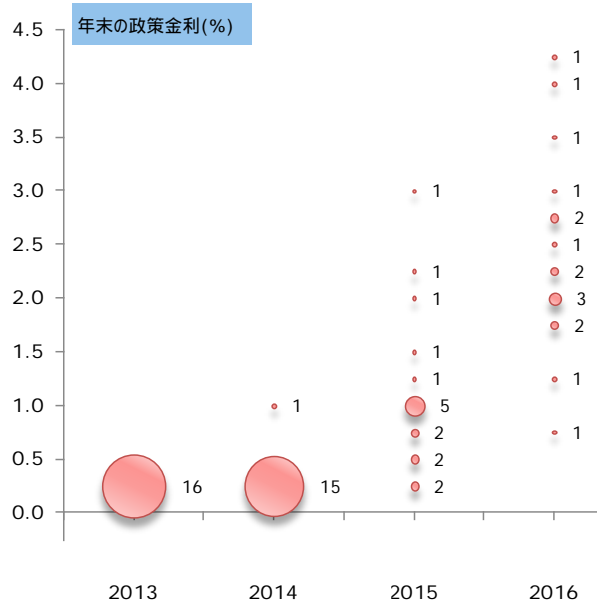
(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し			
(人)	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	12	3
前回見通し	1	13	2

(出所) FRB

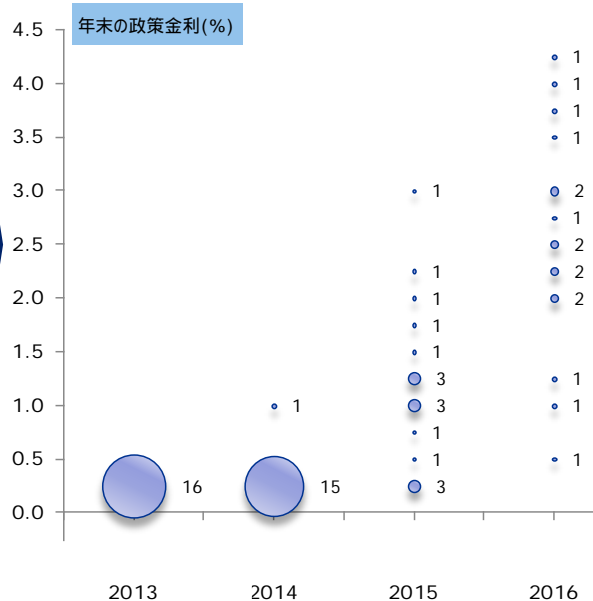
¹ 中心レンジでは、上下それぞれ 3 名が除かれている。

適切な金融引き締めペース（3月時点）



(出所) FRB

適切な金融引き締めペース（6月時点）



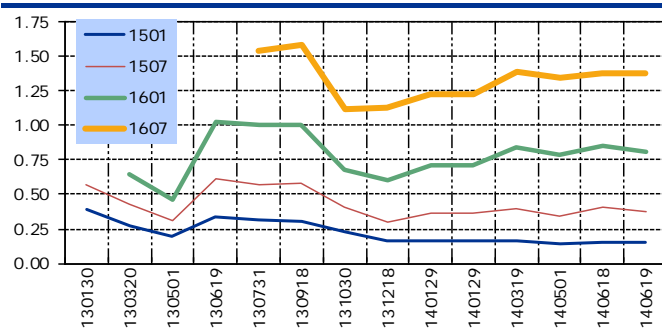
(出所) FRB

こうした FF 金利パス見通しの変化は、利上げ開始時期の前倒しというよりも、利上げペースが前回想定よりやや加速する可能性を示唆するものである。そもそも、3月 SEP の最多見通しによって示されていた1年で1%Ptの利上げ（2015 年末 1.0% 2016 年末 2.0%）はあまりにも緩やかなペースであり、FOMC 参加者が金融政策のメカニズムを再検討する中で、6月 SEP で幾分現実的なペースへ修正されたのだと考えられる。ただ、必要となる利上げペースに関しては FOMC 参加者の間で意見が大きく分かれており、金利見通しの分布が広範囲に及んでいる。これは、労働市場に失業率のみからは把握できない大きな質的スラックが存在する下で、労働市場のタイト化が賃金上昇を通じてインフレ率の上昇へ繋がる度合いの把握が難しく、故に必要となる利上げのペースも見極め難いためである。なお、FOMC 後に FF 金利先物は大きく変動しておらず、市場参加者は金利パス見通しの平均値の上方修正よりも、分布の広がりによる不透明性の高まりの方を重視した模様である。

出口戦略における利上げは一定ペースが望ましい

しかし、必要となる利上げペースを見極め難いからと言って、超金融緩和状態から中立を目指して金利を引き上げる出口戦略において、FOMC毎に利上げペースを大きく変更するのは現実的な選択ではない。現在行われているTaperingと同様に、経済物価動向に左右されると言う建前は示しつつも、実際には一定のペースで政策変更を進めるとというのが、金融市場の不安定化を回避する上で、現実的かつ妥当な政策運営であろう²。そう考えると、FOMCは利上げ開始後に利上げペースを見極めるよりも、一定ペースでの利上げを確信できる時まで利上げを待つ可能性が高い。

FF金利先物の推移 (%) 横軸は各FOMC



(出所) Bloomberg

² もちろん、金利水準が中立水準に近い場合には小刻みな変更が妥当となりうる。

2015 年の投票権者構成はハト派が多い

利上げ開始のタイミングを考える上では、2015 年の FOMC 投票権者構成も考慮する必要がある。

地区連銀総裁の投票権者は、毎年輪番で変わるが、2014 年がタカ派の多い年である一方、多くが利上げ開始を想定する 2015 年はハト派が優勢な年に当たる。新しく加わったフィッシャーFRB副議長やブレイナード理事の見解を見極める必要があるが³、2015 年の投票権者構成は早いタイミングでの利上げには繋がりにくいと考えられる。

FOMCメンバー及び投票権

	2014	FOMCでの投票権		スタンス	任期等
		2014年	2015年		
理事	イエレン議長			ハト派	
	フィッシャー副議長			金融不均衡重視?	副議長承認(6/12)
	ブレイナード理事			?	上院承認(6/12)
	(ラスキン理事 後任未定)	-	-	-	退任(3/13)
	パウエル理事			バーナンキ議長追随	上院再任承認(6/12)
地区連銀総裁	タルーロ理事			バーナンキ議長追随	
	(スタイン理事 後任未定)	-	-	-	退任(5/28)
	NY連銀ダドリー総裁			ハト派,FOMC副議長	
	ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁			ハト派	
	シカゴ連銀エバンス総裁			ハト派	
	サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁			ハト派	
	ボストン連銀ローゼングレン総裁			ハト派	
	アトランタ連銀ロックハート総裁			中間派	
	クリーブランド連銀メスター総裁			中間派?	6月1日就任
	セントルイス連銀ブラード総裁			タカ派	
	フィラデルフィア連銀プロッサー総裁			タカ派	
	リッチモンド連銀ラッカー総裁			タカ派	
	カンザスシティ連銀ジョージ総裁			タカ派	
	ダラス連銀フィッシャー総裁			タカ派	

(資料) Federal Reserve Board 資料等より作成。

2015 年後半に利上げを開始した後、SEP 想定より幾分早いペースでの利上げを予想

以上を踏まえ、当社では、FOMC が 2015 年後半まで利上げ開始を待った上で、一旦利上げを開始した後は現在 SEP が示しているよりも幾分早いペースで利上げを行うと予想する。早いペースでの利上げは、金融市場の不均衡に対する懸念の高まりとも整合的であろう。Fed は利上げ開始までは、金融市場の不均衡に対しては金融規制を割り当て、金融政策を割り当てはしない。しかし、米国経済が利上げに耐えうると判断した後は、金融規制に加えて、金融政策も金融市場の不均衡に対して振り向ける。

2014 年 GDP 見通しや失業率見通しの引き下げは重要ではない

上述した金利見通しの修正以外にも、SEPには幾つかの変化が見られた。成長率見通し⁴は、寒波に伴う 2014 年 1～3 月期のマイナス成長を反映し、2014 年が 3 月SEPの 2.8～3.0%から 6 月SEPで 2.1～2.3%へ引き下げられた。但し、当面の景気見通しについてFOMCが弱気となった訳ではなく、2015 年の成長率見通しは 3.0～3.2%、2016 年も 2.5～3.0%で変わっていない。これは、公表文 (Statement) における景気認識の上方修正などからも確認できる (景気認識の変更点は末尾の表を参照)。

一方、失業率見通しは 5 月時点で既に 6.3%まで低下した実績を反映し、2014 年が 6.0～6.1%(3 月 SEP6.1～6.3%)へ、2015 年は 5.4～5.7% (同 5.6～5.9%)、2016 年 5.1～5.5% (同 5.2～5.6%)へ修正されている。成長率見通しが据え置かれているため、失業率見通しの引き下げは雇用者増加ペース想定ではなく労働力率想定の変更に伴うものである。また、後述するようにインフレ見通しも概ね据え置かれている点から考えれば、失業率見通しの引き下げはあくまでも形式的な修正であり、長期失業やパートタイム労働者、労働者の労働市場への参加意欲など質的な部分まで勘案した労働需給の逼迫度合いに関する見通しの変更を意味してはいない。従って、2014 年成長率見通しの引き下げや 2014～2016 年の失業率見通しの引き下げは金融政策を考える上で重要ではない。

³ クリーブランド連銀のメスター総裁も加わった。但し、投票権の輪番は 2014 年であり、2015 年は投票権を有さない。

⁴ 各年の最終四半期の前年比。

FOMC 参加者はインフレ見通しを基本的に据え置き次にインフレ見通しをみると、現在の食料価格の上昇などを受けて、PCE デフレーター見通しが 2014 年に関して 3 月 SEP の 1.5~1.6% から 6 月 SEP では 1.5~1.7% へ若干レンジ上限が引き上げられた。但し、コア PCE デフレーター見通しは 3 月 SEP の 1.4~1.6% に対し、6 月 SEP は 1.5~1.6% であり、レンジは狭くなったが上限は変わっておらず、FOMC 参加者はインフレ圧力が従来想定より強まったとは認識していない。

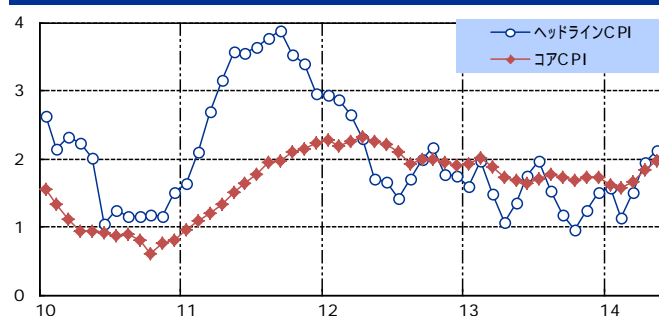
足元の CPI 上昇はノイズに過ぎない

5 月にコア CPI が前月比 0.3% 上昇、前年比は 1.8% から 2.0% へ高まったため、インフレ圧力が足元で強まりつつあるように見える。但し、実際にはイエレン議長が、記者会見で 5 月の CPI を「高め (high side)」と認めつつ、「雑音が含まれている (noisy)」と指摘したように、CPI をもって基調的なインフレ圧力の強まりとは (少なくとも現時点で) 認識すべきではないだろう。

コア CPI をカテゴリー別に見ると、5 月の上昇ペースの急加速はサービス価格がもたらしているが、サービスの中でも住居と医療サービス、輸送サービスに上昇が集中している。このうち、住居を押し上げている家賃の上昇率の緩やかな高まりは、FOMC 見通しとも整合的だが、他は特殊要因もしくは一時的な要因である可能性が高い。医療サービスは、広く指摘されているように財政支出削減により 2013 年に伸びが押し下げられた裏に過ぎず、また輸送サービスを押し上げている公共交通 (主として航空運賃) と自動車保険料は一時的な動きに過ぎないと考えられる。

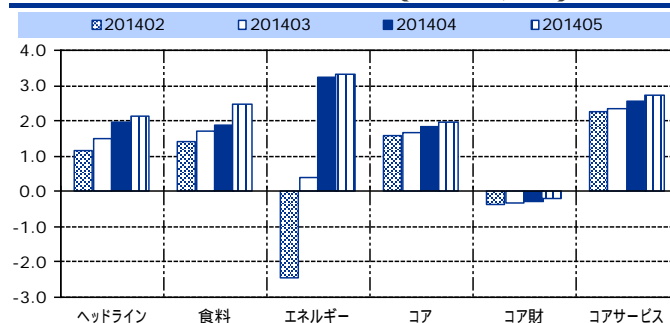
こうしたインフレ動向に関する分析を背景として、FOMC 参加者によるコア PCE デフレーター見通しは 2014 年のみならず、2015 年及び 2016 年も概ね据え置かれたのだと推測できる。なお、厳密にはコア PCE デフレーター見通しは 2015 年が 3 月 SEP の 1.7~2.0% から 6 月 SEP は 1.6~2.0% へ、2016 年も 1.8~2.0% が 1.7~2.0% へとレンジの下限が僅かに引き下げられた。既に述べたように、金利パス見通しは幾分引き上げられたが、その理由は FOMC 参加者がインフレ懸念を強めたためではない。

CPI のヘッドラインとコア (前年比、%)



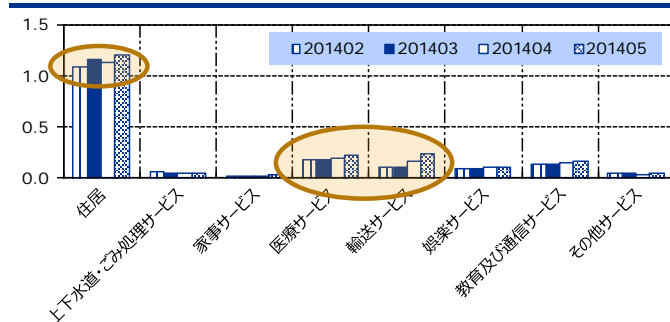
(出所) US BLS

CPI のカテゴリー別推移 (前年比、%)



(出所) US BLS

コアサービスの推移 (表記はコアCPIに対する前年比寄与度、% Pt)



(出所) US BLS

FOMCステートメントにおける景気認識の変更点

	4月	6月
景気の現状判断	<p>[G]rowth in economic activity has picked up recently, after having slowed sharply during the winter in part because of adverse weather conditions.</p> <p>Labor market indicators were mixed but on balance showed further improvement. The unemployment rate, however, remains elevated.</p> <p>Household spending appears to be rising more quickly. Business fixed investment edged down, while the recovery in the housing sector remained slow.</p> <p>Fiscal policy is restraining economic growth, although the extent of restraint is diminishing.</p> <p>悪天候の影響もあり冬場に急速に鈍化した後、経済活動の拡大ペースは最近に上向いた。</p> <p>労働市場の指標はまちまちだが、全体として一層の改善を示した。しかしながら失業率は依然高止まりしている。</p> <p>家計支出は、更に急速に拡大した模様である。企業の設備投資はじりじりと鈍化し、住宅部門の回復は鈍いままである。</p> <p>その度合いは小さくなってきているが、財政政策は経済成長を抑制している。</p>	<p>[G]rowth in economic activity has rebounded in recent months.</p> <p>Labor market indicators generally showed further improvement. The unemployment rate, though lower, remains elevated.</p> <p>Household spending appears to be rising moderately and business fixed investment resumed its advance, while the recovery in the housing sector remained slow.</p> <p>Fiscal policy is restraining economic growth, although the extent of restraint is diminishing.</p> <p>経済活動は最近リバウンドした。</p> <p>労働市場の指標は、概して、一層の改善を示した。失業率はさらに低下したが、依然高止まりしている。</p> <p>家計支出は緩やかに増加した模様であり、企業の設備投資は再び拡大したが、住宅部門の回復は鈍いままである。</p> <p>その度合いは小さくなってきているが、財政政策は経済成長を抑制している。</p>
景気見通し	<p>The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will continue to improve gradually, moving toward those the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for the economy and the labor market as nearly balanced.</p> <p>適切な金融政策の緩和により、経済活動が緩やかなペースで拡大、労働市場の状況は徐々に改善し、FOMCがデュアル・マンドートに合致すると見做す状態へ向かうと予測している。委員会は経済見通し及び労働市場におけるリスクはほぼバランスしていると考えている。</p>	<p>The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will continue to improve gradually, moving toward those the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for the economy and the labor market as nearly balanced.</p> <p>適切な金融政策の緩和により、経済活動が緩やかなペースで拡大、労働市場の状況は徐々に改善し、FOMCがデュアル・マンドートに合致すると見做す状態へ向かうと予測している。委員会は経済見通し及び労働市場におけるリスクはほぼバランスしていると考えている。</p>
インフレ判断	<p>Inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレ率は委員会の長期的な目標を下回っているが、長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレ率は委員会の長期的な目標を下回っているが、長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>
インフレ見通し	<p>The Committee recognizes that inflation persistently below its 2 percent objective could pose risks to economic performance, and it is monitoring inflation developments carefully for evidence that inflation will move back toward its objective over the medium term.</p> <p>委員会はインフレ率が目標の2%を恒常的に下回っていることが経済成長にとってリスクになり得ると認識しており、中期的にはインフレ率が目標に向かって戻るという根拠を求めて物価上昇の動向を注意深く見守っている。</p>	<p>The Committee recognizes that inflation persistently below its 2 percent objective could pose risks to economic performance, and it is monitoring inflation developments carefully for evidence that inflation will move back toward its objective over the medium term.</p> <p>委員会はインフレ率が目標の2%を恒常的に下回っていることが経済成長にとってリスクになり得ると認識しており、中期的にはインフレ率が目標に向かって戻るという根拠を求めて物価上昇の動向を注意深く見守っている。</p>

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。