

FRB の金融政策の方向性をどう見るか

要 旨

・1月28日のFOMC以降、FRBの利上げの可能性についての議論が活発化してきた。90年代における本格的利上げの発端は二回あった。その二つの時点との比較という観点から現時点をみると、主要経済指標からみた利上げ環境は、景気の着実な拡大により整いつつあるものの、やや未成熟である。

・今後FRBは、雇用統計やコア消費者物価上昇率を中心とした経済指標を丹念に観察しつつ、FOMC声明文で示す認識を修正する等の方法で、利上げの根拠を徐々に整備していくであろう。

FOMC声明文にみられるFRBの認識変化

FRBは1月28日のFOMC（連邦公開市場委員会）の声明文で、2003年8月12日以降四回のFOMC声明文に記載されていた「緩和的な金融政策がかなりの期間にわたり維持されるであろう」という表現を削除した。それに代わって、「緩和的な金融政策を解除することについて忍耐強くいられるであろう」という表現が入れられた（表1）。

声明文に記されている情勢判断は、FRBが特にどの経済指標に注目しているか、そしてその指標についてどう認識しているかを示している。

ここ数ヶ月の間、生産は順調に拡大してきた。そして雇用は緩やかに改善方向に向かってきた。但し、1月28日の時点での雇用に関する認識はやや曖昧な表現であり、雇用は改善しているということに関しての、FRBのためらいが読み取れる。また食料・エネルギーを除いたコア消費者物価上昇率は抑制されており、低水準で推移すると見込まれている。

一方リスク判断についてであるが、2003年5月6日以降の「インフレ率が低下する可能性は高まる可能性を上回る」という判断は、12月9日に「インフレ率が低下する可能性は高まる可

表1 FOMC声明文の内容

		2003年10月28日	2003年12月9日	2004年1月28日
FFレート誘導水準		据え置き（1.00%）	据え置き（1.00%）	据え置き（1.00%）
情勢判断		消費は底堅く、雇用も安定しつつある。企業の価格支配力とコア消費者物価上昇率は、抑制されている。	生産が活発に拡大しており、労働市場は緩やかに改善しているようだ。コア消費者物価上昇率は抑制されており、低水準で推移すると見込まれる。	生産が活発に拡大しており、新規雇用は抑制されているが、一部の指標は労働市場の改善を示唆している。コア消費者物価上昇率は抑制されており、低水準で推移すると見込まれる。
リスク判断	持続的経済成長達成に関するリスク(今後数四半期)	上振れリスク=下振れリスク	同左	同左
	物価安定に関するリスク	インフレ率が高まる可能性<インフレ率が低下する可能性	インフレ率が高まる可能性=インフレ率が低下する可能性	同左
今後の金融政策に関する表現		インフレ率低下への懸念が支配的になりそうである。この状況のもとでは、緩和的な金融政策がかなりの期間にわたり維持されるであろう。	インフレ率はかなり低く、需給が緩和しているため、緩和的な金融政策がかなりの期間にわたり維持されるであろう。	インフレ率はかなり低く、需給が緩和しているため、緩和的な金融政策を解除することについて忍耐強くいられるであろう。

資料：FRB Press Release より農中総研作成

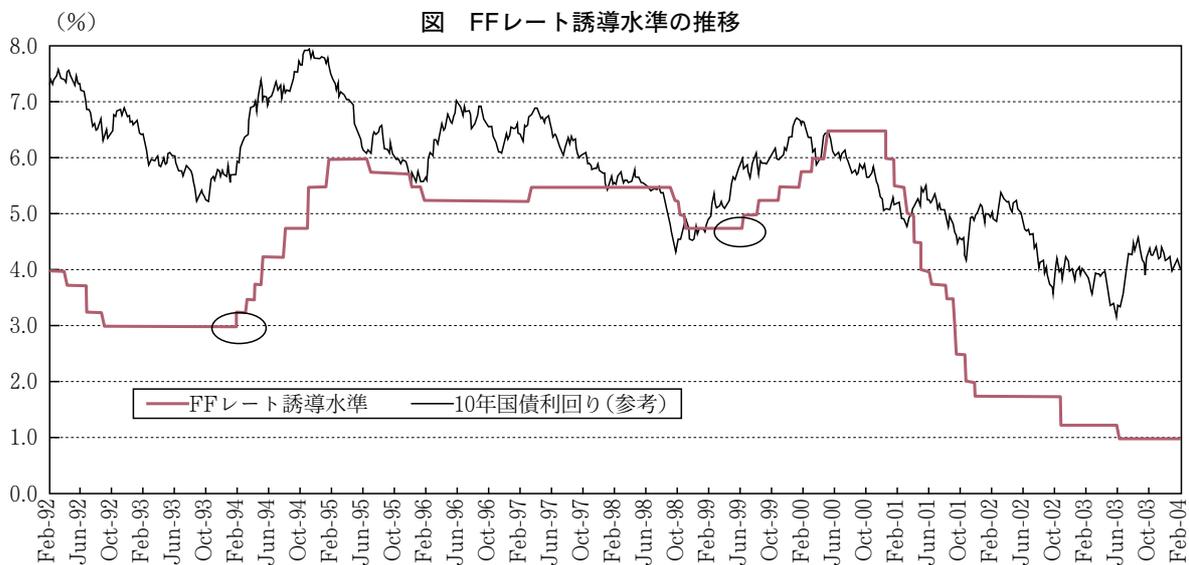
能性とほぼ等しい」に変更となった。

このようにFRBは、FOMCの都度、情勢判断やリスク判断を徐々に修正している。そして1月28日のFOMCの後には、FRBがいよいよ利上げの地固めに入ったという見方もでてきた。一方で、この文言修正は金融政策の自由度・裁量性を確保したことを意味しているに過ぎず利上げは時期尚早、という見方もある。このように、FRBの利上げの可能性に関する議論が活発化してきた。そこで利上げ環境がどの程度整っているのかを考える参考のために、FRBが注目して

いる指標を中心に、直近の水準を過去の利上げへの転換点における水準と比較してみた。

利上げ環境は整いつつあるがやや未成熟

図は、FFレート誘導水準の推移を示したものである。90年代以降では、FFレートが引下げ後の底から本格的な引き上げに転じたのは、94年2月と99年6月の二回であった。94年2月の利上げは、経済が90年代初頭の後退から立ち直り、IT革命もあり本格的な拡大軌道に乗った時期であった。また99年6月の利上げは、アジア



資料：データストリーム

表2 FFレート誘導水準引き上げ時の経済指標

		過去のFFレート誘導水準引き上げへの転換点				直近	
		1994年2月		1999年6月		2004年1月	
FFレート誘導水準		3.00%→3.25%(+0.25%)		4.75%→5.00%(+0.25%)		1.00%→1.00%(0%)	
各々の時点で公表されている最新の指標		水準	方向	水準	方向	水準	方向
景気	非農業雇用者増加率(前年比:%)	2.5	↗	2.3	↘	0.0	↗
	ISM指数	56.0	↗	54.3	↗	63.6	↗
需給	失業率(%) (矢印は上下逆向き)	6.6	↗	4.2	↗	5.6	↗
	設備稼働率(%)	82.4	↗	82.3	↗	76.2	↗
物価	消費者物価上昇率(前年比:%)	2.5	↘	2.1	↗	1.9	↘
	コア消費者物価上昇率(前年比:%)	2.9	↘	2.1	↘	1.1	↘

資料：米国労働省、FRB、供給管理協会

(注)方向とは、3ヶ月前の水準と比較して上昇・横ばい・低下のいずれの状態かを示したものの。失業率の矢印については、低下が改善、上昇が悪化となるため、矢印の方向を上下逆向きにしている。

経済危機・ロシア経済危機に伴う世界的な株価下落を食い止めるため98年に三回にわたり実施された利下げを、世界経済の安定化を背景に戻すという政策転換であった。

表2によれば、直近の指標が歩んでいる方向性は、景気の順調な回復を受けて、概ね過去二回と同じになっている。しかし多くの指標の水準は、過去二回と比較してかなり低い。つまり主要経済指標からみた利上げを巡る環境は、整いつつあるがまだ未成熟である。その一番の要因は雇用動向である。雇用は増加に転じたものの、その回復力はまだ十分とはいえない。11月の大統領選挙を控え、FRBとしても利上げが雇用回復の芽を摘むようなことだけは、避けたいところである。次に物価動向である。1月の消費者物価上昇率は、食料・エネルギー価格の上昇を主因に季調済前月比で0.5%上昇、前年比1.9%上昇であり、前月比の上昇率が比較的高かったことから、FRBの利上げが近づいたとみる向きもあった。しかし1月のコア消費者物価上昇率は前年比1.1%で引き続き上向き気配がみられず、利上げの材料としてはまだ力不足の感がある。

FRBは今後のFOMC声明文等で利上げの根拠を徐々に整備

ここ数年の米国経済の特徴は、金利低下あるいは低金利持続が住宅投資や個人消費を活発化させるという、金利感応度の高さであった。個人債務の大幅な積み上がりもあり、今後金利が上昇した場合の経済にとっての負担感は、これまでにないほど高くなっている。そのことと関

連があると思われるが、株式・債券市場は利上げに関する情報に敏感に反応している。1月28日のFOMC声明文で「緩和的な金融政策がかなりの期間にわたり維持されるであろう」という表現が変更されたという一見些細なことさえ、限定的とはいえ長期金利を上昇させ株価を下落させた。そしてその影響はグローバルなものとなり、中国などエマージング・マーケットでも株価の下落がみられた。

但しこれを逆にいうと、FRBは金融政策の自由度を束縛する表現を微妙に修正する形で消したが、そのマーケットへの影響を限定的なものにとどめることに成功し、当面の難局をうまく切り抜けたといえるであろう。

こう考えるとFRBは、仮に利上げした際に、それがマーケットから意外感・唐突感をもって受け止められることがないように配慮すること、つまりマーケットへの影響を最小限に抑えることを重視するであろう。つまりFRBは、雇用情勢やコア消費者物価上昇率を中心とした経済指標を丹念に観察しながら、FOMC声明分でリスク判断や今後の金融政策に関する表現を微調整したり、要人がメッセージを発するという方法で、利上げの根拠を徐々に整備していくと思われる。グリーンSPAN議長は2月11、12日の議会証言で、FFレートがより中立的な方向に上昇すると指摘しつつ、当面は現行の超低金利を維持するという考えを明らかにした。次回3月16日のFOMCで、FRBがどのような認識を示すのかが注目される。

(永井 敏彦)