海外経済金融

12 月 FOMC での利上げが決定

～今後のインフレ動向と利上げペースに注目～

趙　玉亮

12 月 15～16 日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるフェデラルファンドレート(FF 金利)の誘導水準を「0～0.25%」から「0.25～0.5%」に引き上げ、2008 年 12 月から始めた実質ゼロ金利政策を解除した。

金融危機やそれが引き起こした大不況に対処するため実施されてきた非伝統的金融政策は、経済の順調な回復を背景に正常化が求められている。このため、今回の利上げは、金融政策正常化に向けた第一歩と位置付けられ、経済回復に対して強い自信を示すシグナルとも捉えられる。一方で、7 年に及んだゼロ金利・量的緩和の状態からの利上げへの政策転換は、これまで経験したことがなく、金融市場や実体経済にどのような影響を与えるかについては、不透明感が強いという側面もある。

以下、今回の利上げの背景、今後の注目点などを整理してみたい。

利上げの背景

利上げ開始の背景を見てみよう。まず、9 月 FOMC で懸念が示された国際金融市場が落ち着きを取り戻したほか、世界経済情勢への警戒感が後退するなど、利上げを阻む海外要因は剥落しつつあったことが挙げられる。また、米国の経済成長は底堅く推移しており、10、11 月の雇用統計も市場予想を上回って堅調な結果となるなど、利上げを支持する要因が多く見られた。

一方で、インフレ率は 2%の物価目標を達成していないものの、その多くの部分はエネルギー安や輸入物価の低下など一時的な要因によるものであり、先行きこの要因が剥落すれば、インフレ率は2%の物価目標に向け回復すると連邦準備制度理事会（FRB）は見通している。

金融環境の緩和を維持

FF 金利の誘導水準が 0.25%の幅で引き上げられたのは、市場予想通りの結果である。多くの利上げ条件を達成しているとは言え、新興国の経済減速、資源安やドル高、インフレ目標の未達成などの懸念も抱えている。こうしたなか、FRB は利上げによる市場への影響を軽減させるため、「金融環境の緩和」「緩やかな利上げ」という、これまでの緩和スタンスを大きく変えたわけではないことを強調した。初回の利上げを小幅にとどめ、経済や金融市場への影響を見極めるという姿勢である。

また、金融環境の緩和を維持するため、FF 金利の正常化が軌道に乗るまで、FRB のバランスシートで満期となった国債や不動産担保証券（MBS）の再投資を継続することとし、市場の懸念を払しょくした。

はっきりした利上げの判断材料

今回の利上げは初回に過ぎず、データ次第で次の利上げの有無が判断されるという「FF 金利の正常化」プロセスが始まったのは事実である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

その判断（利下げの可能性も含み）を行う際、FRB が考慮する要因とは何か、声明文の中でははっきりとした。それは①労働市場の状況、②インフレの上昇圧力と見通し、③金融市場と国際情勢、の 3 点である。

FRB 見通しからみる利上げのペース

市場の関心は今後の利上げのペースにある。9 月の経済見通しによると、16 年内には 100bp で 4 回の利上げが予想されていた。それに対し、市場ではより緩やかなペースを予想していた。

今回、発表された経済見通しでは、市場の多くが予測した FF 金利見通しの下方修正は見られなかった（図表 1)。16 年末の FF 金利は 1.375%と、9 月の見通しと変わらなかった。17 年末で 2.375%と、9 月に比べ 0.25 ポイントの下方修正が行われただけである。つまり、16 年内の利上げペースについては、市場と FRB との予想は依然大きなギャップが存在し、今後市場のボラティリティを誘発する要因になる可能性があり、留意する必要がある。

図表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（15年12月時点）

（%）

	2015年	2016年	2017年	長期(longer-run)
実質GDP	2.1 (2.0～2.3)	2.3～2.5 (2.2～2.6)	2.0～2.3 (2.0～2.4)	1.8～2.2 (1.8～2.2)
失 業 率	5.0 (5.0～5.1)	4.6～4.8 (4.7～4.9)	4.6～4.8 (4.7～4.9)	4.8～5.0 (4.9～5.2)
PCE デフレーター	0.4 (0.3～0.5)	1.2～1.7 (1.5～1.8)	1.8～2.0 (1.8～2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.3 (1.3～1.4)	1.5～1.7 (1.5～1.8)	1.7～2.0 (1.8～2.0)	
FFレート 誘導水準	0.375 (0.375)	1.375 (1.375)	2.375 (2.625)	3.5 (3.5)

（資料）FRB資料より作成

（注）メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。GDP、PCEは各年第4四半期の前年比。FFレートはメンバー全員の予想中央値。下段（）は前回見通し。
長期（longer-run）とは、適切な金融政策の下で、経済にさらなる大きなショックがない場合に、収斂すると予測した水準である。
FFレートの誘導水準を0.125%単位に予想の幅を細分化した。

今後の注目点：インフレ動向と利上げのペース

今後利上げのペースはインフレ関連の指標に大きく左右される。そして、インフレ動向次第で、三つのシナリオが考えられる（図表 2)。

図表2 インフレ動向次第の利上げペースのシナリオ

	インフレ動向	利上げのペース	利上げの幅と回数
シナリオ①	一時的な要因の剥落に伴い、2%の物価目標に向けて上昇していく	FRBの見通しに近い	0.25%ごとに、年間4回
シナリオ②	16年初頭にかけて、インフレ率はあまり上昇せず、低調なまま	FRBの見通しより緩やかになり、市場予想に近いペースの利上げ	0.25%で2～3回
シナリオ③	完全雇用を達成しているため、一時的な要因の剥落と同時にインフレ率が急上昇	利上げのペースは加速	年間3回以上、幅も大きく

（資料） 筆者が作成

シナリオ①： 16 年初頭にかけて、ドル高や原油安などインフレを抑制する一時的な要因が剥落すると同時に、インフレ率が少しずつ回復の兆しが見られ、FRB は予想通りのペースで利上げを続けていく。

シナリオ②：一時的な要因が剥落しても、インフレ率が 2%の目標に向け上昇するような確信がなかなか得られず、より緩やかなペースで利上げする。筆者はこのシナリオの可能性が高いと見ている。

シナリオ③：完全雇用を達成するなかで、インフレ率が予想外に急上昇し、利上げのペースを速めせざるを得ない。

金融市場への影響を見極めるのは時期尚早だが、少なくとも今回の利上げについては、織り込み済みで目先の不透明感が払しょくされたため、米株式市場はプラスに受けとめる向きがあり、利上げ当日は一定の上昇を見せた。今後、年 0.5～0.75%程度の緩やかなペースでの利上げであれば、市場に与える影響は基本的に限定的にとどまると予想する。ただし、金融環境のタイト化を意識させる急速な利上げは大きなボラティリティをもたらすため、原油価格やインフレ動向などに注意する必要がある。

（15.12.17 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます