

2015年2月20日

三井住友アセットマネジメント
シニアマネージャー 市川 雅浩

市川レポート (No.15)

FOMC議事要旨から利上げ開始時期を探る

2月18日に、米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨（1月27日、28日開催分）が公表されました。先月のFOMC声明では、①景気と雇用情勢に関する評価が上方修正された、②物価については短期的には低下が見込まれるという文言が加わったが、中期的に2%へ向けて上昇するとの見方が維持された、③緩和解除のタイミングを考慮するなかに「国際情勢」が追加された、④「相当な期間（considerable period）」が削除され、「辛抱強く（patient）」が残ったことなどから、市場関係者の間では総じてタカ派的な内容との評価がみられました。

今回の議事要旨では、これらの変更に至った経緯が明らかになりましたが、それとともに利上げ開始について非常に慎重な議論が行われていることが判明し、FOMC後の声明とはやや雰囲気異なる印象を受けました。市場の評価も一転し、議事要旨はハト派的な内容だったとの声が多く聞かれます。そこで本稿では今回の議事要旨のポイントを簡単に整理した上で、ここから読み取れる手掛かりをもとに、米国の利上げ開始時期を探ってみたいと思います。

国際情勢は利上げを促す状況になく、多くの参加者は長期間ゼロ金利維持に傾く

今回の議事要旨で注目した点は、①「国際情勢」の詳細、②利上げ開始時期の議論、③金融政策の先行きを示すフォワードガイダンスに関する議論です。まず①の国際情勢は、具体的に「ドル高」、「中国の景気減速」、「世界的な物価低下圧力」、「中東とウクライナにおける緊張」、「ギリシャの金融不安定」が挙げられました。そのため国際情勢がこのような状況にある現状、米国があえて利上げを急ぐ必要性はないと思われます。

次に②について、利上げ開始が遅い場合と早い場合のリスクのトレードオフについて議論が交わされました。遅い場合は望ましくないほど高いインフレにつながるリスクが指摘され、早い場合は実体経済と労働市場の回復を鈍化させるリスクが指摘されました。ただこの議論の結果、多くの参加者はフェデラルファンド（FF）金利をより長期にわたり事実上の下限で維持するという考えに傾いたとの認識が示されました。これが今回の議事要旨がハト派的と評された一番のポイントだと思われます。

FOMCメンバーは「利上げはデータ次第」という点を強調したい意向

最後に③は、フォワードガイダンスに関する議論です。議事録では「辛抱強く」を削除した場合、市場の利上げ開始予想時期が過度に狭い範囲になる恐れがあることや、市場が過剰反応する可能性もあることが懸念として示されました。また議事録には、金融引き締め開始時期の決定は経済指標などのデータ次第であることを更に強調できるような市場との対話方法について議論したと記されていました。ここから推測すると、今後のフォワードガイダンスには、「利上げはデータ次第」というFOMCメンバーの意向を強く反映するように一部表現が修正される可能性もあると思われます。

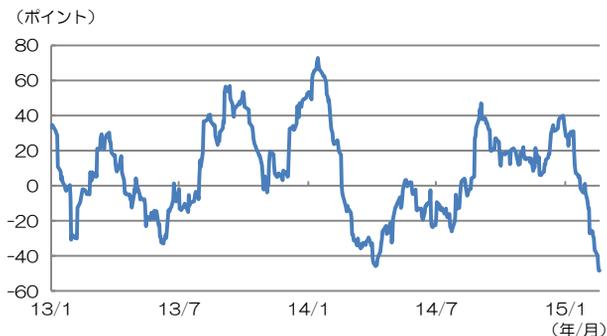
なお現行のFOMC声明でも「利上げはデータ次第」と伝えている箇所があり、具体的には次の通りです。すなわち緩和解除にあたっては「労働市場の状況を示す指標のほか、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融・国際情勢に関するデータなどさまざまな情報を幅広く考慮する」と記述されており、ここが将来的により分かりやすい表現に変わることが考えられます。いずれにせよFOMCメンバーが政策決定にあたって、雇用や物価だけでなく、幅広いデータも考慮するというのであれば、足元の経済指標の動きを広く確認しておく必要があります。

幅広い経済データにも利上げを急ぐ理由はなく、利上げ開始は早くて9月頃を予想

図表1は、米国の主要経済指標の実績と市場予想との乖離を指数化したエコノミック・サプライズ

指数の推移を示していますが、最近の経済指標は予想を下回る場合が多いため、指数はマイナスで推移しています。ちなみに2014年1-3月期も大きなマイナスとなりましたが、同期の実質GDP成長率は前期比年率-2.1%でした。ただ両者の単純比較はできませんし、足元の下押しは天候の影響や在庫積み上がりによる生産調整などを主因とする一過性のものと考えますので、過度に心配する必要はないとみています。しかしながら少なくとも現状は利上げを急ぐ環境にはなく、経済状況をしばらく見極める局面にあると思われます。

【図表1：米国のエコノミック・サプライズ指数】



(注) データ期間は2013年1月2日から2015年2月19日。エコノミック・サプライズ指数はシティグループの算出。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

以上、議事要旨の内容を簡単に整理しましたが、やはり利上げについてはかなり慎重な議論が続いている様子が窺えます。予想される利上げ時期は今年後半とみていますが、早ければ7-9月期の可能性もあります。そのうち7月29日はイエレンFRB議長の記者会見が予定されていませんので、記者会見のある9月17日の方が確率は高いと思われます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了承下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会