

市川レポート (No.37)

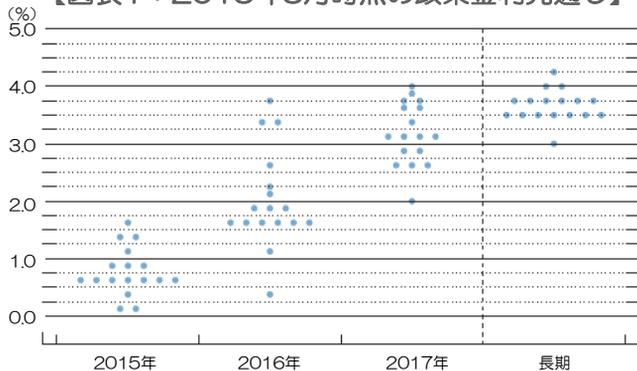
FOMCの政策金利見通しは新たなフォワードガイダンスか

3月17日、18日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、声明から「利上げを開始することに忍耐強く（patient）なれる」という文言が削除されたものの、早期利上げを警戒して金融市場が混乱する事態は回避されました。これは会合の結果が総じてハト派的な内容であったため、特にFOMCメンバーによる政策金利見通しの下方修正は市場の利上げ観測を後退させる大きな材料となりました。そこで今回のレポートではこのメンバーによる見通しが今後、政策金利の先行きを示す新たなフォワードガイダンスになり得るかについて考えてみます。

予想値の分布の中心が低下し、早期利上げ観測が後退

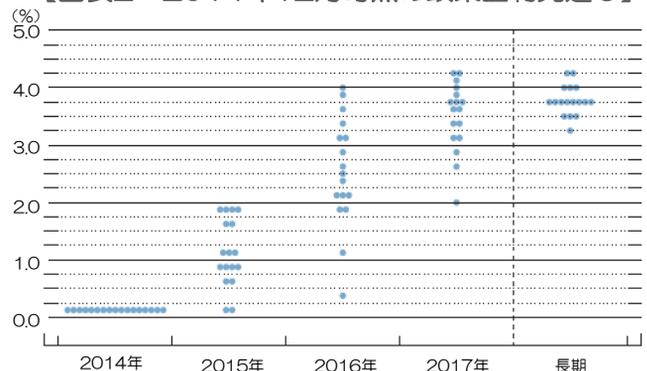
米連邦準備制度理事会（FRB）は毎年3、6、9、12月に、米連邦公開市場委員会（FOMC）でまとめた米国経済と政策金利の見通しを公表していますが、先の会合で注目が集まったのは政策金利の見通しです。この見通しは、FOMCメンバー17名が2015年末、2016年末、2017年末、長期のそれぞれにおいて適切と考えるフェデラルファンド（FF）金利の目標水準を分布図で示したもので、各予想値は「点（ドット）」と呼ばれています。図表1は3月18日時点の政策金利見通しですが、図表2の前回見通し（昨年12月17日時点）と比べてみると、明らかにドットの分布の中心が下がっていることが分かります。そのため市場では、FRBは利上げを急がないとの見方が強まり、早期の利上げ観測が後退しました。結果だけみれば、ドットがフォワードガイダンスの役割を果たしたとみても違和感はありません。

【図表1：2015年3月時点の政策金利見通し】



(注) 2015年3月18日時点の見通し。
(出所) FRBの資料基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：2014年12月時点の政策金利見通し】



(注) 2014年12月17日時点の見通し。
(出所) FRBの資料基に三井住友アセットマネジメント作成

ただし見通しは政策意図を示すものではない

しかしながらイエレンFRB議長は、2014年3月の議長就任後最初の記者会見で、政策意図を示す基本手段はドットではなくなくFOMC声明であり、ドットを深読みすべきではないと明言しています。先週の記者会見でもこの見解を修正する発言はなく、ドットの分布の中心が下方に変化したのは、メンバーによる物価見通しと長期の失業率見通しの引き下げが背景にあると述べています。したがって現時点でドットの分布は、単にメンバーの個人的な予想を示したものに過ぎないという解釈が適切ということになります。

実際に改めて3月のドットをよくみると、分布の幅が非常に広いことが分かります。例えば2016年において、最も低い予想水準は0.375%であり、最も高い予想水準は3.75%であることから、両者に3.375%もの乖離が生じていることとなります。さすがにこれほどの幅が存在すると、ドットを新たなフォワードガイダンスと考えるのは難しいように思われます。参考までにFOMCメンバーの金融政策スタンスを勘案すれば（図表3）、最低水準の予想は市場で最もハト派とみられているシカゴ連銀のエバンス総裁、ボストン連銀のローゼングレン総裁、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁のいずれかによるもので、また最高水準の予想は、同じく最もタカ派とみられるダラス連銀のフィッシャー総裁、リッチモンド連銀のラッカー総裁、カンザスシティ連銀のジョージ総裁のいずれかによるものと考えられます。

【図表3：FOMCメンバーの金融政策スタンス】

区分	メンバー	役職	ハト派	中立	タカ派	備考
常任メンバー	イエレン	議長				
	フィッシャー	副議長				
	タルーロ	理事				
	フレイナード	理事				
	パウエル	理事				
	ランドン	理事				上院の承認待ち。
	(空席)	理事				
メンバー	ダドリー	ニューヨーク連銀総裁				
	エバンス	シカゴ連銀総裁				
	ラッカー	リッチモンド連銀総裁				
	ロックハート	アトランタ連銀総裁				
	ウィリアムズ	サンフランシスコ連銀総裁				
代替メンバー	ブラード	セントルイス連銀総裁				
	ジョージ	カンザスシティ連銀総裁				
	マスター	クリーブランド連銀総裁				
	ローゼングレン	ボストン連銀総裁				
その他	ハーカー	フィラデルフィア連銀総裁				2015年7月1日より。
	フィッシャー	ダラス連銀総裁				2015年3月19日退任。
	コチャラコタ	ミネアポリス連銀総裁				

(注) 太枠で囲まれたメンバーは2015年のFOMCで投票権を持つ。
 (出所) 各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

ドットは今後、活用の余地はあるが課題も多い

以上より、現時点でドットを新たなフォワードガイダンスと位置付けることは困難という判断になりますが、今回のマーケットの反応を見る限り、補助的な手段として活用することについて検討する余地はあるように思われます。しかしながらその場合は少なくともドットの分布の幅を狭めるなどガイダンスとしての改善が必要であり、各メンバーの予想とFOMCとしての意図をどのように調整するか、難しい課題に直面することになると思われます。

- 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、ご了解下さい。

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