

市川レポート (No.34)

FOMCを読み解く

3月17日、18日に米連邦公開市場委員会（FOMC）が開催されました。今回は金融政策の先行きを示すフォワードガイダンスが修正されるか否か、また物価やドル高に対し米連邦準備制度理事会（FRB）がどのような見解を示すのかなど、注目点の多い会合となりました。そこで本レポートでは、①FOMC声明、②FOMCメンバーの経済見通し、③イエレン議長の記者会見について、それぞれ要点を整理し、FOMCから発信されたメッセージを読み解くことによって、利上げ開始時期を探ります。

FOMC声明は「忍耐強く」の文言が削除されたものの、かなりハト派的な内容に

はじめにFOMC声明について解説します。今回フォワードガイダンスが変更され、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ました。ただ同時に、「フォワードガイダンスの変更は、委員会がフェデラルファンド（FF）金利の目標レンジを最初に引き上げるタイミングを決定したことを意味するものではない」との文言を追加し、市場の早期利上げ観測をけん制しました。また声明には、利上げの時期について4月の可能性は依然低いことが明記され、新たなフォワードガイダンスとして「労働市場がさらに改善し、物価上昇率が中期的に2%の目標に戻っていくと合理的に確信（reasonably confident）した場合は、FF金利の目標レンジの引き上げが適切になる」という文章が採用されました。

また景気判断については、「経済成長はやや緩やかになった」との見方が示され、1月の「経済活動は着実なペースで拡大を続けている」から下方修正されました。なお今回は「輸出の伸びは鈍化した」との文言が加わり、ドル高に対する懸念が示唆されました。一方、物価判断については、足元のインフレ指標は依然低水準であるものの、中長期的なインフレ期待は引き続き安定しているとの見方が示され、前回の判断が維持されました。FOMC声明についてまとめますと、今回は「忍耐強く」の文言が削除されたものの、新たなフォワードガイダンスの採用と景気判断の下方修正が行われ、かなりハト派的な内容だったと思われます。

FOMCメンバーは政策金利予想を大幅に引き下げ

次にFOMCメンバーの経済見通しについて解説します。図表1は中心的傾向（上から3つと下から3

の予想値を除外したもの)として示される予想レンジについて、その中心の値を示したのですが、経済成長率と物価上昇率の予想値が総じて前回の12月から下方修正されていることが分かります。なお長期の失業率予想は前回の5.35%から5.1%に引き下げられており、賃金の伸びが鈍い現状、多くのメンバーは失業率(2月は5.5%)にまだ低下余地があるとみていることが窺われます。また適切なFF金利の目標水準についても、予想中央値が2015年末は前回の1.125%から0.625%へ、2016年末は2.5%から1.875%へ、2017年末は3.625%から3.125%へ、それぞれ大幅に低下しました(図表2)。FOMCメンバーの経済見通しで経済成長、インフレ、金利見通しが引き下げられたことを受け、金融市場は「FRBは利上げを急がない」との見方から、株高、ドル安、長期金利低下で反応しました。

【図表1：FOMCメンバーの経済見通し】

	2015年	2016年	2017年	長期
実質GDP成長率	2.5	2.5	2.2	2.15
(前回予想値)	(2.8)	(2.75)	(2.4)	(2.15)
失業率	5.1	5.0	4.95	5.1
(前回予想値)	(5.25)	(5.1)	(5.1)	(5.35)
PEC価格指数	0.7	1.8	1.95	2.0
(前回予想値)	(1.3)	(1.85)	(1.9)	(2.0)
コアPEC価格指数	1.35	1.7	1.9	-
(前回予想値)	(1.65)	(1.85)	(1.9)	-

(注) 見通しは2015年3月時点のもの。前回予想値は2014年12月時点。FOMCメンバー17名が予想した中心的傾向(上から3つと下から3つの予想値を除外したもの)のレンジ中心値。単位は%。失業率を除き前年比の伸び率。PCEは個人消費支出。
(出所) FRB、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

【図表2：FOMCメンバーの政策金利見通し】



(注) データ期間は2013年12月から2017年12月。グラフは2015年末、2016年末、2017年末における適切なFF金利誘導目標の水準について、FOMCメンバー17名が予想した中央値を期間按分して結んだもの。
(出所) FRB、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

イエレン議長、利上げはデータ次第とのメッセージを改めて発信

次にイエレンFRB議長の記者会見です。イエレンFRB議長はドル高について、経済の強さをいづらか反映しているとしながらも、輸出の伸びが鈍化している1つの要因であるとし、少なくとも一時的な物価の押し下げにも寄与しているとの見方を示しました。またフォワードガイダンスの変更は、必ずしも6月の利上げを意味しないものの、その可能性を排除することはできないとし、利上げは経済の進展状況次第で正当化されると述べました。つまりイエレン議長は記者会見を通じて、「利上げはデータ次第で会合ごとに検討を行う」というメッセージを改めて発信したことになります。

FOMC後の市場の利上げ見通しを確認してみると、FF金利先物市場から算出される利上げの確率は

2015年6月が約10%、9月が約38%、12月が約64%と（図表3）、前日17日時点（それぞれ約19%、約55%、約78%）から低下し、利上げ観測が後退しました。今回FRBは「忍耐強く」の文言を削除しましたが、①新たなフォワードガイダンスの採用、②声明での景気判断の下方修正、③FOMCメンバーの経済見通し、④記者会見を通じたメッセージ、これらによって、過度な早期利上げ期待に起因する金融市場の混乱を回避することができたと思われれます。

【図表3：FF金利先物市場が織り込む利上げ確率】

2015年 FOMC	FF金利の水準						利上げ 確率
	0.00~ 0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	
4月29日	100.0%						0.0%
6月17日	90.0%	10.0%					10.0%
7月29日	83.0%	15.6%	1.4%				17.0%
9月17日	61.6%	30.1%	7.6%	0.6%			38.4%
10月28日	54.0%	32.3%	11.7%	1.9%	0.1%		46.0%
12月16日	36.4%	35.0%	21.2%	6.4%	0.9%	0.1%	63.6%

(注)算出日は2015年3月18日時点。利上げ確率は0.5%から1.50%までの各確率の合計。
 (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

引き続き9月に政策変更の可能性が高いと予想

最後に利上げ開始時期について考えます。引き続き利上げ開始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れます。実際に利上げが開始された後でも、利上げのペースはかなり緩やかなものになると予想され、今年については「金利の微調整」という程度になるとみています。

- 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