

リスク評価の議論は依然収束せず 利上げパスも下方修正（3月FOMC）

欧米調査部主席エコノミスト

小野 亮

03-3591-1219

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

- 3月15・16日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）は政策金利を据え置いた。声明文では冒頭、金融市場のショックのなかでも米国経済は耐久性を見せているとの評価が示されている。
- 一方、先行きのリスク評価は今回も示されなかった。リスク評価に対するFOMC内の意見は大きく分かれている。なお、そうした意見の中には上振れリスクも含まれる点に注意が必要だ。
- 今後については、海外リスクが燻り続けており、利上げは容易ではない。FOMC参加者らも、利上げペースと最終着地点を共に下方修正し、従来以上に緩慢な利上げが必要という考えに傾いている。

3月15・16日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）は、政策金利の据え置きを決定した。声明文では、景気・雇用判断が改善しているものの、先行きに対するリスク評価はFOMC内での議論が分かれ、示されないままとなった。FOMC参加者らの政策金利見通しも、12月発表時と比べ下方修正されている。

声明文の冒頭では、「ここ数カ月の国際経済・金融市場の不安定化にもかかわらず、景気は緩やかに拡大している」という景気判断が示された。イエレン連邦準備制度理事会（FRB）議長も、記者会見で「米国経済にはショックに対する耐久性がみられる」と述べている。さらに興味深いのは、各需要動向に関する記述にほとんど変化がないなか、労働市場に関しては、長らく使われてきた「雇用の緩み」（underutilization of labor resources）という単語が消えた点である。前回の声明文には、「幅広い労働指標の動きは、雇用の緩みが一段と低下していることを示している」との指摘があったが、今回は「幅広い労働指標の動きは、労働市場が一段と強まっていることを示している」に変更された。もはや「緩み」という言葉を使うのは不適切なほど、米国の労働市場が完全雇用状態に近いということである。

一方、物価判断でも足元のインフレ率の高まりを確認し、その点では改善がみられるものの、その他の記述に変化はない。

声明文で最も注目されたのは、先行きに対するリスク評価である。前回は、上振れリスクも下振れリスクもないという意味の「リスクは均衡している」との評価に替わって、「国際経済・金融市場の動向を注視し、労働市場と物価、及び見通し上のリスクへの示唆を査定する」姿勢が示された。リス

ク評価を下すには不透明感が強いことが背景にあった。

ここ1か月の金融市場の反発や、製造業ISM指数や雇用統計の持ち直しなどにより、今回の声明文では「リスクは均衡している」との評価が復活するのではないかとみられていた。しかしふたを開けてみれば、FOMCとしての定まったリスク評価は示せないままとなった。声明文では、「国際経済・金融市場の動向はリスクをもたらし続けている」との文言が示されるにとどまった。イエレン議長によれば、リスクが均衡していると考える参加者がいた一方で、下振れリスクがあると考える参加者もあり、議論は収束していない。

先行き不透明感が高いという点では前回と同じだが、注意を要する点もある。1つは、イエレン議長が上振れリスクに言及した点である。イエレン議長は「上向き及び下向きの両方のリスクを指摘することができる」と述べている。中国、ユーロ圏、及び日本などにおいて景気刺激策が採られているほか、原油価格の反発によってエネルギー関連企業の財務上の懸念や、産油国が直面しているストレスが和らぐとみられるためである。

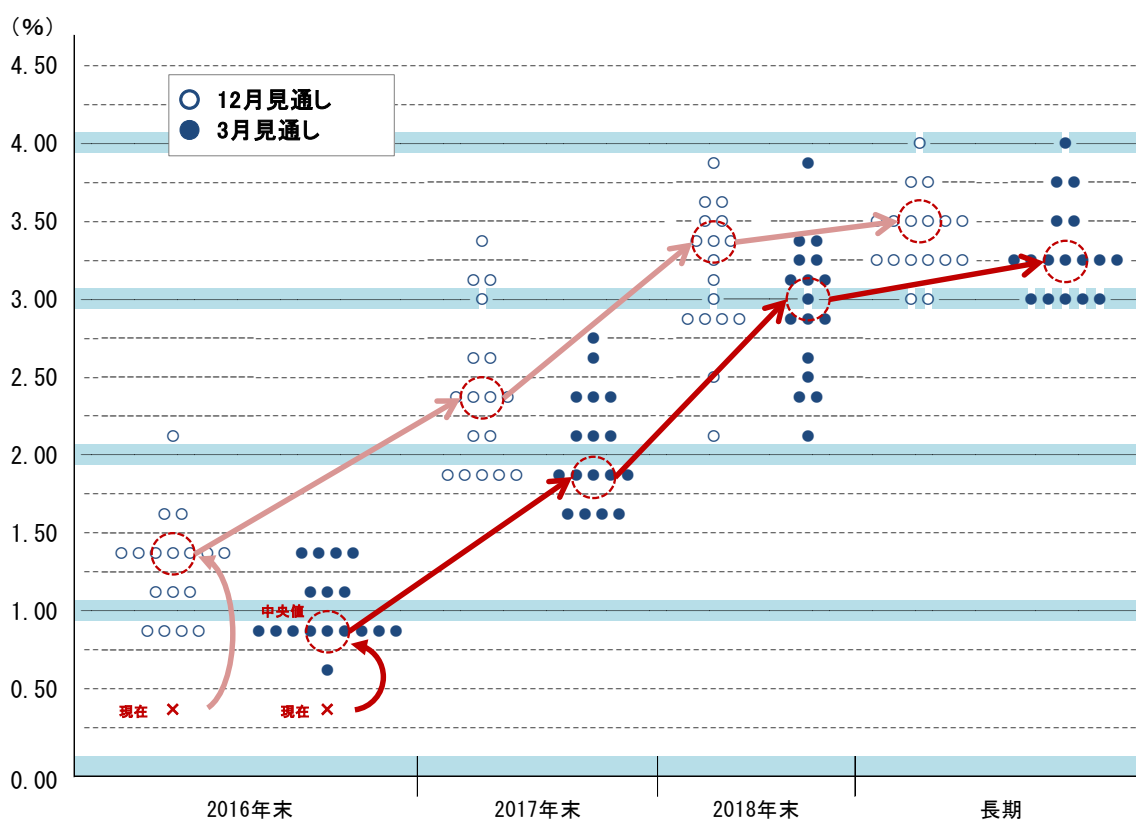
もう1つは、国際経済・金融市場の動向と物価が切り離された点である。前回は、国際経済・金融市場の動向について、景気・雇用及び物価の両面に対する影響を注視する姿勢が示されたが、今回は、景気・雇用への影響のみとなった。物価面でのリスク評価は国際経済・金融市場の動向と切り離され、従来の「物価動向を注視する」という文言が復活した。イエレン議長の発言を踏まえると、この変更は、足元のインフレ率の持ち直しが持続的かどうかを確認する姿勢を示している。インフレ率の下振れリスクは従来よりも後退している、ということである。

上記2つのポイントこそ、政策金利の据え置きに対し、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁が反対票を投じ、利上げを提案した理由と考えられる。

FOMC参加者の政策金利見通しは、利上げ回数と最終着地点が共に下方修正された（図表）。すなわち、2016年末の政策金利見通しの中央値（以下同じ）は1.325%から0.875%となり、利上げ回数は4回から2回に減った。これに対し、2017年の利上げ回数は4回のまま、2018年は3回から4~5回に引き上げられているが、政策金利の最終着地点は、3.5%から3.25%に下方修正されている。イエレン議長によれば、経済見通しが大きく変わらないなかでのこうした修正は次のことを意味する。すなわち、従来通りの見通しを達成するには、より緩慢なペースでの利上げと、より低い政策金利が必要との考え方がFOMC参加者の間で広がっている。中立的な金利水準の評価が下方修正されているのである。

4月会合に向けては、米国の経済指標の持ち直しと、金融市場の安定が続くかどうかを鍵握ることは言うまでもない。この1か月、金融市場は急反発しているが、FOMCは慎重さを崩していない。海外経済のファンダメンタルズはむしろ悪化方向に向かっており、金融市場の持ち直しの持続性には疑問符がつく。利上げは容易ではないと思われる。

図表 FOMC参加者の政策金利見通し



(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。