

テーマ：3月FOMC後の利上げテンポは加速に向かう 発表日：2017年3月10日（金）
～FRB目標達成を勘案すれば、政策金利は許容できないほど低すぎる～

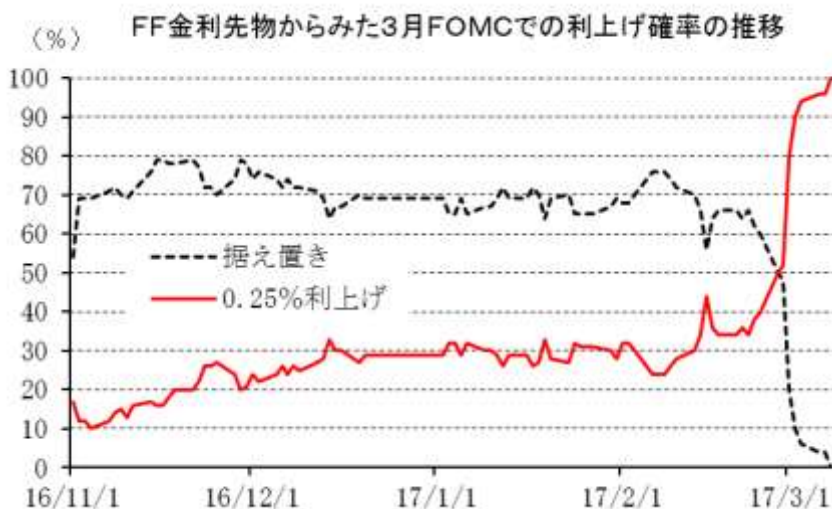
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

3月利上げへ

3月14・15日に開催される次回FOMCで、FRBが今景気拡大局面（2009年7月～）における3回目の利上げを実施する可能性が高まった。過去2回と同様の政策変更であれば、FF金利の誘導目標水準は現行の0.50～0.75%から、0.75～1.00%へと上下限それぞれ0.25%ずつ引き上げられる見込みである。

にわかに利上げ観測が高まった背景には、当局者による相次ぐ発言が挙げられる。なかでも市場に大きなインパクトをもたらしたのは、2月28日に行われたダドリーNY連銀総裁とウィリアムズサンフランシスコ連銀総裁がそれぞれ行った講演で、「金融政策の引き締めシナリオは一段と説得力を増した」（NY連銀総裁）、「（3月利上げを）真剣に考慮する」（SF連銀総裁）に象徴される。その後、FOMCメンバー内でハト派と目されていたブレイナード理事までが「早期の利上げが適切」（3月1日）と述べたことで、3月利上げは概ね決定的、と市場に受け止められるに至った。

先行きの金融政策に対する市場の予想が反映されるFF金利先物価格の動きをみると、3月での利上げの確率は50%以下での推移が続いていたものの、2月28日には初めて50%を超え、翌3月1日には80%に達した。その後は100%に近い水準での推移が続き、いよいよFOMCを翌週に控えた今週になって、その確率は100%となった。つまり、市場は3月利上げを“完全に織り込んだ”格好となった。その推移からは、上記FRB当局者の発言が大きく影響したことが分かる。



焦点は利上げのテンポへ

3月FOMCでの利上げが確実視されるなか、FOMC後の市場の関心は利上げのテンポに移ろう。今景気拡大局面で最初の利上げから次の利上げまでには1年を要した。最初の利上げ時に公表されたFOMCメンバーによる政策金利見通しでは、2016年中には4回の利上げ、つまりFOMC2回につき1回の利上げが予想コンセンサスとなっていたが、実際には2016年の利上げは1回にとどまった。年初から、中国不安や英国民投票などで市場の動きが不安定になったことが影響したと考えられる。また、2016年については米国景気も全般的に冴えないものとなった。製造業の在庫調整が続き、生産活動の伸びは低迷していた。それでも総じて見れば内需が堅調に推移していたが、それは低金利などに支えられていた側面を考えれば、市場という外部環境が不安定化していなくても、無理な利上げは予想以上に景気にブレーキをかけていた可能性もあ

ったといえよう。これに対し、足元の状況は大きく変わっている。

昨年12月、FRBが1年ぶりの利上げを行った際に発表されたFOMCメンバーによる2017年の利上げ回数は3回がコンセンサスだった。つまり利上げのテンポは“4ヶ月に1回”ということになる。しかし、3月に利上げを実施すれば前回利上げから3ヶ月後となり、上記予想よりもやや早いタイミングということになる。これについて市場では、「4～5月にかけて行われるフランス大統領選挙の結果次第では、市場が再び混乱する恐れがあるため、その前に利上げを行っておきたかった」といった見方や、「トランプ大統領に注文をつけられる前に・・・」といったうがった見方もある。

FF金利先物価格からみた2017年中の利上げ回数は、3月分を含めて2回しか完全には織り込んでいない。これは、3月利上げが確実視されるようになる前から変わっておらず、市場は「3月に利上げを行う可能性が高いが、それは何らかの事情によるもので、年間の利上げテンポには影響しない」と考えているようだ。

しかし、市場が3月利上げを織り込むようになる以前のFRB当局者のコメントから、年内の利上げ回数はもう少し増える可能性が考えられる。2月16日、FRBのフィッシャー副議長は「インフレ率が2%に近づき、労働市場は力強さを増し続けるという想定と現状は一致している」と述べた。これは、米国経済がFRBの政策目標である“物価の安定（2%インフレ）”と“雇用の最大化（完全雇用）”という二つをほぼ達成したという意味であろう。そうであれば、その段階での実質金利水準は景気に対して中立的な位置（自然利子率、あるいは均衡実質金利）であるべきだ。



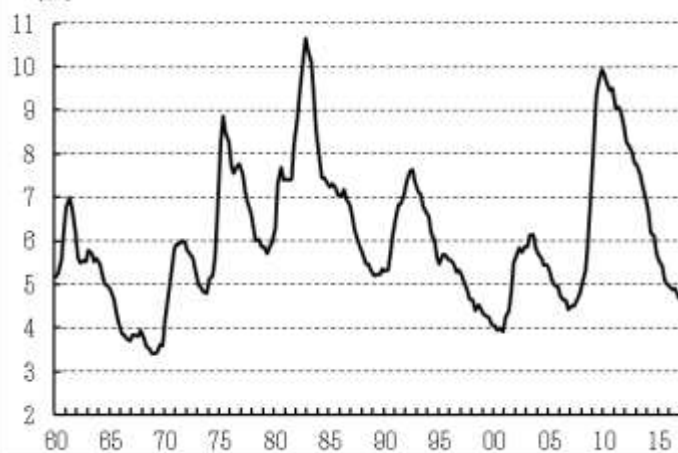
(%) 米PCEデフレーターとCPIの推移（コア、前年比）



問題はその水準だ。自然利子率は、中長期的には潜在成長率程度になると考えられている。米国の潜在成長率について、米議会予算局（CBO）は足元では1.5%程度と試算している。これを当てはめれば、足元における米国の自然利子率は1.5%程度となるが、足元における実質FF金利は▲1.15%（【FF金利目標上限値：0.75%】－【インフレ率（PCEデフレーター）：1.9%】）と明らかに低すぎる。これは、現行の政策金利水準では景気に対して刺激的な効果を強く及ぼしているという意味だ。

折しも、米国を含め世界経済は昨年後半に在庫調整を完了させ、生産加速局面に入っている。循環的にも景気は加速しやすい状況下であることから、現行の金利水準では潜在成長率を超えるペースでの経済成長が

(%) 米国失業率の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

見込まれる。このことは、労働需給がさらに逼迫することを意味するが、すでに米国は完全雇用下にあることを勘案すれば、それは賃金の上昇加速という形で跳ね返ってくると考えるのが自然だ。賃金の上昇加速はインフレ加速に繋がると考えられるため、すでに望ましいインフレ率を手に入れたFRBは、それ以上のインフレ加速を抑えるために、金利を景気に対して（最低でも）中立的な水準に引き上げることを速やかに達成すべきであろう。機械的に計算すれば、そのためにはあと2.65%もの利上げが必要だ（【自然利子率：1.5%】－【足元の実質FF金利：▲1.15%】＝2.65%）。年4回の利上げペースでも、政策金利が景気に対して中立的な水準に達するのは2019年ということになる。

もっとも、4回の利上げを目論んでいた昨年と同様に、外部環境の悪化によって利上げを行うことのリスクが大きすぎると判断される局面に陥る可能性はある。3月FOMC結果公表日には、極右政党の躍進が予想されるオランダの総選挙が実施される。また、4～5月にはフランスで大統領選挙が行われ、ここでも極右政党党首が有力候補となっている。これらの結果次第では、市場は動揺し、FRBの利上げが適切ではないような環境となるリスクがある。しかし、そうした不透明要因を除いて考えれば、FRBの利上げが直近までの利上げのテンポ（FOMC 2回で1回の利上げ）から“遅くなる”理由はなにも一つ無い。したがって、3月に利上げを実施するのであれば、年内にさらにあと3回、合計4回の利上げが実施される可能性が高まると判断される。もっとも、FRB当局者は3月FOMC直後には利上げペースの加速を示唆することはないだろう。利上げペースの加速を示唆するタイミングは、フランス大統領選挙を見極めた後となるだろう。

[図表データ出所]

p1 「FF金利先物からみた3月FOMCでの利上げ確率の推移」： Bloomberg

p2 「FF金利先物のイールドカーブ」： Bloomberg

p3 「米PCEデフレーターとCPIの推移（コア、前年比）」： Thomson Reuters Datastream

p3 「米国失業率の推移」： Thomson Reuters Datastream