

# 柔弱な米利上げの設計図

三菱東京UFJ銀行 市場企画部 市場ソリューション室  
グローバルマーケットリサーチ シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



米国が金融政策の正常化を進める中、利上げを開始するというのが、市場の先行きを読む大前提になっている。米国の中央銀行である連邦準備システム（Fed）のバランスシートの規模は4.5兆ドルある。米国以外は、多くの国が、量的緩和を進めている中であり、米国が利上げをすれば、資金が押し寄せてくるかも知れない。この利上げは金融政策の歴史の中で最も難しい政策変更である。Fedは、この難しい仕事を“Lift Off”と呼んで、宇宙ロケットの打ち上げになぞらえて、周到な準備を進めており、既に利上げに際して決めなければならないことを世に問うている。利上げの設計図を示しているのである。可能な限りの情報が示されているが、それは、あま

りに柔弱であり、米国の金融政策を巡る大きな不透明がある。

## ■ 1. 精緻に説明されている利上げの設計図

利上げのために決めなければならないことは、ニューヨーク連銀のダドリー総裁が2014年12月1日の講演をもとにすると、次のように整理できる。利上げをするのか、しないのかのIf、いつ利上げを開始するのかのWhen、資金吸収が難しい問題とされるが、いかに利上げを行うかのHow、どういうペースで利上げをして行くかのHow Fast、どこまで利上げするのかのHow Farである。

3月27日に、イエレンFRB議長が行った講演は、これらの決定項目を、ここまで言ってくれるのかと驚愕するほどの説明がなされた。

If Fedは、次を言っていて、正常化の範囲で

### 〈目次〉

1. 精緻に説明されている利上げの設計図
2. 利上げの設計図の柔弱性
3. 結び

利上げに進む意向の強さは、驚くほどである。

- (1) 米国経済は成長の持続が見込めるようになったので、副作用の心配のある強烈な緩和はもう続けてはならない。
- (2) わずかに利上げをしても金融緩和であることは変わらないので、供給能力の余剰（スラック）の解消は続く。
- (3) 金融政策の効果が波及するまでに時間を要するので、利上げが要ると明瞭に見えてからの行動では遅すぎる。
- (4) 低金利の長期化は、過剰リスクテイクを助長する弊害がある。

**When** 利上げの開始時期については、Fedは特定を避けている。イエレン議長は、年内(Later This Year)を繰り返し言っているが、かなり広い範囲で、絞り込ませないようにしている。ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、シカゴ連銀のエバンス総裁は、来年を言っている。市場は9月利上げ開始をみているが、9月でなければならぬと主張するFOMCメンバーはいない。

**How** この利上げで最も緊張を要する問題は、FOMCがフェデラルファンド金利の誘導目標を引き上げると決めても、その金利に市場金利が誘導されるかわからないことである。資金があふれているので、それを吸収しないと、市場の金利は上がらない。その吸収手段として、準備預金の付利金利（IOER）の引き上げと、レポ（ON RRP、オーバーナイトリバースレポ）の利用が、FOMCで議

論されてきたが、金利を円滑に誘導できるかに不確実性がある。他の手段の投入も検討されている。

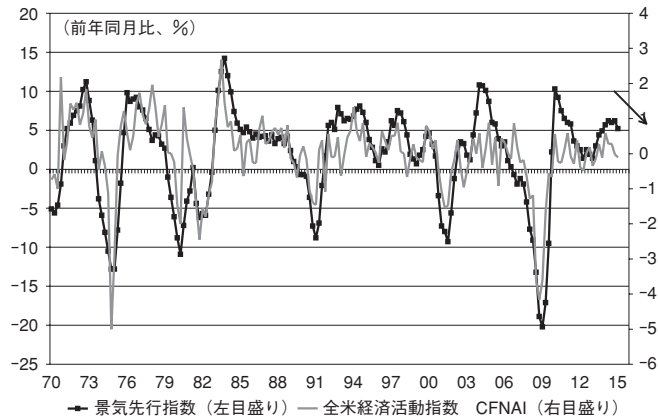
**How Fast** 2004年－2006年の利上げサイクルでは、FOMCごとに0.25%ずつ17回連続で利上げがなされた。この利上げは、「ゆっくり（Measured Pace）」と形容された。FOMCは年8回あるので、年2%を引き上げるペースであった。今回はどうするのか？ イエレンFRB議長は、3月27日の講演で、この点には踏み込んだ説明をしている。FOMCメンバーの示した経済見通し（SEP）のFF金利予測をもとに、年間1%で、徐々に（Gradual）利上げを進めることと、2004－2006年のように先の利上げ、そのペースまで読み込ませるような告知のやり方をしないことを言っている。

**How Far** どこまで利上げするかの目安として、均衡FF金利をもとに議論がなされている様子で、イエレンFRB議長は、実質均衡FF金利1.75%を言った。インフレ目標2%を加えると、3.75%が目安ということになる。

## ■ 2. 利上げの設計図の柔弱性

ここまで利上げの設計図を説明していることには驚きを感じる。透明性を重視するイエレンFRB議長の姿勢のあらわれであろう。しかし、いつ利上げを開始するかは明確ではないなど、市場に米国の利上げに関する不透明

(図表1) 景気拡大の成熟：景気先行指数



(出所) コンファレンスボード、シカゴ連銀

感は強い。この利上げの設計図は、次の通り、かなり柔弱で、この通りに利上げが進められるかの確信は持てない。設計漏れ、経済状態、イエレンFRB議長のFOMCの掌握力の問題がある。

### (1) 設計漏れ

設計漏れの項目がある。最大の問題は、Fedのバランスシートをどう縮小するかを示していないことである。保有する証券の償還分の再投資についての決定は、利上げ開始より後ということであるが、いつからどのように進めるつもりなのかは、意図的に議論になることを避けているようにみえてしまうほどである。利上げを再投資の縮小を同時に進めると、利上げの効果は増幅されるとみているのであろうか。その説明を避けているので、徐々に利上げすることが、どういう効果をもつかが、不透明である。

もうひとつの設計漏れの問題は、米国の利上げが外国との資金フローにどういう影響が出るのかについての認識である。米国経済が健全であることが、多くの国にとって好ましいことであり、そのためにFedは正しい政策をとるという立場をとっている。しかし、今の経済状態で米国だけが利上げをすれば、資金は米国に流れてくることになりかねない。それは、ドル高の波となって、その後の政策をとる制約になりかねない。

### (2) 経済状態

巷間、経済指標が弱いと、利上げが先に伸びるとい見方が蔓延している。それは、強弱はあっても景気の拡大が続くことを大前提にした議論と言えるが、その前提は、懐疑的にみるべきところがある。

第一の問題は、米国経済には景気拡大の成熟の動きがみえてきていることである。景気

(図表2) ドル高と耐久財受注



先行指数、耐久財受注など過去の天井と比べて、かなりよいところまできている。また、ここまで経済活動を押し上げたのは、資産価格の上昇であろうが、割安感はなくはない。また、ドル高は成長のブレーキになりかねない。二期連続マイナス成長の景気後退は視野外であるが、成長スピードは減速する可能性はみておくべきだろう。FOMCの経済見通しも2017年には減速をみている。

第二の問題は、経済の長期停滞論について、3月18日の議長の記者会見で、イエレンFRB議長は労働生産性の伸び率低下の問題を言って停滞の現実はみているが、伸び率低下の原因は何か、それに金融政策で何らかの対処をするかについて、旗幟を鮮明にしていないことである。

第三に、インフレ率が上昇するのかという問題がある。失業率が低下しており、スラックが小さくなって、インフレ率は目標の2%

に向かうと主張している。ストがあったり、小売や外食チェーンで賃金の引き上げの話があったりで、スラックの縮小には手ごたえがみえている。しかし、賃金の上昇が何%になると、何%のインフレ率になるのかの定量面で納得される説明がなされているだろうか？それで、今年から始めて2017年まで利上げを続けるというSEPの金利見通しが信頼されるであろうか？

### (3) イエレン議長のFOMCの掌握力

4月8日に、3月17-18日に開催されたFOMCの議事要旨(Minutes)が公開された。この議事要旨が示したことは、金融政策の運営の根幹にかかわるところで、イエレン議長の議論の掌握が弱いのではないかという疑問が感じられることである。FRB(連邦準備理事会)の理事が定員7人のところ2人が空席であり、地区連銀総裁の席もフィラデルフ

---

ミアとダラスの総裁が離任してしまい空席になっている。今は、FOMCメンバーの定員19人に対して15人のメンバーしかいないのである。その中で、利上げの開始の時期と、利上げの進め方について、イエレン議長の主張に同調しているメンバーの数が多くない。これは、新メンバーが加わると、過半数をも抑えられないかもしれず、金融政策の読みに関する不確実性を高める厄介な問題である。

#### ① 利上げ開始時期を巡る議論

Fedが金融政策の次のステップが利上げであることは、FOMCの見解は一致をみている。FOMCの経済見通しでは、2015年中の利上げは不要というメンバーが2人いるが、2016年になると全員が利上げを見込んでいる。しかし、その利上げ開始のタイミングについては意見が割れている。FOMCの議事要旨によると、利上げ開始6月説が数人(several)と記されている。“Several”の数は特定できないが、おそらく4-5人であろう。それ以外は、6月より後の利上げを言っていることになるが、2人は2016年の利上げ開始を言っている。その2人は、シカゴ連銀のエバンス総裁とミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁とみられる。従って、イエレン議長が講演で公言した「年内(later this year)」を言っているのは、15人から2人を差し引き、さらに4-5人を差し引いた数字で、8-9人ということになる。イエレン議長と他のFRB理事4人、FOMC副議長のダドリー・ニューヨーク連銀総裁で6人になる。

イエレン議長のいう年内の利上げ開始に同調しているメンバーは、今のFOMCメンバー15人の過半数をようやく確保している程度ということになる。地区連銀総裁たちの多くが、イエレン議長に同調していない可能性が小さくない。

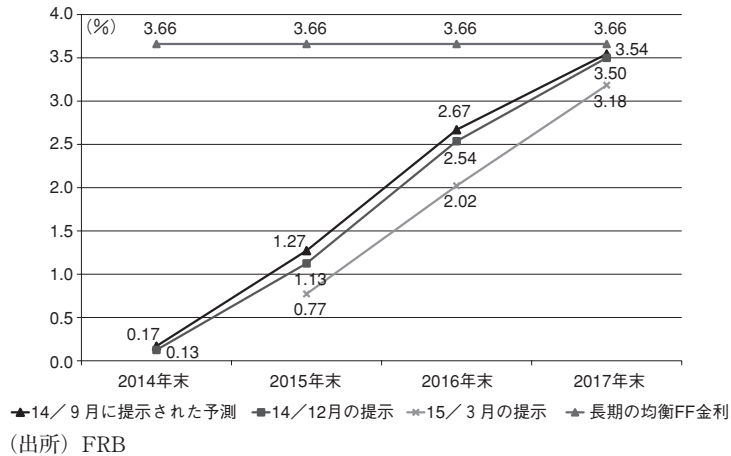
さらに、イエレン議長は年内(later this year)を言っているが、S.フィッシャー副議長は年末に含みを持たせている通り、7月から12月までの幅がある。FRBのエコノミスト理事とニューヨーク連銀のダドレー総裁を政策決定の中心メンバーと呼ぶならば、利上げ開始の時期については、その中心メンバーの内でも意見の相違があるかも知れない。

#### ② 利上げのペースの議論

3月27日のイエレン議長の講演は、利上げ開始のペースについて踏み込む発言をした。FOMCメンバーの出した経済見通しSEP(Survey of Economic Predictions)の金利予測をもとに、1年1%の利上げペースを示唆し、これを徐々に進める(gradual)利上げとしている。この議論をFOMC議事要旨でみると、この利上げペースに同調しているのも数人(several)でしかない。

また、利上げの進め方についてFRBとFOMCの副議長間の見解に温度差がある。フィッシャーFRB副議長はニューヨーク経済クラブでの講演で、利上げ開始後に経済が悪化した場合について、利下げもありえると発言している。一方で、FOMCの副議長であるニューヨーク連銀のダドリー総裁は、利

(図表3) FOMCメンバーの利上げの見方



上げのペースを鈍らせるか、場合によっては利上げを停止するとは言ったが、利下げは言っていない。FRB副議長とFOMC副議長の間で、見解が一致していない可能性があるということである。

### ③ どこまで利上げをするのか (How Far) でも見解の相違

利上げサイクルに入るとして、FF金利をどこまであげるかの目安について、2014年12月の講演でダドリー総裁は具体的なことを言わなかった。ところが、2月27日の講演では3.5%を公言した。しかし、3月27日のイエレン議長の講演では実質の均衡FF金利を1.75%とし、目標インフレ率2%を保持していれば、3.75%ということになる。その後、4月6日のダドリー総裁の講演では、再び3.5%を言っている。

これらの相違が示すことは、イエレン議長

がFOMCの意見統一を果たせていないということであろう。3月27日に、今後の金融政策の進め方について踏み込んだ講演を行なった。FRB議長が、その任期中でも稀にしか行なわない重い内容の講演である。この講演に匹敵するのは、QE2の実施を世に問うた2010年8月のバーナンキ議長のジャクソンホール講演に思える。FOMCの意向集約を図るのに先立って、議長の存念を先に世に示したのである。この3月27日のイエレン議長講演は、利上げ開始については確固たる意向を持っているが、その後の利上げの進め方については徐々に行なうということ、ゼロ金利から利上げを始めても低金利そのものは持続させる方針を言った。この進め方がFOMCメンバー内で一致をみていないから、2010年8月のジャクソンホールでバーナンキ議長がQE2への意欲を語ってから周囲の説得に入ったように、この3月27日講演でイエレン議

---

長は利上げの進め方について自らの存念を言って、周囲の同調を求める動きを始めたという見方ができないだろうか。

### ■ 3. 結び

市場は、経済指標の強弱で利上げ開始の時期だけを問題にすることが多いが、政策金利の変化して行く経路の期待形成こそが重要である。それについて、意見の相違があることがみえている。Fedは、利上げの設計図を仔細に示しているが、その設計図はあまりに柔弱であり、結局、市場から米国の金融政策の先行きの読みについて不透明さが残り続けるとみられる。

