

海外レポート第8号 2015年6月のFOMC声明と市場への影響

住宅金融支援機構 調査部海外調査担当部長（併任） 経営企画部国際対応担当部長
小林正宏



1988年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金(OECF)マニラ事務所駐在員、国際協力銀行(JBIC)副参事役、ファニーメイ特別研修派遣、住宅金融支援機構調査部主席研究員等を経て、2014年4月より現職¹。著書に『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社、2012年)、『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010年、共著)、『不動産マーケットの明日を読む』(日経BP社、2015年、共著)等がある。

要旨

1. アメリカの中央銀行に相当するFRB（連邦準備制度理事会）の金融政策決定会合であるFOMC（連邦公開市場委員会）は6月17日に声明（Statement）を発表、経済情勢については一定の改善を認めつつも、なおも事実上のゼロ金利政策の維持が妥当とした。
2. また、FOMC声明に併せて発表した経済見通し（Summary of Economic Projections）では、FOMCの参加者17名のうち、年内利上げを見込んでいるのは前々回同様15人（2名は年内はゼロ金利政策維持）だが、引上げ水準は下方修正されている。
3. FRBの保有する約4兆ドルの有価証券は利回りが3%台であり、巨額の金利収入をFRBにもたらしている。今後、金融政策の正常化の過程で付利水準を引き上げても、当面、逆ざやに陥ることはない。
4. FRBの利上げは、日米金利差を通じて外国為替市場に影響を及ぼす。2007年以降の円高局面と比較し、2012年以降の円安局面においては為替の金利弾性値が高まっている。
5. 為替の日本経済に与える影響については様々な議論があるが、交易利得という観点で見れば、為替よりも原油価格の説明力の方が圧倒的に大きい。

¹ 2011年4月より中央大学経済研究所客員研究員。2014年4月より早稲田大学大学院ファイナンス研究科非常勤講師。2012年2月より、アジア太平洋住宅金融連合（APUHF）Advisory Board Member。2012年度日本不動産学会賞（論説賞）受賞。

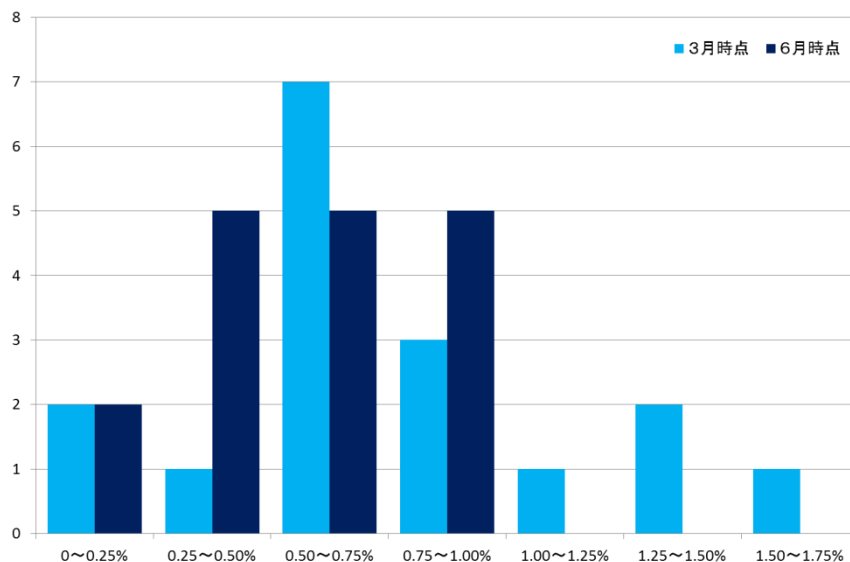
2015年6月のFOMC声明と市場への影響

アメリカの中央銀行に相当するFRB（連邦準備制度理事会）の金融政策決定会合であるFOMC（連邦公開市場委員会）は6月17日に声明（Statement）を発表、経済情勢については一定の改善を認めつつも、なおも事実上のゼロ金利政策²の維持が妥当とした。また、今後の金利の引き上げ時期については、雇用の極大化と2%の物価目標に向けての実体経済の動きと人々の期待を評価して判断する、とした。

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation.

また、FOMC声明に併せて発表した経済見通し（Summary of Economic Projections）では、FOMCの参加者³17名のうち、年内利上げを見込んでいるのは前々回同様15人（2名は年内はゼロ金利政策維持）だが、引上げ水準は下方修正されている【図表1】。来年以降の引上げについてもより緩やかな見通しとなっており、2016年末の最も高い水準は1%下方修正されているが、長期的な見通しは概ね変化がない。

図表1 FOMC参加者による2015年末時点のFF金利見通しの分布（縦軸は人数）



（資料）FRBより

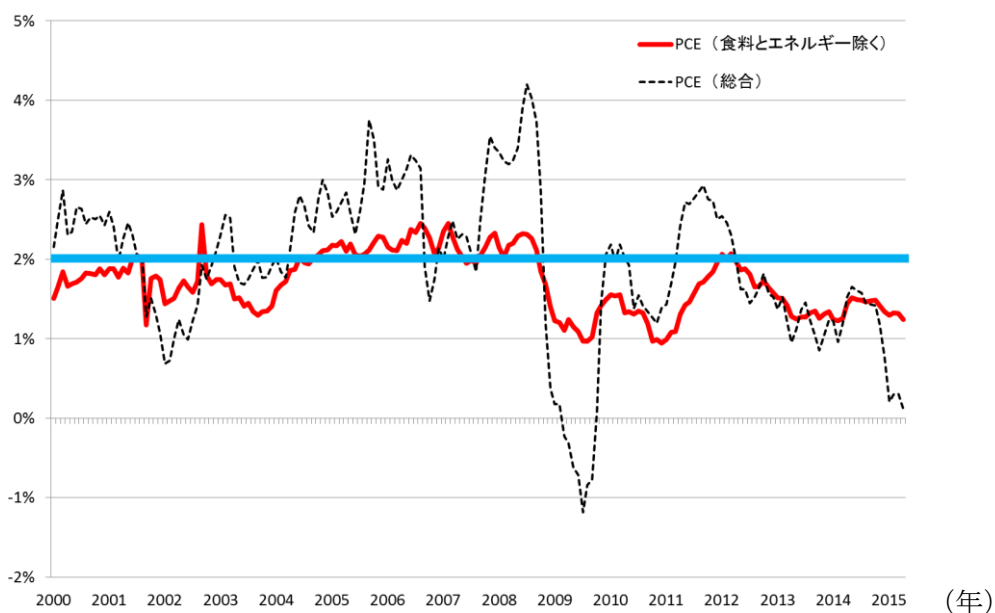
² アメリカの政策金利はFF（Federal Funds）金利で、2008年12月16日以降、今日まで誘導目標が0~0.25%のレンジと事実上の「ゼロ金利」に据え置かれている。

³ Participantsは17名。FOMCのメンバー（Members）は12名。

ギリシャの債務問題が紛糾し、ユーロ圏離脱の可能性も議論されるなど国際金融情勢が緊迫化する中、今回の FOMC の声明はほぼ市場の予想通りで、長期金利（10 年物米国債利回り）は 2.32%と前日と変わらなかった。ただし、2 年物米国債は 4bp 低下し、東京市場では円高・株安となり、日経平均株価は約 1 ヶ月ぶりに 2 万円を割った。

FRB の物価目標⁴である個人消費支出（Personal Consumption Expenditures: PCE）デフレーターの前年比は足下では長期的な目標値である 2%を下回る状況が続いている【図表 2】。FRB の二重の責務（Dual Mandate）は物価の安定と雇用の極大化であるが、インフレ懸念がない中で政策金利をいたずらに引き上げると景気を冷やし、雇用が損なわれるリスクがある。一方で、金融の引き締めが遅れると景気が過熱し、金融不均衡が拡大し、バブルが発生するリスクもある。

図表 2 アメリカの個人消費支出（PCE）デフレーターの前年比

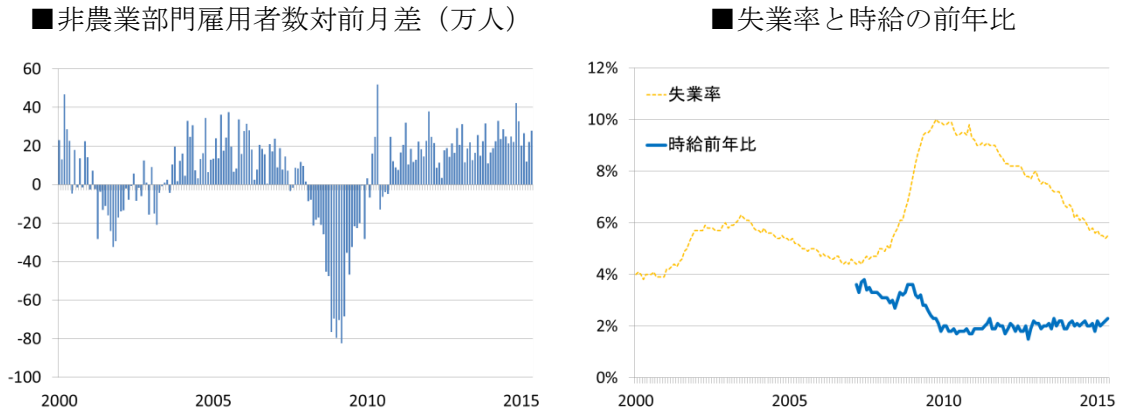


(資料) 米商務省より

6 月の FOMC に先立ち公表された 5 月の雇用統計では、失業率は 5.5%と前月から 0.1%上昇したものの、非農業部門の雇用者数は対前月比で 28 万人の増加（季節調整値）と堅調で、アメリカの早期利上げ観測も強まりつつあったが、一方で賃金の伸びは時給ベースで前年比 2.3%と必ずしも力強いものではなく、労働市場の緩み（スラック）が改善しつつも、なおも慎重な判断が必要と見たものと推察される【図表 3】。

⁴ Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy Adopted effective January 24, 2012; as amended effective January 27, 2015

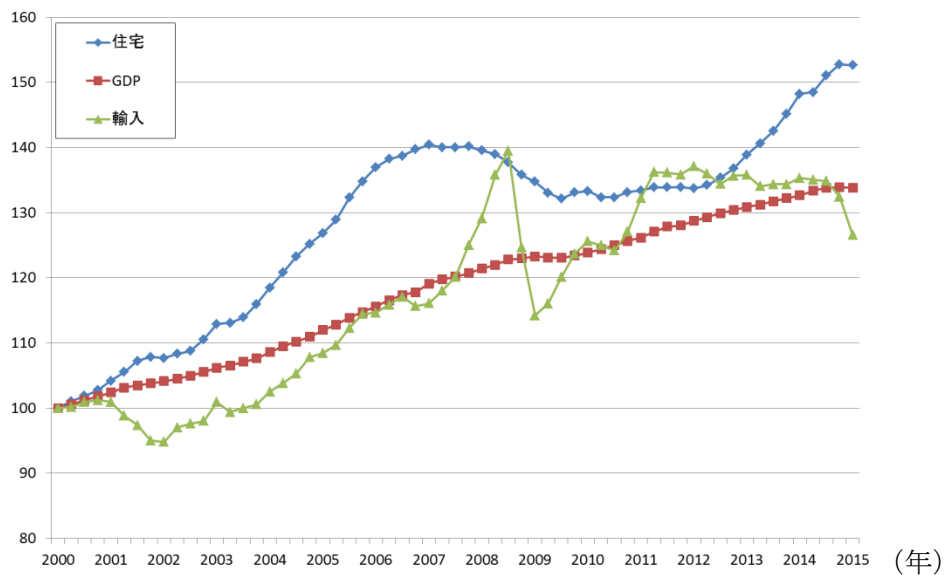
図表3 アメリカの労働市場の動向



(資料) 米労働省より

また、アメリカでも輸入物価の下落がインフレ率を抑制しているという議論があり、実際、輸入品・サービスのデフレーターは、原油価格の下落を反映して足下では大きく低下している【図表4】。

図表4 アメリカのGDPと構成項目のデフレーター (2000年Q1=100)



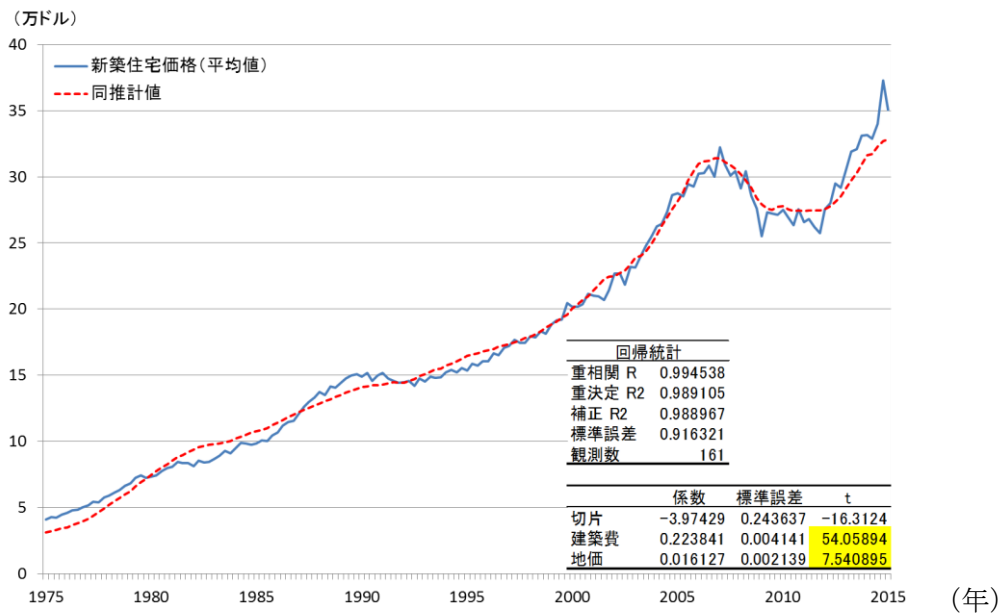
(資料) 米商務省より

2000年第1四半期を100とした指数で見ると、全体にトレンドとしては上昇基調にあるが、輸入品・サービスは2008~2009年に大きく上下し、また、足下で低下している。GDPデフレーター全体としては、年率2%前後で概ね安定的に推移している。

なお、住宅投資デフレーターはバブル期に大きく上昇した後、バブル崩壊で低下したが、

足下の水準は GDP デフレーターよりもかなり高い水準となっている。住宅の建築費の高騰は新築住宅価格にストレートに反映しており、新築住宅は一次取得者にとっては手が届きにくくなっているという指摘もある。住宅価格には地価と建築費がともに影響を及ぼすが、アメリカでは地価よりも建築費の方が影響度が大きい。それでも、足下の販売価格は推計値よりかなり上方に乖離しており、価格調整がある可能性を示唆している【図表5】。

図表5 アメリカの新築住宅価格の実績値と推計値



(資料) 米商務省、FRB⁵より

FRBは2014年10月に量的緩和第3弾(QE3⁶)を終了したが、その後も満期を迎える債券を再投資し、バランスシートの規模は足下でも4.5兆ドル(約540兆円)弱と巨大なものとなっている。

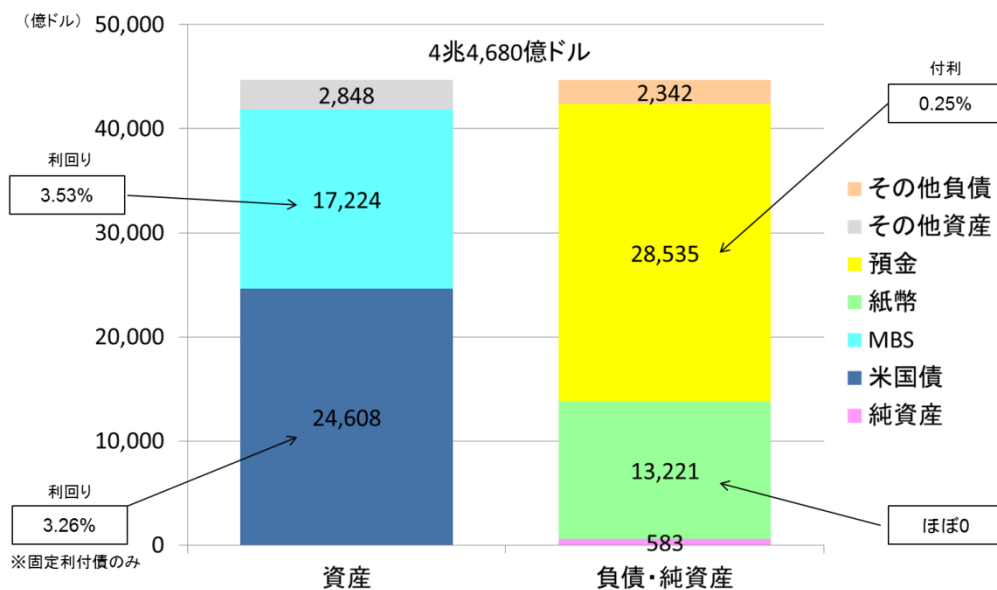
資産の大半を構成するのが米国債とAgency MBS⁷(住宅ローン担保証券)で、これらの有価証券の保有残高の合計は足下で4兆ドルを超え、加重平均利回りが3%以上ある【図表6】ことから、巨額の金利収入をFRBにもたらしており、FRBは2014年分として969.02億ドル(約11.6兆円)を国庫納付した。

⁵ アメリカの地価は、FRBの”Financial Accounts of the United States - Z.1”における住宅の資産総額から建物の評価額を控除して逆算している。アメリカでは日本の「国民経済計計算(ストック編)」のように土地の時価額を直接推計した統計は筆者の知る限り存在しない。

⁶ Quantitative Easingの略。

⁷ Mortgage Backed Securitiesの略。Agency MBSは、政府支援企業であるファニーメイとフレディマックが発行・保証するMBSと、連邦政府機関であるジニーメイが保証するMBSの総称。

図表6 FRBのバランスシート(2015年6月10日現在)



(資料) FRB より

FRBは保有する有価証券について時価評価する必要はないが、将来インフレが昂進して金融を引き締めに転じなくてはならなくなった場合にそれらの有価証券を売却すれば実現損が発生し、損益を認識する必要が出る。このため、市場での売却は回避しつつ、流動性が潤沢な市場環境でも金利を引き上げる手段として、超過準備に対する付利を引き上げる方式を選択するものと見られている⁸。

現在、超過準備に対しては0.25%を付利しており、これが「0~0.25%のレンジ」の上限を構成している。一方、FF金利の誘導目標水準を引き上げる際は、リバースレポによりフロアを構成し、その間でうまく誘導するため、リバースレポの実験を続けている。FRBにとっては、付利水準を引き上げることは調達コストの上昇をもたらし、最終的には国庫納付額の減少という形で間接的に納税者負担につながるものの、米国債やMBSを市場で売却すれば(金利上昇局面と重なり)市場が混乱するおそれもあるため、それらの有価証券を市場で売却することは想定し難い。

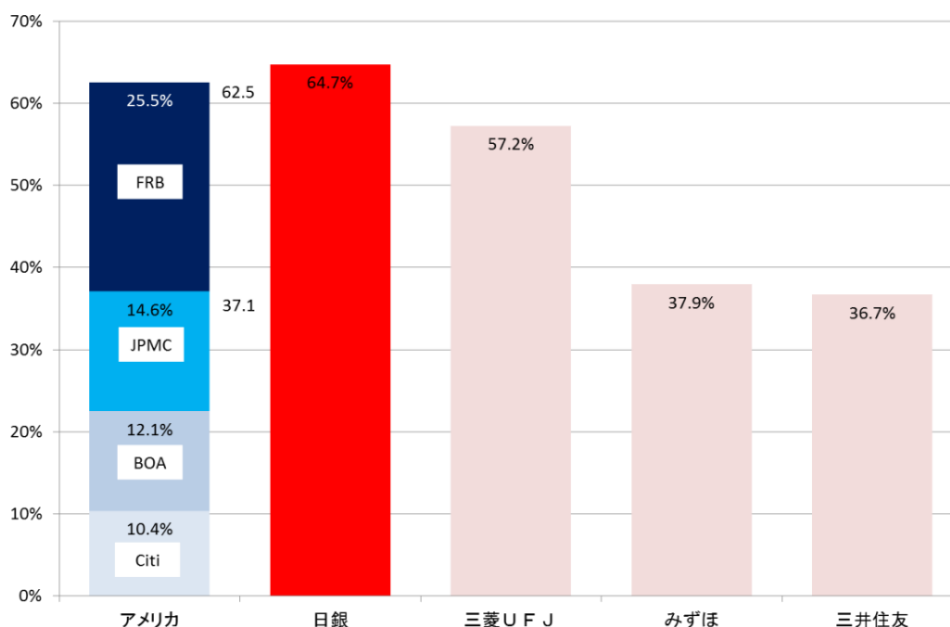
なお、FRBのバランスシートの規模は円換算すると約540兆円と日本の名目GDPを上回る水準にあるが、対アメリカの名目GDP比で見ると25.5%に過ぎない。参考までに、日米の主要金融機関の総資産の対名目GDP(2015年Q1:季節調整済み年率換算値)比を見ると、日銀⁹や三菱UFJフィナンシャルグループはFRB+3大マネーセンターバンク(JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ)の合計に匹敵し、みず

⁸ 詳細は小林[2014]を参照。

⁹ 日銀は5月27日、第130回事業年度(平成26年度)決算を発表している。総資産は約324兆円、純利益(当期余剰金)は1兆90億円、国庫納付は7,567億円。

ほフィナンシャルグループや三井住友フィナンシャルグループも3大マネーセンターバンクの合計に匹敵する規模となる【図表7】。

図表7 日米主要金融機関の総資産（2015年第1四半期末）の対名目GDP比



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」、米商務省、各社決算公表資料より

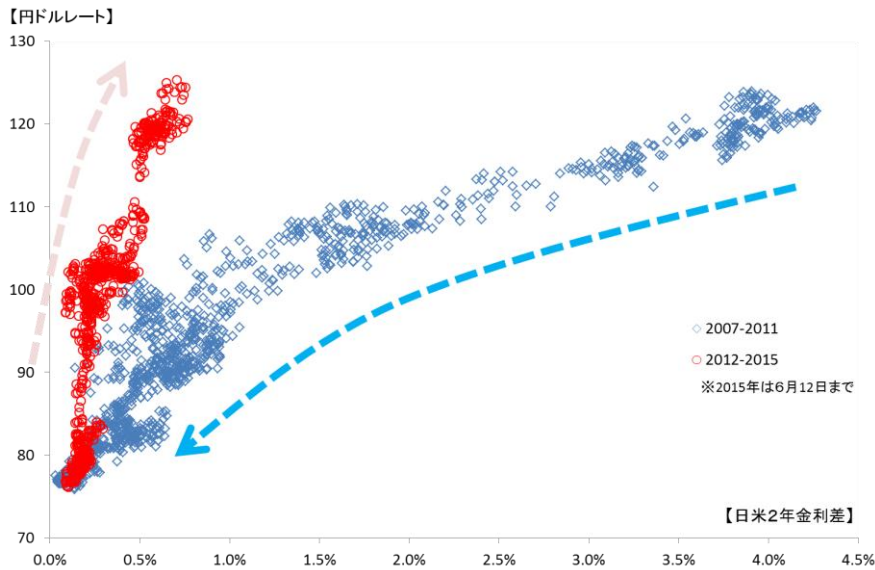
日銀は今後も2%の「物価安定の目標」に向けて、「量的・質的金融緩和」を継続し、「マネタリーベース増加額の拡大」と「資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化」を実施すると見込まれる。日本は金融緩和を継続し、アメリカは引き締めに移るといった単純な構図が、外国為替市場においては、円安・ドル高要因とみなされ、一時期は75円台にまで進んだ円高・ドル安が、125円台にまで戻した。

円ドルレートは日米の2年物国債の金利差と強い相関があることが知られている¹⁰が、2007年から2011年にかけての円高局面と比較して、2012年以降の円安局面では傾きが急になっている【図表8】。金利の絶対水準が下がっていることもあるが、2012年以降の円安局面では為替の金利感応度が高まっていることを示唆している。

FOMC 声明発表後の東京市場では円高・株安に加え、長期金利も大きく低下した。為替については、6月10日の衆議院財務金融委員会における日銀の黒田総裁の「実質実効為替レートではかなり円安の水準になっている」【図表9】との発言を受け一時122円台まで円が急騰した後、6月16日の参議院財政金融委員会での説明を経て、小康状態にあるかに思われたが、FOMC 声明で再び円高方向に振れた。

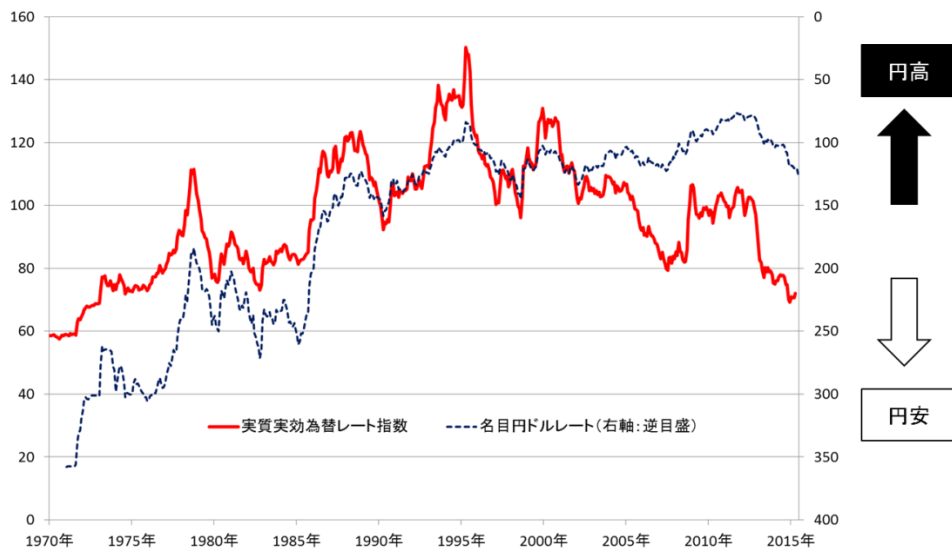
¹⁰ 小林[2012]参照。

図表8 円ドルレートと日米2年物国債の金利差



(資料) 財務省「国債金利情報」、FRB より

【図表9】 実質実効為替レートと名目円ドルレート



(資料) FRB、日本銀行より

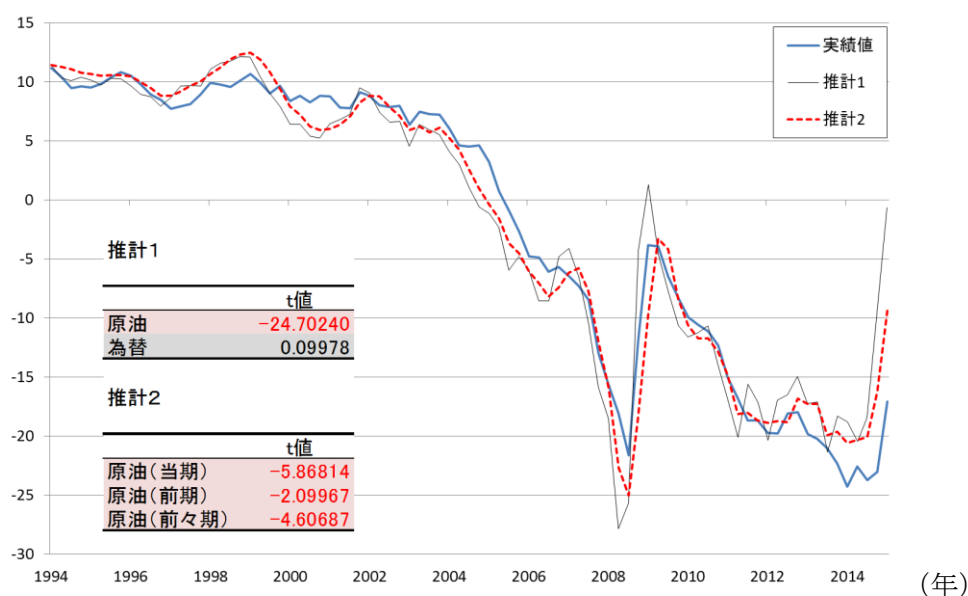
日本銀行の金融緩和のスタンスは当面、大きく変わらないと想定されることから、市場に影響を及ぼすのはFRBの利上げ観測ということになる。

ただし、足下では円安の進行に対して否定的な声も出ている。円安に転じても日本企業の国際競争力が低下しているため輸出が伸びない、あるいは円安により輸入物価が上昇して庶民の生活を圧迫する、といった議論が散見されるようになった。もとより、金融緩和はデフレ脱却という国内経済対策として実施しているものであり、為替誘導を直接的な目

的としたものでないの言うまでもないが、国内経済への影響の反射的効果として円安が進行したとしても、その影響が経済主体により異なる（輸出産業にプラスに作用し輸入産業にマイナスに作用する）点については、所得分配に係る問題であり、金融政策の領域ではない。

金融政策が有効かどうかはマクロ経済への影響において判断すべきであり、その一つの視点として、交易利得について分析すると、為替はほとんど影響がない。原油価格と為替で重回帰分析すると、為替は有意¹¹な相関が観測されないが、原油価格は一定のラグを伴いながら強い説明力を有する【図表10】。

図表10 日本の交易利得と為替・原油価格による推計（単位：兆円）



(資料) 内閣府「四半期別 GDP 速報」、米エネルギー省、FRB より

いずれにせよ、FRBの金融政策は今後も日本を含む世界経済の動向に大きな影響を及ぼすことから、引き続きその政策判断の根拠となる経済指標に注視する必要がある。

※本稿の意見にわたる部分については執筆者個人の見解であって、住宅金融支援機構の見解ではありません。

<参考文献>

- 小林正宏『通貨の品格 円高・円安を超えて』（中央公論新社、2012年）
- 小林正宏『アメリカの住宅市場と金融政策の動向』（住宅金融支援機構「季報住宅金融 2014年度夏号」）

¹¹ 図表10に表示している「t値」は絶対値が2を超えると有意とされる。