

# 経済情報

## FOMC の経済見通しからみた米国の利上げ時期

### 1. FOMC が経済見通しを上方修正

連邦準備制度理事会（FRB）は 7 月 15 日、6 月 23-24 日に開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録を公開した。その中で、FOMC 参加者による今後 3 年間の経済見通しが改定されている（第 1 表）。来週 21 日に開催される半期に一度の金融政策報告に関する公聴会（旧ハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言）では、バーナンキ FRB 議長がこの見通しを前提に FRB の景気認識を報告することになる。

第 1 表：FOMC 参加者による米国経済見通し（2009 年 6 月）

大勢見通し※	2008年	2009年		2010年		2011年		長期	
	実績	前回	今回	前回	今回	前回	今回	前回	今回
(4Q前年比)									
実質GDP	-0.8	-2.0~-1.3 (-2.5~-0.5)	-1.5~-1.0 (-1.6~-0.6)	2.0~3.0 (1.5~4.0)	2.1~3.3 (0.8~4.0)	3.5~4.8 (2.3~5.0)	3.8~4.6 (2.3~5.0)	2.5~2.7 (2.4~3.0)	2.5~2.7 (2.4~2.8)
PCEデフレーター (ヘッドライン)	1.9	0.6~0.9 (-0.5~1.2)	1.0~1.4 (1.0~1.8)	1.0~1.6 (0.7~2.0)	1.2~1.8 (0.9~2.0)	1.0~1.9 (0.5~2.5)	1.1~2.0 (0.5~2.5)	1.7~2.0 (1.5~2.0)	1.7~2.0 (1.5~2.1)
PCEデフレーター (コア)	1.9	1.0~1.5 (0.7~1.6)	1.3~1.6 (1.2~2.0)	0.7~1.3 (0.5~2.0)	1.0~1.5 (0.5~2.0)	0.8~1.6 (0.2~2.5)	0.9~1.7 (0.2~2.5)		
(4Q平均)									
失業率	6.9	9.2~9.6 (9.1~10.0)	9.8~10.1 (9.7~10.5)	9.0~9.5 (8.0~9.6)	9.5~9.8 (8.5~10.6)	7.7~8.5 (6.5~9.0)	8.4~8.8 (6.8~9.2)	4.8~5.0 (4.5~5.3)	4.8~5.0 (4.5~6.0)

※ 上位、下位、それぞれ3名の見通しを除いたもの、下段( )内は全員見通し

(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今回の見通しを4月の前回会合時点の見通しと比較すると、実質GDP成長率（10-12月期の前年比）が2009年：▲2.0-▲1.3%→▲1.5-▲1.0%、2010年：2.0-3.0%→2.1-3.3%と上方修正されている。景気の悪化ペース鈍化、家計や企業のマインド持ち直し、住宅投資や個人消費の下げ止まり、金融市場の改善など、足元の動きをうけて、景気の下振れリスクが薄れた形だ。

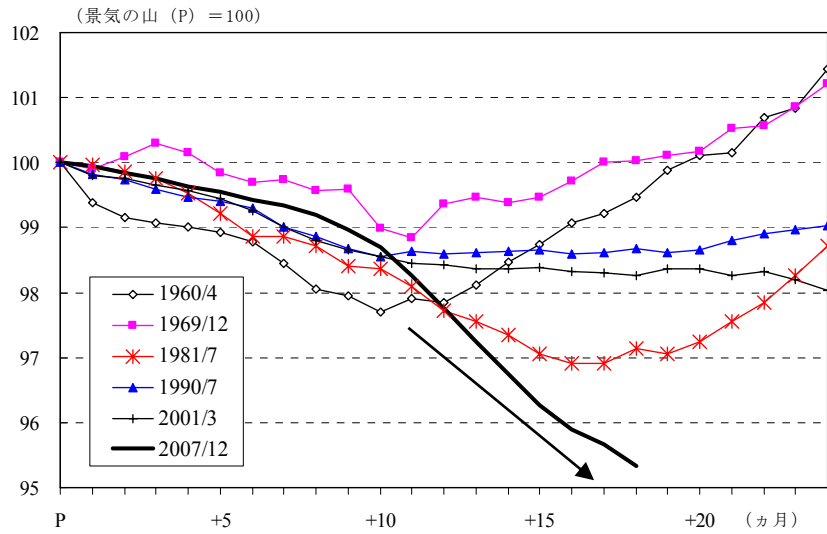
インフレ見通しも、個人消費デフレーター（10-12月期の前年比）が2009年：0.6-0.9%→1.0-1.4%、2010年：1.0-1.6%→1.2-1.8%と、エネルギー価格の上昇をうけて上方修正された。コア個人消費デフレーター（同）も、景気見通しの上振れにより、2009年：1.0-1.5%→1.3-1.6%、2010年：0.7-1.3%→1.0-1.5%と上方修正され、デフレ懸念を後退させている。もっとも、来年にかけて大幅なデフレギャップを背景に、インフレ率が一段と安定する見通し自体は変わっていない。

## 2. 一方、雇用については一段と厳しい見方

一方、経済見通しを上方修正したにもかかわらず、雇用については一段と厳しい見方を示した。失業率（10-12月期の平均）の見通しは2009年：9.2-9.6%→9.8-10.1%、2010年：9.0-9.5%→9.5-9.8%と、足元の急上昇を反映して悪化方向に修正され、一部の参加者が10%台への上昇を想定していることが明らかとなった。しかも、今年10-12月期から来年10-12月期にかけて、ほとんど改善を見込んでおらず、失業率が歴史的な水準に高止まりすることを予想している。景気の回復ペースが緩慢であることに加え、（衰退部門から成長部門へ）雇用の再配分が行われる際の摩擦が失業率を高止まりさせるとFOMCは分析している。

今回の景気後退では、未曾有の雇用調整が行われており、雇用者数は6月で18ヶ月連続マイナスと、減少期間の戦後最長記録を更新した（第1図）。この間の雇用者数の減少は実に650万人に達している。失業率は、政府の想定を大きく越えて悪化しており、景気対策がとられなかった場合に見込まれたペースを上回って上昇している。失業率の上振れにより、雇用者所得の伸び悩みから個人消費の低迷が長期化するリスクもあり、FOMCの参加者は労働市場の情勢に特別の懸念（particular concern）を寄せている。

第1図：景気後退開始後の非農業雇用者数の推移

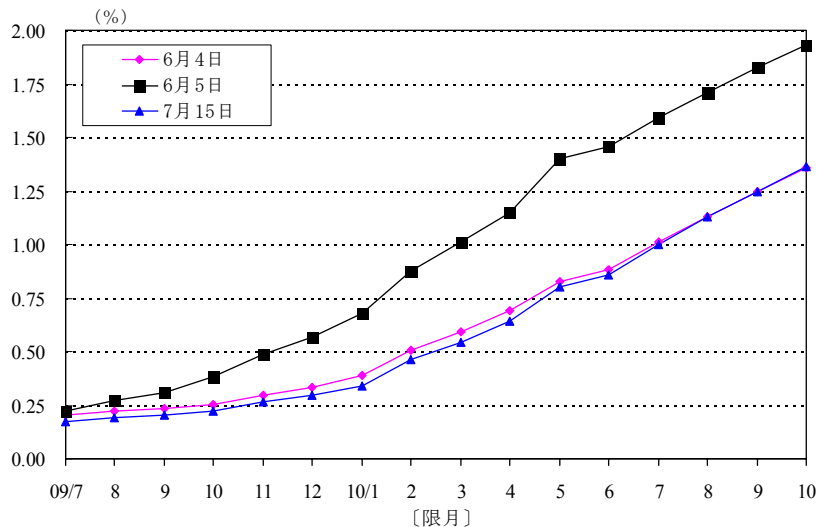


(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. テイラールールからみた適正 FF 金利

5月の雇用統計発表時には、非農業雇用者数の減少幅が予想を上回って縮小したのをきっかけに、早期利上げ観測が急速に強まった。一時は年内1~2回の利上げが織り込まれていたが、その後、景気情勢が厳しいことが再認識され、早期利上げ観測は後退した。現在の利上げの織り込みは雇用統計発表前にはほぼ戻っている(第2図)。

第2図：FF金利先物市場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

FRB は現時点で、FOMC 声明文にあるように、当分 (for an extended period)、現在の例外的な低金利が続くことが正当化されると判断しているが、今回の FOMC の経済見通しを前提にすると、いつ頃、利上げ（実質ゼロ金利政策の解除）に踏み切ることになるのだろうか。

ここでは、FOMC 参加者の見通しをベースに、テイラールールを用いて適正な FF 金利を試算してみた。前提として、実質均衡金利は FOMC 参加者が長期的に見込む成長率の中央値 (2.6%) とし、インフレ率はコア個人消費デフレーターを用いた。また、目標インフレ率は、同じく FOMC 参加者が長期的に見込む個人消費デフレーター上昇率の中央値 (1.85%) とした。需給ギャップは米議会予算局 (CBO) の推計値を用いた。

試算によれば、2009 年 4Q (10-12 月期) 時点では、適正 FF 金利は 0.13% とまだ現在の誘導レンジ (0.00-0.25%) の範囲内に収まっている。その後、2010 年 4Q に 0.28% とレンジをやや上回る水準となり、2011 年 4Q には 1.45% まで上昇する。これらの試算値は幅をもって見る必要があるが、デフレギャップが大きいことや、インフレ率が目標を下回って推移することから、適正 FF 金利はしばらく低水準に止まり、中立水準 (4.45%) に戻るにはかなりの時間を要するものとみられる (第 3 図、第 4 図)。

第 3 図：テイラールールからみた適正 FF 金利

	潜在GDP	実質GDP	前年比	需給ギャップ <sup>o</sup>	コアPCE	適正FF
08/4Q	12031.50	11522.10		-4.23	1.90	2.41
09/4Q	12293.20	11378.07	-1.25	-7.44	1.45	0.13
10/4Q	12504.10	11685.28	2.70	-6.55	1.25	0.28
11/4Q	12730.30	12176.06	4.20	-4.35	1.30	1.45
長期			2.60		1.85	4.45

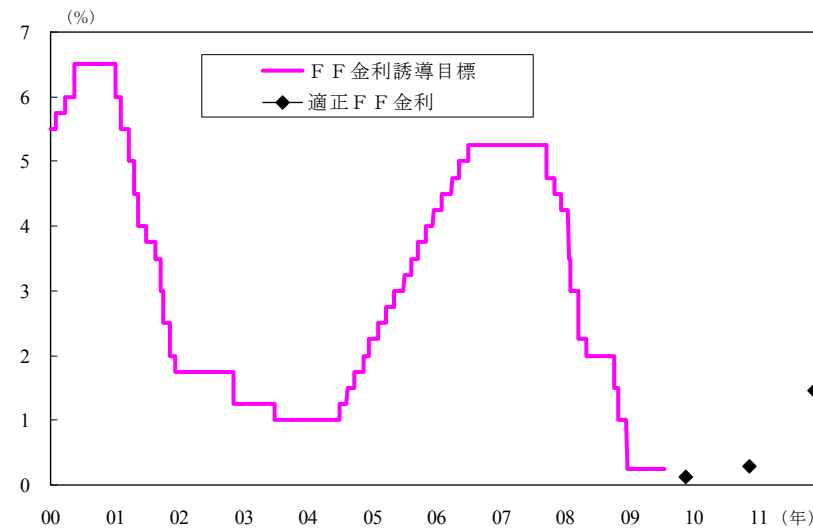
$$[\text{適正FF金利}] = [\text{実質均衡金利} (\equiv \text{潜在成長率})] + [\text{インフレ率}] + 0.5 * ([\text{インフレ率}] - [\text{目標インフレ率}]) + 0.5 * [\text{需給ギャップ}]$$

【前提条件】

- ・実質均衡金利は2.6%
- ・インフレ率はコア個人消費デフレーター (PCE)
- ・目標インフレ率は1.85%

(資料) 米商務省、FRB、CBO より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：FF金利誘導目標



(資料) データストリームより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### 4. 順当に行けば来年後半にも利上げ

FRBは、これまで金融危機に対して果敢に対応してきたが、一方で過剰流動性による将来のインフレリスクを警戒しており、経済・金融情勢が正常化したと判断されれば、速やかに出口戦略を発動するとみられる。上記試算より、経済がFRBの見通し通りに推移すれば、来年後半にも利上げに転じる可能性がある。

実際の利上げは、各種流動性支援プログラムや長期資産買取りなど、「信用緩和」策の多くが解除された後になるとみられる。その際、膨らんだバランスシートの修正（過剰流動性の吸収）が短期間で終了すればよいが、相応の時間がかかることが予想される。従来は過剰流動性が残るうちに利上げを行うと、FF金利のコントロールが難しくなる面があったが、2008年10月から準備預金へ付利が認められるようになり、そうした技術的な問題はかなり改善された。過剰流動性の吸収がある程度進めば、バランスシートが完全にアンワインドされなくても、ゼロ金利の解除は可能とみられる。

(H21.7.17 山中 崇 takashi\_2\_yamanaka@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内2-7-1