

2016年3月17日 全5頁

FOMC 課題はインフレに絞られてきた

利上げは年内2回の見通しに

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2016年3月15日-16日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策変更はなく、FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.25-0.50%で維持する決定が行われた。利上げ見送りとの見方が市場の大勢を占め、想定通りの結果である。
- 米国経済の現状認識は、米国経済の堅調さが強調される表現となった。雇用に対する評価が上方修正され、インフレ動向とマーケットベースのインフレ期待に対する評価も上向き方向へ言及された。
- 経済の先行きは、海外経済と金融動向が引き続きリスクであるとされたが、インフレ動向に影響を与えるリスクは後退したことが暗に示された。他方で、インフレ動向については「注意深く監視していく」と表現されており、政策運営におけるインフレ動向の重要性がより一層高まっていることが示されている。
- FOMC参加者の政策金利の見通しを見ると、2016年については0.25%pt ずつの利上げであれば、2回の利上げを見込んでいることとなり、利上げのペースは前回見通しからより緩やかなものへと引き下げられた。
- 世界経済や金融動向への懸念は後退し、労働市場はおおむね目標に達して、利上げに向けた残る課題は主にインフレ動向となる。エネルギー価格下落による下押し圧力が剥落すれば、インフレ率が高まる可能性がある。
- 経済、市場動向を見極めるために、4月のFOMCにおける利上げは見送られるだろう。世界経済や金融動向への懸念がさらに後退していることが4月の会合で確認できれば、6月会合での利上げを見込む。

金融政策は据え置き

2016年3月15日-16日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを0.25-0.50%で維持する決定が行われた。また、FRB（連邦準備制度理事会）が保有する資産の規模は、現状の水準を維持することが決定された。決定に際し、カンザスシティ連銀のジョージ総裁は0.25%ptの利上げを行うべきとして、反対票を投じている。

2015年12月の利上げや、2016年に入って以降の金融市場の混乱の影響を見極める必要があり、今回のFOMCでは利上げを見送るとの見方が市場の大勢を占めていたため、政策金利の据え置きは想定通りの結果である。今回のFOMCにおける注目点であった、2回目の利上げに向けたヒントは明確には示されず、政策変更に向けた自由度が確保される形となった。次のFOMC会合は4月26日-27日で、イエレン議長の記者会見などは予定されていない。

声明文ではインフレ動向をより重視する姿勢が明確化

経済の現状認識は「緩やかなペースで拡大している」とされた。前回の1月会合における声明文では、「経済成長が鈍化」という表現が用いられていたが、利上げが決定された2015年12月会合の声明文の表現に戻される形となった。「このところの世界経済と金融動向にもかかわらず」との表現が付け加えられており、米国経済の堅調さが強調される表現となったと言える。

個別項目への評価を見ると、設備投資に対する評価が「軟調である」とされ、前回会合における声明文から下方修正されている。前回の声明文で追加されていた在庫投資に対する言及が今回削除されたという変更はあったものの、個人消費、住宅投資、外需に対する評価は、いずれも前回から変更されておらず、需要面については前月からやや評価が後退している。

一方で、雇用に対する評価が上方修正された。前回の声明文では「最近の一連の労働市場の指標は、労働資源の活用不足がさらに追加的に減少したことを示している」とされていたが、今回の声明分では「労働市場が一段と力強さを増したことを示している」と、より広範な改善を示す表現へと変更された。

また、インフレ動向も「ここ数ヶ月間で上向いた」の表現が追加された。エネルギー価格および輸入物価の下落によって目標を下回っているという表現は残されているものの、インフレ率が高まりつつあることを示す表現となった。「更なる低下」とされていたマーケットベースのインフレ期待に対する評価も「低いまま」とされ、方向感として下げ止まりが言及されている。

経済の先行きは、海外経済と金融動向が引き続きリスクであるとされたが、前回の声明文であった「注意深く監視していく」との表現が改められた。海外経済や金融動向が労働市場やインフレ動向に影響を与えるリスクが後退したことを暗に示していると言える。他方で、インフレ動向については「注意深く監視していく」と表現されており、政策運営におけるインフレ動向の重要性がより一層高まっていることが示されている。

FOMC 参加者の経済見通しはやや慎重に

今回公表された FOMC 参加者による経済見通しでは、実質 GDP 成長率の見通しの中央値は、2016 年が▲0.2%pt、2017 年が▲0.1%pt、それぞれ下方修正された。2018 年と長期の見通しはいずれも変化が無いことから、潜在成長率に対する見方は大きく変更されていないとみられ、景気循環に対する見方がやや慎重さを増したと言える。

しかし一方で、失業率の見通しは、2017 年が 4.6%、2018 年が 4.5%とされ、それぞれ前回見通しから低下（改善）した。長期見通しも前回見通しから▲0.1%pt 低下しており、自然失業率の水準が引き下げられたことが、短期的な失業率見通しを低下させる要因になったとみられる。また、すでに自然失業率近辺まで低下した失業率は、今後も長期見通しを下回って推移するという従来通りの見方は維持される中で、2018 年見通しと長期見通しの差が前回調査から拡大していることから、循環的にも失業率見通しは幾分楽観的になったと解釈できる。

PCE（個人消費支出）価格指数はエネルギー価格下落を受けて、2016 年見通しが下方修正されたものの、2017 年以降の見通しはほぼ変わらなかった。食品とエネルギーを除くコア PCE 価格指数の見通しについても、前回からほぼ変わっておらず（2017 年のコア PCE 価格指数は▲0.1%pt とわずかに下方修正）、インフレ動向に対する現状認識が上方修正される中でも、先行きの見方は大きく変更されていない。

図表 1 FOMC 参加者による経済見通し

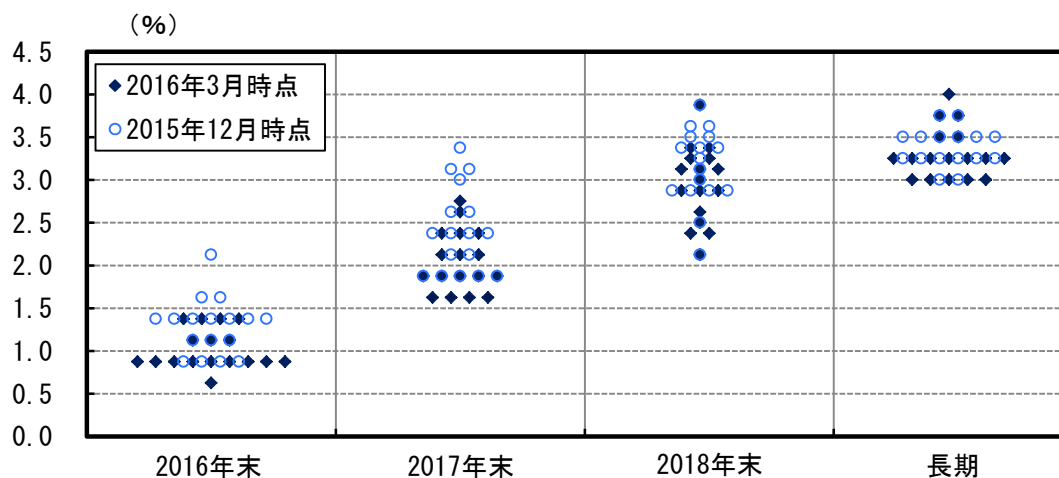
(単位：%)		中央値				大勢見通し							
		2016	2017	2018	長期	2016		2017		2018		長期	
						下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質 GDP 成長率 (4Q の前年比)	今回	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	2.3	2.0	2.3	1.8	2.1	1.8	2.1
	12月	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3	2.5	2.0	2.3	1.8	2.2	1.8	2.2
失業率 (4Q の平均)	今回	4.7	4.6	4.5	4.8	4.6	4.8	4.5	4.7	4.5	5.0	4.7	5.0
	12月	4.7	4.7	4.7	4.9	4.6	4.8	4.6	4.8	4.6	5.0	4.8	5.0
PCE 上昇率 (4Q の前年比)	今回	1.2	1.9	2.0	2.0	1.0	1.6	1.7	2.0	1.9	2.0	2.0	
	12月	1.6	1.9	2.0	2.0	1.2	1.7	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0	
コア PCE 上昇率 (4Q の前年比)	今回	1.6	1.8	2.0	-	1.4	1.7	1.7	2.0	1.9	2.0		
	12月	1.6	1.9	2.0	-	1.5	1.7	1.7	2.0	1.9	2.0	-	-

(注) 大勢見通しは上位 3 名、下位 3 名を除いた数値。

(出所) FRB 資料より大和総研作成

FOMC 参加者の政策金利の見通しを見ると、2016 年末の中央値が 0.875%、2017 年末が 1.875%と、いずれも 2015 年 12 月時点の前回調査から 0.5%pt 低下した。また 2018 年の見通しは 3.000%、長期見通しは 3.250%と前回調査から 0.25%pt 低下している。2016 年については 0.25%pt ずつの利上げであれば、2 回の利上げを見込んでいることとなり、利上げのペースは前回見通しからより緩やかなものへと引き下げられた。2017 年は年間 4 回、2018 年は年間 4-5 回の利上げを見込んでおり、利上げのペースが徐々に加速する見通しとなっている。それでも 2018 年末時点の金利水準は長期見通しを下回っており、約 3 年間かけても政策金利は適正水準を下回っているという見通しに変更はない。

図表 2 FOMC 参加者の政策金利見通し



(出所) FRB より大和総研作成

次回の利上げは6月を予想

FOMC 参加者による世界経済や金融動向への懸念は後退し、労働市場はおおむね目標に達して、利上げに向けた残る課題は主にインフレ動向となる。2月以降は、市場におけるリスク回避行動が落ち着き、株価や原油価格が底打ちした可能性があり、ドル高も一服した。物価重視がより強まり、インフレ期待と実績のインフレ率が重要な判断材料となろう。

インフレ目標の指標である PCE 価格指数は1月にやや上昇幅を高めた。2月の情報として CPI (消費者物価指数) をみると、コア CPI が前年同月比 2.3% 上昇し、上昇ペースが加速した。エネルギーなどを含む総合の CPI は同 1.0% の伸びで足下のインフレ圧力は限定的ながら、エネルギー価格下落による下押し圧力が剥落すれば、インフレ率が高まる可能性があり、また、債券市場参加者や個人の期待インフレ率も底打ちした可能性がある。ジョージ総裁が利上げを求めて反対票を投じた一方で、ブレイナード理事はインフレ動向を慎重に判断する必要性に言及していた。FOMC の参加者たちは、利上げに向けた判断材料として、足下の動きが一時的かどうかを見極めようとしているのだろう。

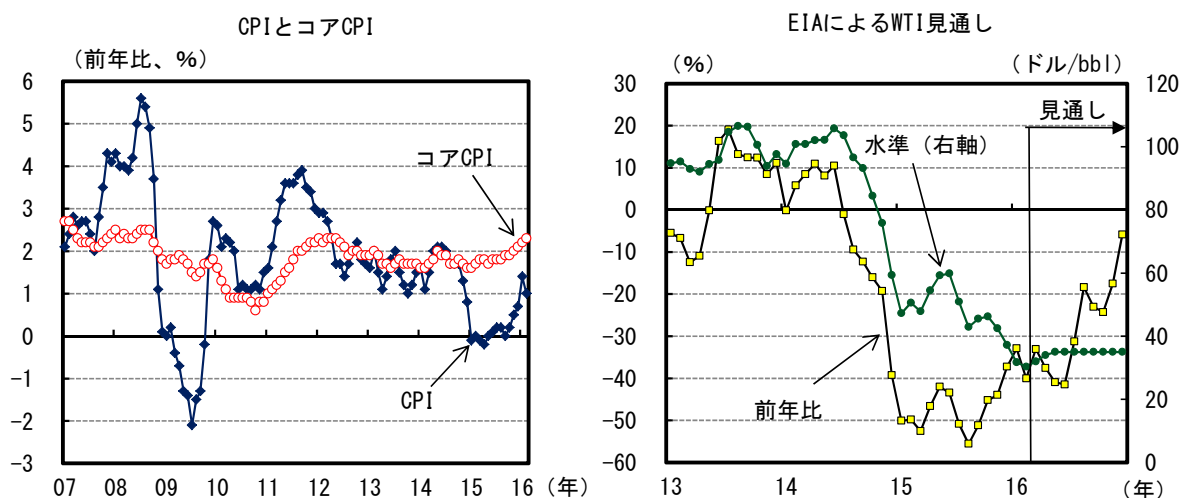
ただし、インフレ率を前年比で比較する場合、1年前の 2015 年 4-6 月頃は原油価格が一時 60 ドル/バレルまで持ち直していたので、2016 年の 4-6 月期もエネルギー価格がインフレ率を引き下げるマイナス寄与が大きくなる点に留意が必要である。図表 3 右にあるように、足下 40 ドル/バレル弱の原油価格が小幅に上昇しても、エネルギー価格によるインフレ率の押し下げ寄与が拡大する可能性がある。一方で、4 月には OPEC やロシアを含む産油国が原油の増産凍結に向けた会合が開かれるとの報道があり、原油価格が大きく上昇して米国のインフレ率も上振れする可能性がある。

こうした経済、市場動向を見極めるために、4 月の FOMC における利上げは見送られるだろう。世界経済や金融動向への懸念がさらに後退していることが 4 月の会合で確認できれば、イベン

トリスクが発生しないことを前提に6月会合での利上げを見込む。6月は、英国でEU離脱を問う国民投票が予定され、ドル高につながる可能性があるイベントとして指摘できる。イベントリスクなどが顕在化した場合でも、年内の利上げ姿勢は直ちに後退するものではないだろう。

2016年内に2-3回程度の利上げは市場の予想とも合致することから、次の利上げ時の市場へのインパクトも抑制されるだろう。市場が2回目の利上げを織り込みやすいよう、環境整備を進めたとも言える。

図表3 CPIとEIAによるWTI見通し



(注) EIAはエネルギー情報局。WTIの見通しは3月の“Short-Term Energy Outlook”による。
(出所) BLS, EIA, Haver Analyticsより大和総研作成