

2016年6月16日 全4頁

FOMC 利上げ見通しは年内2回で変わらず

7月会合での利上げの可能性は残る、次の雇用統計を待て

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6月14日-15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。5月の雇用統計における非農業部門雇用者の増加ペースが急減速したことを受けて、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。
- 声明文では、個人消費の持ち直しを主因に経済の現状認識が上方修正された。一方、経済の現状認識以外の部分に関しては、前回会合からほぼ変更されておらず、次回以降の利上げに関するヒントは明示されなかった。
- 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おり、前回見通しから変わっていない。他方、2017年、2018年は年間3回の利上げを見込む形となり、利上げペースは前回見通しで提示されていたものよりも緩やかなものとなった。
- 次の政策変更に向けたフリーハンドを維持した格好であるが、再利上げの必要性は低下気味である。再利上げには将来に向けてインフレ率が上昇していくことを期待させるような労働市場の力強さが求められる。7月のFOMCまでに6月分の雇用統計などの結果が望ましいものであれば、利上げ判断に至る可能性がある。

政策金利は据え置き

2016年6月14日-15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。前回の4月会合と前々回の3月会合において、0.25%ptの利上げを行うべきとして政策金利の据え置きに反対票を投じていたカンザスシティ連銀のジョージ総裁も今回は現状維持に賛成票を投じ、3会合ぶりの全会一致となった。

5月の雇用統計における非農業部門雇用者数の増加ペースが急減速したこと¹を受けて、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。声明文では、経済の現状認識以外の部分に関しては前回会合からほぼ変更されておらず、次回以降の利上げに関するヒントは明示されなかった。政策判断はあくまで経済指標次第であり、全ての会合で政策変更があり得るという従来の姿勢を貫き、政策の自由度を確保したと言えよう。次のFOMC会合は7月26日-27日で、経済見通しの公表、およびイエレン議長の記者会見は予定されていない。

個人消費の持ち直しで経済の現状認識を上方修正

今回のFOMCの声明文では、経済の現状認識は「労働市場の改善ペースが鈍る一方で、経済成長に加速が見られる」とされ、前回会合における表現から上方修正された。

個別項目への評価を見ていくと、5月の雇用統計において非農業部門雇用者数の増加ペースが急減速したことを受けて、「雇用の増加が弱まった」と労働市場に対する評価が下方修正された。一方で、個人消費に関して「家計支出は力強さを増している」とされ、減速が言及されていた前回の声明文から上方修正され、経済全体の現状認識を上方修正する主な要因となった。また、これまで「軟調である」とされていた外需に対する評価が、「外需による下押しは和らぎつつある」と上方修正されている。住宅投資、および設備投資に関する表現は前月から据え置かれた。インフレ動向に関しては、実際のインフレ率に関する表現は前月から変更されなかったものの、マーケットベースの期待インフレ率が「低下している」とされ、前回の声明文から下方修正された。

経済の先行きに関する記述については、前回の声明文からほとんど変更されていない。今回減速が言及された労働市場に関しても、先行きについては改善するという見方が維持されている。海外経済と金融動向をリスク要因として「引き続き注意深く監視していく」という表現も前回のまま据え置かれた。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「雇用の伸びが失速、6月利上げは見送りへ」（2016年6月6日）参照。 http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20160606_010954.html

経済見通しは足下やや慎重に、年内2回の利上げペースは維持

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なく、景気循環に対する見方がやや慎重さを増した結果と言える。

失業率の見通しの中央値に関しては、2016年(4.7%)、2017年(4.6%)は前回見通しから変わらず、2018年が4.6%とされ、前回見通しから0.1%pt上昇(悪化)した。GDP成長率見通しが引き下げられたにもかかわらず、2016年の失業率見通しが据え置かれたのは、足下で既に失業率が4.7%まで低下しているからと考えられる。一方で、2018年の失業率見通しの上昇(悪化)は、2017年のGDP成長率が引き下げられたことに対応しているとみられる。長期見通しに関しては4.8%と前回見通しから変わっていないことから、自然失業率水準に対する見方は変更されておらず、先行き2~3年間の失業率は自然失業率を下回って推移するという見通しも維持されている。

PCE(個人消費支出)価格指数は、2016年見通しが上方修正されたが、これは足下の原油価格の上昇と、ドル高一服によるエネルギー以外の輸入物価の上昇を反映したものと考えられる。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、2016年、2017年がそれぞれ0.1%ptずつ上方修正された。

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 3月	2.0 2.2	2.0 2.1	2.0 2.0	2.0 2.0	1.9 2.1	2.0 2.3	1.9 2.0	2.2 2.3	1.8 1.8	2.1 2.1	1.8 1.8	2.0 2.1
失業率 (4Qの平均)	今回 3月	4.7 4.7	4.6 4.6	4.6 4.5	4.8 4.8	4.6 4.6	4.8 4.8	4.5 4.5	4.7 4.7	4.4 4.5	4.8 5.0	4.7 4.7	5.0 5.0
PCE上昇率 (4Qの前年比)	今回 3月	1.4 1.2	1.9 1.9	2.0 2.0	2.0 2.0	1.3 1.0	1.7 1.6	1.7 1.7	2.0 2.0	1.9 1.9	2.0 2.0	-	2.0 2.0
コアPCE上昇率 (4Qの前年比)	今回 3月	1.7 1.6	1.9 1.8	2.0 2.0	- -	1.6 1.4	1.8 1.7	1.7 1.7	2.0 2.0	1.9 1.9	2.0 2.0	-	- -

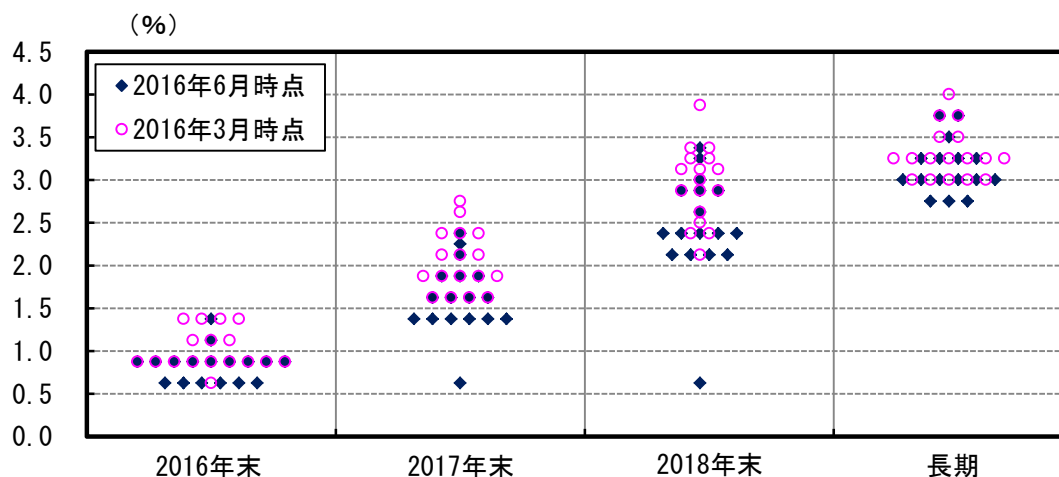
(注) 大勢見通しは上位3名、下位3名を除いた数値。

(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年末の中央値は0.875%と前回見通しから変わらなかった。他方、2017年末は1.625%(前回見通し:1.875%)、2018年末は2.375%(前回見通し:3.000%)へとそれぞれ低下した。利上げペースに関して、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になり、前回見通しから変わっていない。他方、2017年、2018年は年間3回の利上げを見込む形となり、利上げペースは前回見通しで提示されていたものよりも緩やかなものとなった。堅調な内需に加えて、外需の停滞やコモディティ価格の下落、ドル高などの逆風が緩和したことを踏まえて、短期的にはインフレに対する予防的利上げが必要である一方で、長期的には利上げ継続の必要性が低下したことが示されていると考えられる。

また、利上げサイクル終了の目安となる、政策金利の長期見通しは3.000%となり、前回見通しの3.250%から引き下げられた。上述の通り、経済見通しにおける実質 GDP 成長率見通しは据え置かれているものの、中立金利、すなわち潜在成長率の低下が示唆されていると言える。

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、7月会合での利上げの可能性は残る

FOMC 参加者において短期的な利上げの必要性が認識されており、イエレン議長の記者会見では、7月および選挙直前の利上げの可能性を排除しなかったように、次の利上げに向けて政策変更のフリーハンドを確保することに腐心したとみられる。

今回の利上げ見送りの要因となった労働市場の改善鈍化が続くのであれば、インフレ率上昇の実現が難しいことになる。再利上げには、5月分の労働市場の軟調さは一時的であることが確認されるべきで、将来に向けてインフレ率が上昇していくことを期待させるような労働市場の力強さが求められることになる。また、6月6日に行われたイエレン議長の講演会では、期待インフレ率の低下に言及があり、少なくとも期待インフレ率の下げ止まりも求められよう。

ただし、2016年内の利上げを1回と見込む参加者が増えたように、利上げの必要性は低下気味で無理に進めることはない。インフレ率の加速が確認できない場合は消費の力強さ回復、少なくとも賃金の伸びが加速するなどのデータが確認される必要がある。統計を後追いするような政策対応となるが、次回、7月のFOMCまでに6月分の雇用統計と小売統計、5月と6月のCPI（消費者物価指数）などの情報が得られるため、これらがFOMCメンバーの見通しに沿った結果であれば利上げ判断に至ると予想する。言うまでもなく、英国のEU離脱を問う国民投票などイベントリスクがないことが前提である。引き続き、公表される統計に対するFOMCメンバーの発言、見解が変化するかどうかに注目すべきであろう。9月と11月のFOMCは、選挙前となることで、FRBへの監査義務付けなどを求める共和党、低金利維持を求めるトランプ候補などの存在を踏まえると、政治的に政策を変更しにくくなる。