

2016年9月23日 全5頁

FOMC 年内利上げへの地ならし

2017年の利上げペースはより緩やかに

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

[要約]

- 2016年9月20日～21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。足下では軟調な経済指標が散見され、今回のFOMCでは利上げが見送られるという見方が市場では優勢であったため、政策金利の据え置きは想定通りである。決定に際しての投票では、0.25%ptの利上げをすべきとの反対票が3票投じられた。
- 声明文における経済の現状認識は「経済活動の拡大は今年前半に見られた緩やかなペースから加速した」とされ、前回声明文から上方修正された。また、経済の先行きに関しても、上振れと下振れリスクが均衡したことが示された。
- 利上げを決定しなかった理由に関して、FOMC後の会見では、インフレ率は目標を下回っており、労働市場にも一層の改善の余地があるためと説明された。また、利上げ賛成派が懸念しているとみられる商業用不動産などでのバブルの可能性を認めつつも、経済はそれほど過熱しておらず、金融政策が後手に回るリスクは小さいとされた。
- 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0.625%となり、年内に1回の利上げを見込んでいる。見通し提出者17人のうち、14人は年内に少なくとも1回の利上げを支持している。一方、2017年は2回の利上げが見込まれ、前回見通しから利上げペースは緩やかになった。
- 2016年内には11月と12月の2回のFOMCが予定されているが、選挙直前であることに鑑みると11月FOMCでの利上げの可能性は低いと考えられ、大和総研では12月の追加利上げを見込む。利上げに踏み切るための「さらなる証拠」として必要と考えられるインフレ率は、エネルギー価格による下押しの剥落で今後加速する公算が大きい。

金融政策は据え置き、現状維持への反対票は3票へ増加

2016年9月20日～21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。足下では軟調な経済指標が散見され、今回のFOMCでは利上げが見送られるという見方が市場では優勢であったため、政策金利の据え置きは想定通りである。

決定に際しての投票においては、前回の会合でも0.25%ptの利上げを行うべきとして現状維持に反対票を投じたジョージ・カンザスシティ連銀総裁に加えて、メスター・クリーブランド連銀総裁、ローゼングレン・ボストン連銀総裁も反対票を投じた。3票の反対票は2014年12月会合以来であり、FOMC参加者間で意見が対立し、利上げに対する支持が高まっていることを示す結果となった¹。

経済の現状認識は上方修正、利上げには「さらなる証拠」を待つ

声明文における経済の現状認識は「経済活動の拡大は今年前半に見られた緩やかなペースから加速した」とされ、「緩やかなペースで拡大している」とされていた前回の声明文から上方修正された。経済全体の現状認識が上方修正される要因となったのは、労働市場に対する評価の上方修正である。前回の声明文において、「5月は弱かったが、6月は力強かった」とされていた雇用の伸びは、「均して見れば堅調であった」とされた。一方、他の部分に対する評価は前回声明文から変更されなかった。個人消費は「力強く増加している」と強気の判断が維持され、設備投資については「軟調なままである」とされた。インフレ、およびインフレ期待に関する記述も前回から変更されていない。

経済の先行きに関しては、ごくわずかな変更ながら、明るさを増す表現となったと解釈できる。労働市場の先行きは「さらにいくらか (somewhat further)」力強さを増すとされたが、これは労働市場の現状認識が上方修正されたのを受けたものであると考えられる。また、前回声明文で「低下した」とされていた短期的な経済見通しのリスクは、今回声明文では「おおむね安定的とみられる (appear roughly balanced)」とされ、下振れリスクが一層軽減し、上振れと下振れリスクが均衡したことが示された。前回FOMCの時点でリスクとされていた英国のEU離脱決定に伴う短期的なリスクが後退したことなど主な要因と考えられる。

現状認識、および見通しの改善を受けて、今後の金融政策運営に関する記述の部分では、「委員会はFFレートを引き上げる根拠は強まったと判断するが、当面の間、目標に向けた進展のさらなる証拠を待つことを決定した」との一文が付け加えられた。利上げの根拠が強まっているにもかかわらず利上げを決定しなかった理由に関して、FOMC後のイエレン議長の会見では、イ

¹ ただし、2014年12月会合における反対意見は、必ずしも金融引き締めを主張していたわけではなく、反対票を投じた3人のうち2人は、より緩和的な政策を主張していたという点で今回とは内容が異なる。

ンフレ率が目標を下回っており、労働市場にも一層の改善余地があるためと説明された。また、利上げ賛成派が懸念しているとみられる商業用不動産などでのバブルの可能性を認めつつも、経済はそれほど過熱しておらず、金融政策が後手に回るリスクは小さいとされた。

長期の成長率見通しが下方修正され、利上げペースは緩やかに

今回公表された FOMC 参加者による経済見通しでは、2016 年の実質 GDP 成長率の見通しの中央値は、前回見通し（6 月）の +2.0% から +1.8% へと下方修正された。これは 2016 年前半の実績値が想定を下回ったためと会見で説明されており、2017 年、2018 年の見通しが前回から変更されていないことから景気循環に対する見方はほとんど変更されていないと言える。他方、長期見通しは前回の +2.0% から +1.8% へと下方修正されており、潜在成長率に対する見方が下方修正されたと解釈できる。今回初めて公表された 2019 年の見通しの中央値が +1.8% と、2017、2018 年に比べて低下しているのも、生産性上昇率の鈍化が一因であると説明されている。

失業率の見通しについては、足下までの状況を受けて 2016 年見通しが 4.8% へと上方修正（悪化）された。他方で、2018 年は 4.5% へと下方修正（改善）されているが、小幅な修正であり基本的な見方はさほど変わっていないとみられる。長期見通しについても 4.8% と前回見通しから変わらず、先行き 3 年間程度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）価格指数に関しても、前回見通しから大きな変更はなかった。2016 年見通しがわずかに下方修正されたが、これは実績値を反映したものであろう。PCE 価格指数は 2017 年、2018 年と上昇率を徐々に高め、2018 年末には長期見通し、および FRB の目標である +2.0% に達するという見通しも従来通りである。

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	2019	長期	2016		2017		2018		2019		長期	
							下限	上限	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	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7	1.9	1.9	2.2	1.8	2.1	1.7	2.0	1.7	2.0
	6月	2.0	2.0	2.0	-	2.0	1.9	2.0	1.9	2.2	1.8	2.1	-	-	1.8	2.0
失業率 (4Q の平均)	今回	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8	4.7	4.9	4.5	4.7	4.4	4.7	4.4	4.8	4.7	5.0
	6月	4.7	4.6	4.6	-	4.8	4.6	4.8	4.5	4.7	4.4	4.8	-	-	4.7	5.0
PCE 上昇率 (4Q の前年比)	今回	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0	1.2	1.4	1.7	1.9	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0	
	6月	1.4	1.9	2.0	-	2.0	1.3	1.7	1.7	2.0	1.9	2.0	-	-	2.0	
コア PCE 上昇率 (4Q の前年比)	今回	1.7	1.8	2.0	2.0	-	1.6	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0	2.0		-	-
	6月	1.7	1.9	2.0	-	-	1.6	1.8	1.7	2.0	1.9	2.0	-	-	-	-

(注) 大勢見通しは上位・下位 3 名を除いた数値。失業率は 10-12 月期平均、その他は 10-12 月期の前年比。

(出所) FRB より大和総研作成

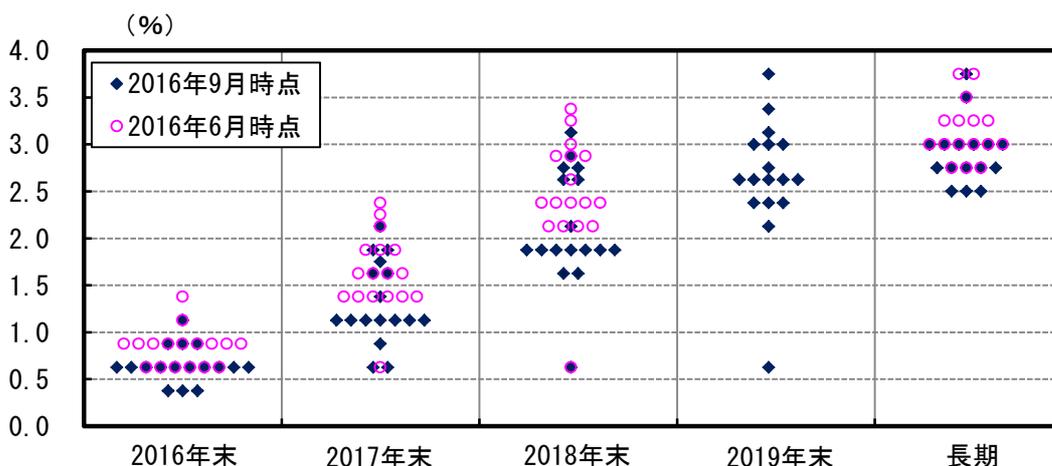
FOMC 参加者の政策金利の見通しを見ると、今回の会合で利上げが見送られたこともあり、2016 年末の中央値は 0.625% へと前回見通し (0.875%) から下方修正された。中央値としては年内に 1 回の利上げを見込んでいることになるが、個別参加者の値を見ても、見通し提出者 17 人のうち、10 人が 0.625% としており、FOMC 参加者の半数以上は年内 1 回の利上げを支持している。

また、年内に2回以上（年末までに0.50%pt以上）の利上げを主張している参加者も4人いるのに対し、年内の金利据え置きを主張しているのは3人に留まっており、短期的には追加利上げに大きく意見が傾いていることがうかがえる。

2017年以降に関して見ると、2017年末は1.125%（前回見通し：1.625%）、2018年末は1.875%（前回見通し：2.375%）へとそれぞれ低下、今回初めて公表された2019年末見通しは2.625%となった。今回の会合で利上げが見送られたことで、2017年以降に向けての発射台が低下したという側面もあるが、中央値に見る利上げのペースは、2017年は2回（+0.50%pt）となり、前回見通し時点の年間3回（+0.75%pt）から緩やかになった。2018年については従来の年間3回から変わらず、今回新たに公表された2019年見通しも、2018年と同様に3回の利上げを見込んでいる。

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2.875%となり、前回見通しの3.000%から引き下げられた。長期の実質GDP成長率見通しが引き下げられたのに合わせて、中立金利に対する見方もわずかに下方修正されたと考えられる。

図表2 FOMC参加者が考える適切な政策金利水準（ドットチャート）



（出所）FRBより大和総研作成

12月に追加利上げの公算大

今回のFOMC声明文は、短期的な利上げの必要性が強く主張される内容となり、2016年内の追加利上げの可能性が非常に高まった。大和総研では従来通り12月の追加利上げを予想する。

声明文では利上げに向けて「さらなる証拠を待つ」とされたが、具体的にはインフレ率の動向が重要になるだろう。労働市場については、一部に不活用が残るとしつつも改善が続いているとされ、失業率は長期見通しに迫る水準まで低下している。一方で、インフレ率については依然目標である+2%を下回ったままである。声明文でも言及されたように、エネルギー価格による下押しが剥落することで、今後インフレ率は加速する公算が大きく、利上げに踏み切る環境が整うこととなろう。12月のFOMCまでにPCE価格指数が目標の+2%に届く可能性は低いが、

フォワード・ルッキングな政策運営という観点からすれば、+2%達成に向けた加速が見られれば十分と考えられる。当然ながら、それまでに公表される経済指標が大きく下振れしたり、経済見通しを下振れさせるようなイベントが発生しないということが利上げの前提条件になるため、雇用動向などについても引き続き注目する必要がある。

2016年内には11月1日～2日と、12月13日～14日の2回のFOMCが予定されているが、11月FOMCでの利上げの可能性は低いだらう。最大の要因は、FOMCの翌週に選挙が行われるということである。今回のFOMC後の会見で、イエレン議長は金融政策を議論する上で政治動向に配慮することはないと明言したが、FRBとしては不要な批判に繋がる政策決定は避けたいだらう。加えて、選挙直前の利上げに対して金融市場は以前から懐疑的である。2015年12月の利上げ直前に見られた「次回の会合で」のような、11月FOMCでの利上げを強く意識させるメッセージは今回のFOMCでは示されなかった。このため、市場は11月の利上げを織り込みづらい。12月FOMCでの利上げに関しては、既にある程度市場で織り込まれており、市場環境として12月のほうが利上げを行いやすいだらう。

同様の理由で、新大統領就任直後の2017年1-3月期は、さらなる追加利上げには踏み切りづらいと考えられる。FOMC参加者による2017年中の利上げ見通しは2回に留まっていることもあり、2016年12月の次の利上げは、早くても2017年半ば以降ということになるらう。