

2016年11月4日 全4頁

FOMC インフレ加速で利上げに向け前進

「さらなる証拠を待つ」スタンスは維持

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11月1日～2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。今回のFOMCでは政策金利が据え置かれるとの見方が市場の大勢を占めていたため、想定通りの結果であった。
- 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、前回声明文と同様の表現となった。声明文全体としての変更は軽微なものとなったが、インフレ率に対する見方が、現状、先行きともに上方修正された。
- 追加利上げに向けては、「さらなる証拠を待つ」というスタンスが据え置かれた。ただし、「FFレートを引き上げる根拠は引き続き強まった（has continued to strengthen）」とされ、前回会合時から一層、利上げに向けて前進したことが明示された。
- 今回、声明文でインフレ率に関する見方が上方修正されたことで、これまで追加利上げに慎重だったFOMC参加者が、利上げ賛成に転換する材料は揃いつつある。大統領選挙後に政治や金融市場が不安定化したり、12月のFOMCまでに公表される経済統計が極端に落ち込むようなことがない限り、12月のFOMCで1年ぶりの利上げが決定される可能性が高いだろう。

想定通り金融政策は据え置き、現状維持への反対票は2票へ減少

2016年11月1日～2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。今回のFOMCでは政策金利が据え置かれるとの見方が市場の大勢を占めていたため、想定通りの結果であった。

決定に際しての投票では、前回会合で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ていたローゼングレン・ボストン連銀総裁が現状維持に賛成票を投じたため、反対票はジョージ・カンザスシティ連銀総裁、メスター・クリーブランド連銀総裁の2票へと減少した。

次のFOMCは12月13日～14日に開催され、経済見通しの公表、およびイエレン議長による記者会見が予定されている。

声明文の変更は軽微、インフレに対する見方が上方修正

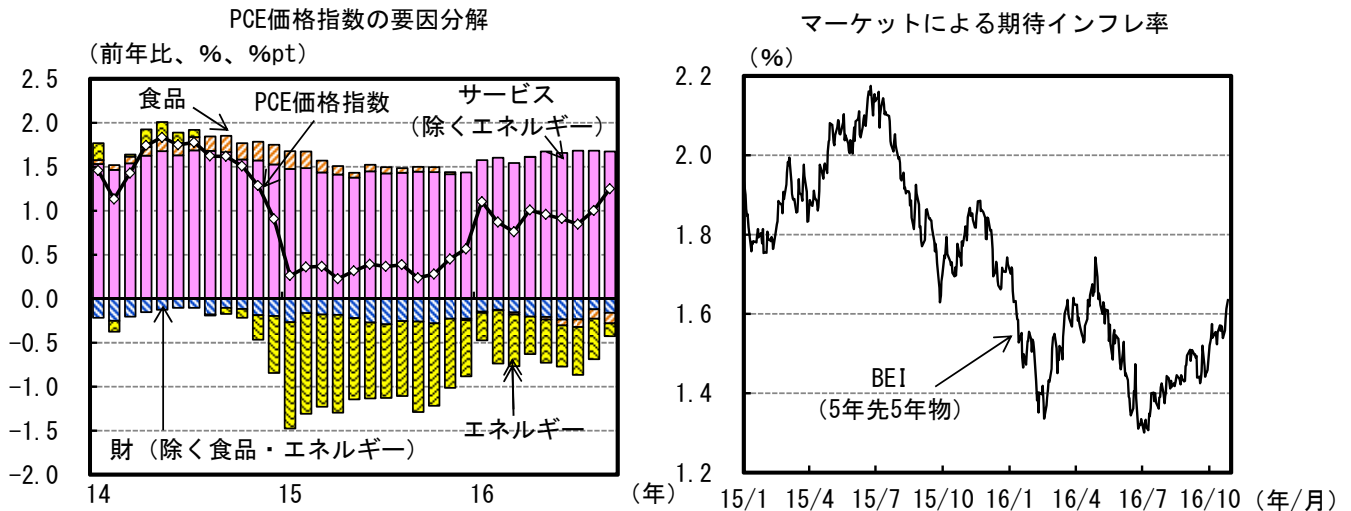
声明文における経済の現状認識は、「経済活動の拡大は今年前半に見られた緩やかなペースから加速した」とされ、前回声明文と同様の表現となった。

個別項目への評価を見ていくと、「力強く増加している」とされていた個人消費に対する評価が「緩やかに増加している」とされた。増加ペースの鈍化が明示された格好だが、これは先般公表された7-9月期のGDP統計において、4-6月期から個人消費の伸び率が縮小したことを踏まえたものであろう。前回声明文で「軟調である」とされていた設備投資については、表現が据え置かれ、引き続き慎重な見方が維持された。一方で、インフレ率に対する記述が上方修正されたことが今回の声明文における最大の変更点であった。これまで「長期目標である2%を下回って推移している」とされてきたインフレ率については、目標を下回っているという表現は残されたものの、足下で上昇率が拡大したことを受けて「今年初めからやや上昇している」という表現が追加された。また、マーケットベースのインフレ期待に関する記述でも、低水準であるという評価自体は変わらなかったが、「上昇した (have moved up)」という表現が追加された。

経済の先行きに関しても、ほぼ前回の声明文から変更されない中で、唯一インフレ率に関する記述が修正されている。現状判断におけるインフレ率の上昇を受けて、「短期的にはエネルギー価格の下落を受けて低位で推移する」という記述が削除された。

経済見通しのリスクバランスは「おおむね安定的」という前回声明文の評価から変更されおらず、今後の金融政策運営についても、「さらなる証拠を待つ」というスタンスが据え置かれる形となった。ただし、「FF レートを引き上げる根拠は引き続き強まった (has continued to strengthen)」とされ、前回会合時から一層、利上げに向けて前進したことが明示されたと言える。

図表1 PCE 価格指数の要因分解、マーケットによる期待インフレ率



(注) BEI は Break Even Inflation Rate。

(出所) BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

12月に追加利上げの可能性高まる、インフレ率の上振れが今後のテーマに

今回のFOMCでは、2015年10月のFOMC声明文で見られたような、次回会合での利上げを直接的に示唆するような表現が盛り込まれるか否かが一つの注目点であったが、声明文にそうした表現は盛り込まれなかった。CME（シカゴ・マーカントイル取引所）が公表するFF先物市場から計算した12月のFOMCでの利上げ確率は今回のFOMCの直前には70%を超え、金融市場は12月の利上げを十分に織り込んでいたため、FOMCメンバーはそこまで強いメッセージを発さなかったと考えられる。また、追加利上げに向けた環境は整いつつあるものの、12月のFOMCまでには2回の雇用統計を含めて多くの経済統計が公表されることに加えて、11月8日には選挙を控えていることから、政策の自由度を確保するという意図があったと解釈できる。前回会合で利上げを主張していたローゼングレン・ボストン連銀総裁が今回現状維持に票を投じたのも、選挙等のリスクを意識したことと、マーケットが利上げを織り込んでいない11月に敢えて利上げをすることを望んでいなかったためと考えられよう。討議資料であるページブックを確認しても、とりわけボストン連銀の管轄地域で景況感が悪化しているわけではなく、根本的に利上げの必要性が低下したと意見が変わったとは考えづらい。

これまで利上げを巡ってFOMC参加者内部で意見が対立してきたのは、インフレ率が目標を下回って推移してきたことが最大の要因であった。早期利上げを主張する参加者は利上げを先送りすれば失業率が長期的に適切な水準から下振れし、インフレ率が上振れすることで急速な利上げが必要になると考え、インフレ予防的な利上げを主張していた。一方で、利上げを見送るべきと主張してきた参加者は、低位で推移するインフレ率を踏まえると労働市場には依然スラックが存在しており、実際にインフレ率が高まる兆候を確認してから利上げに踏み切っても遅くないと考えていた。今回、声明文でインフレ率に関する見方が現状、先行きともに上方修正されたことで、これまで追加利上げに慎重だった参加者が、利上げ賛成に転換する材料は揃い

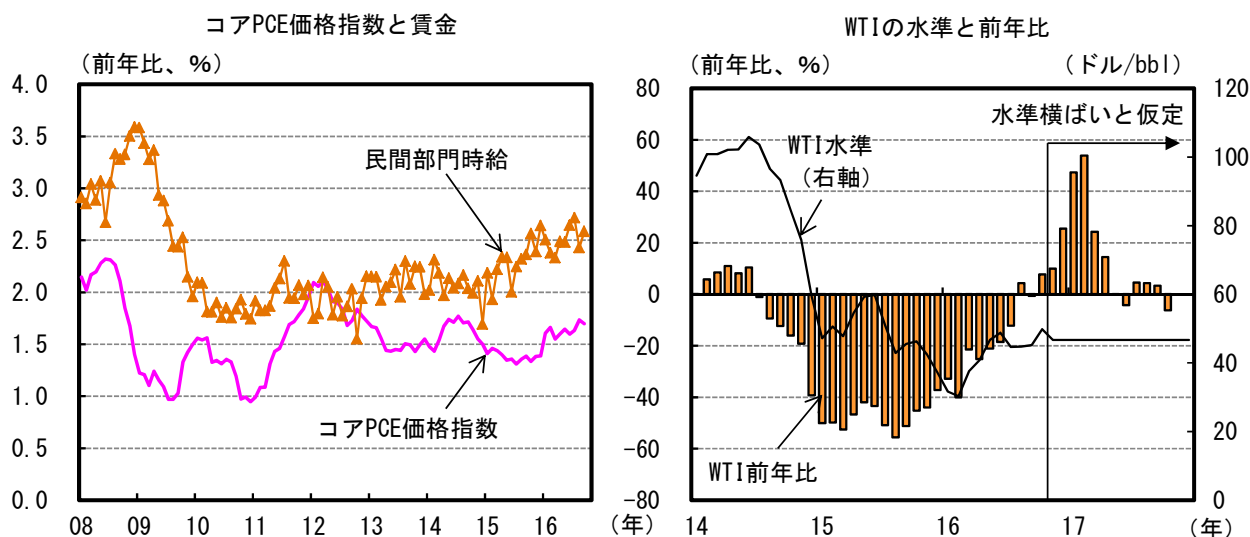
つつあると言える。

物価目標という観点からすれば 2016 年に比べて 2017 年の方が利上げの必要性が高まると考えられる。仮に原油価格が足下水準で推移したとしても、2016 年初を底に原油価格は上昇してきたため、2017 年前半まではエネルギー価格は前年比ベースのインフレ率の押し上げに作用することになる。また、食品・エネルギーを除いたコア PCE 価格指数を見ても、賃金上昇率が徐々に加速する中で、サービス価格を中心に緩やかながら上昇率を高めつつある。今後の原油価格や為替動向次第ではあるものの、PCE 価格指数が目標である 2%を上回って推移する可能性は高まっている。

イエレン議長は 10 月 14 日の講演において「高圧経済」、すなわち景気が過熱する中でも緩和的な金融政策を続ける可能性を示唆する発言をしている。この背景にはこうした短期的インフレ率の上振れリスクを意識した可能性がある。これまでは原油価格下落によってインフレ率が低位で推移してきたことで利上げの先送りが続いてきたが、今後はインフレ率の上振れリスクが高まる中での金融政策手腕を問われることになる。

仮に 12 月での利上げができなくなると、2017 年 1 月に就任する新大統領による政策や議会との関係性を見極める必要性で利上げを行いつらくなると考えられる。大統領選挙後に政治や金融市場が不安定化したり、12 月の FOMC までに公表される経済統計、とりわけ 2 回の雇用統計が極端に落ち込むようなことがない限り、12 月の FOMC で 1 年ぶりの利上げが決定される可能性が高いだろう。

図表 2 コア PCE 価格指数と賃金、WTI の水準と前年比



(出所) BEA、BLS、EIA、Haver Analytics より大和総研作成