

2016年12月15日 全4頁

FOMC 2017年の利上げペースが上方修正

全会一致で1年ぶりの利上げを決定

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12月13日～14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0.50-0.75%へと0.25%pt引き上げられることが全会一致で決定された。今回のFOMCでは政策金利が引き上げられるとの見方が市場の大勢を占めていたため、利上げの決定については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、「経済活動は年央から緩やかなペースで拡大している」とされた。「今年前半に見られた緩慢なペースから加速した」とされていた前回声明文から表現がわずかに変更されたものの、足下の景気に対する見方は大きくは変わっていない。
- 今回公表されたFOMC参加者による経済見通しでは、2016年、2017年、2019年の実質GDP成長率の見通しがそれぞれ+0.1%ptずつ上方修正された。また、失業率の見通しについても、2016年、2017年、2019年がそれぞれ0.1%ptずつ下方修正（改善）されており、FOMC参加者による景気循環の先行きに対する見方は総じて上方修正されたとと言える。
- 今回の会合において最も注目された、FOMC参加者の政策金利の見通しでは、2019年末まで毎年3回（0.75%pt）の利上げを見込む結果となった。前回9月調査時点では、2017年の利上げペースは年間2回とされており、2017年の利上げのペースが引き上げられる結果となった。
- 2017年以降、利上げの必要性が高まるのとは裏腹に、トランプ次期大統領による政策動向や市場動向への配慮から、利上げを行いつらくなると見込まれる。今回のFOMCでは2017年に3回の利上げを見込む結果となったが、大和総研では2回の利上げという従来の見方を維持する。

想定通り政策金利を引き上げ

2016年12月13日～14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0.50-0.75%へと0.25%pt引き上げられることが全会一致で決定された。利上げの決定は2015年12月会合以来、1年ぶりである。FRB（連邦準備制度理事会）が保有する資産の規模については、現状の水準を維持することが決定された。今回のFOMCでは政策金利が引き上げられるとの見方が市場の大勢を占めていたため、利上げの決定については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、「経済活動は年央から緩やかなペースで拡大している」とされた。「今年前半に見られた緩慢なペースから加速した」とされていた前回声明文から表現がわずかに変更されたものの、足下の景気に対する見方は大きくは変わっていない。

個別項目への評価に関しても、前回声明文の表現からほとんど変更されていない。わずかながら変更された箇所としては、「ほとんど変わらなかった」とされていた失業率が、11月の大幅な低下を受けて「低下している」とされた。また、インフレ率が「やや上昇している」から「上昇している」へと変更されたほか、マーケットベースのインフレ期待が「かなり (considerably) 上昇した」とされ、インフレに対する見方が前回声明文に引き続き上方修正された。

経済の先行き、および今後の金融政策運営についての記述については、前回声明文から変更されていない。

景気循環に対する見方が上方修正、2017年の利上げは3回へ

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（9月）の+1.8%から+1.9%へと上方修正された。また、2017年は従来の+2.0%から+2.1%へ、2019年は+1.8%から+1.9%へとそれぞれ+0.1%ptずつ上方修正された（2018年は前回から変わらず+2.0%）。2016年分の上方修正については、7-9月期の実績値がFOMC参加者の見通しを上回った影響があるとみられるが、FOMC参加者による景気循環の先行きに対する見方は総じて上方修正されたと言える。声明文公表後のイエレン議長の会見では、FOMC参加者のうち数名は財政政策に関する前提を変更したという発言があり、そうした変更が見通しを押し上げる要因となった可能性があるだろう。

また、失業率の見通しについても、2016年、2017年、2019年がそれぞれ0.1%ptずつ下方修正（改善）されており、これは上記のGDP成長率の上方修正と整合的である。長期見通しは4.8%と前回見通しから変わっておらず、失業率は当面、自然失業率を下回って推移するという見方に変化はない。

PCE（個人消費支出）価格指数に関しては、2016年が従来の+1.3%から+1.5%へと上方修正されたものの、2017年以降の見通しは変更されていない。2016年に関してエネルギー・食品を除いたコアPCE価格指数は変更されていないことから、エネルギー価格の上振れが上方修正の

要因になったと考えられる。2017年以降、実質GDP成長率や失業率の見通しが強気に修正される中で、インフレ率の見通しは前回見通しから据え置かれているため、フィリップス曲線に関する見方が修正されたと解釈できる。

図表1 FOMC参加者による経済見通し

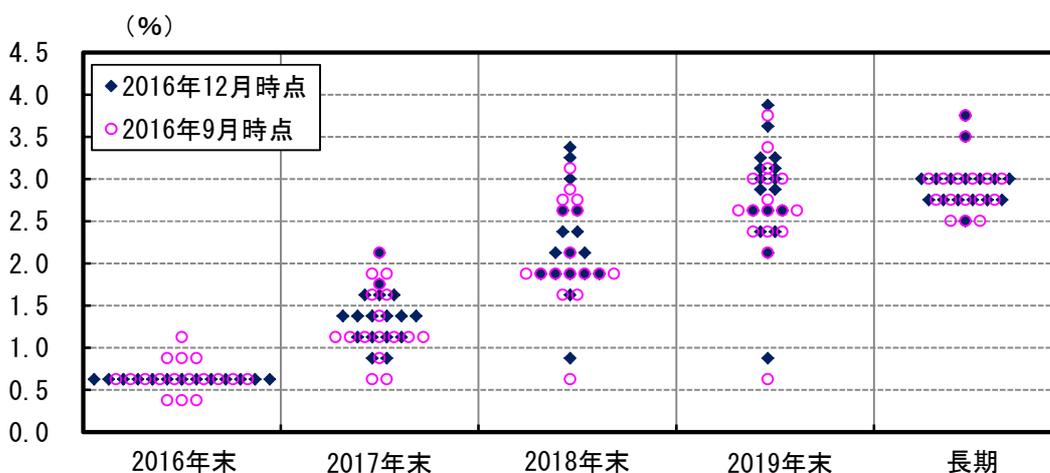
(単位：%)		中央値					大勢見通し									
		2016	2017	2018	2019	長期	2016		2017		2018		2019		長期	
							下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質GDP成長率 (4Qの前年比)	今回	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9	2.3	1.8	2.2	1.8	2.0	1.8	2.0
	9月	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7	1.9	1.9	2.2	1.8	2.1	1.7	2.0	1.7	2.0
失業率 (4Qの平均)	今回	4.7	4.5	4.5	4.5	4.8	4.7	4.8	4.5	4.6	4.3	4.7	4.3	4.8	4.7	5.0
	9月	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	今回	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5		1.7	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	
	9月	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	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	今回	1.7	1.8	2.0	2.0	-	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0		-	-
	9月	1.7	1.8	2.0	2.0	-	1.6	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0	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

今回の見通しにおいて最も注目された、FOMC参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）では、2017年末の中央値は1.375%（前回見通し：1.125%）、2018年末は2.125%（前回見通し：1.875%）、2019年末は2.875%（前回見通し：2.625%）となり、いずれも前回調査から上方修正された。利上げペースに注目すると、1回あたり0.25%ptの利上げであれば2019年末まで毎年3回（0.75%pt）の利上げを見込んでいることになる。前回調査時点では、2017年の利上げペースは年間2回とされており、2017年の利上げのペースが引き上げられる結果となった。足下で失業率は4.6%と長期見通しを下回る水準まで低下していることに加えて、景気循環の先行きに対する見方も上方修正されたことが、利上げペースを引き上げる要因になったと考えられる。

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

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（中央値）は3.000%となり、前回見通しの2.875%から引き上げられた。長期のFF金利はこれまで下方修正が繰り返されて

きており、わずかな上方修正ではあるものの、反転に転じたことは大きな変化と言えよう。実質 GDP の長期見通しはほとんど変わっていないが、中立金利や潜在成長率に対する見方が上方修正されたことになる。

利上げの必要性が高まる一方で、FRB は追加利上げをしづらい状況

今回の FOMC では 2017 年に利上げペースが加速するという見方が示されたが、これは景気下振れリスクが軽減し、低位で推移してきたインフレ率が実際に上昇してきたことで、利上げの必要性が認識されてきたためであろう。

インフレ率の先行きに関して、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。加えて、トランプ次期大統領の拡張的な財政政策が実現すれば、景気は過熱感を強める可能性が高く、インフレ率は一層加速しやすくなるだろう。トランプ次期大統領による政策が実行に移されるのは 2017 年 10 月から始まる 2018 財政年度からとみられる。減税については過去に遡って適用される可能性があり、2001 年のブッシュ減税の例を参考にすれば、早ければ 2017 年 7-9 月期頃から景気を押し上げる要因になり得る¹。

しかし、2017 年以降はトランプ次期大統領による政策動向や市場動向への配慮から、利上げの必要性が高まるのとは裏腹に、利上げを行いつらくなると見込まれる。2017 年 1 月 20 日の大統領就任直後は、大統領による政策や、議会との関係性などを見極める必要があるため、追加利上げに踏み切りづらい。加えて、トランプ次期大統領の政策の具体像が明らかになる過程で、財政悪化に対する懸念などから長期金利が不安定化する可能性があるだろう。また、財政関連のイベントリスクとして、3 月に債務上限の適用が再開されることが挙げられる。財務省による緊急措置によって 8 月から 9 月頃までは、債務上限に達しないとみられているが、こうした財政関連の話題は債券市場を不安定化させ、利上げを阻む要因となる。

今回の FOMC では 2017 年に 3 回の利上げを見込む結果となったが、大和総研では 2 回の利上げという従来の見方を維持する。ただし、トランプ次期大統領の政策については依然不透明な部分が多く、今後の動向次第で金融政策運営も変化する可能性がある。

なお、次回の FOMC 以降、投票権を有する地区連銀総裁が変更になる。2017 年に投票権を得るのは、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁、シカゴ連銀のエバンス総裁、ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁、ダラス連銀のカプラン総裁である。ハト派として知られるエバンス総裁以外の政策スタンスははっきりしない。しかし、2016 年に投票権を持っていたカンザスシティ連銀のジョージ総裁、クリーブランド連銀のマスター総裁がタカ派的なスタンスだったことを踏まえると、投票者全体として見ればタカ派色が薄まることになる。

¹ 2001 年 6 月に成立したブッシュ減税は、2001 年 1 月 1 日に遡って適用されたため、遡及適用による減税分は 7 月～10 月に小切手により還付された。