

2017年3月16日 全5頁

# FOMC 利上げペースの見通しはほぼ変わらず

## 0.25%ptの利上げを決定、2017年はあと2回の利上げ見通し

ニューヨークリサーチセンター  
エコノミスト 橋本 政彦

### [要約]

- 2017年3月14日～3月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%pt引き上げ、0.75-1.00%とすることが決定された。金融市場は今回のFOMCでの利上げを事前に織り込んでおり、想定通りの結果であった。
- 今回の声明文では、経済の現状認識は、「経済活動は緩やかなペースで拡大し続けた」とされ、前回声明文から据え置きとなった。他方、インフレ率に関する記述が上方修正され、インフレ目標の達成が近づいていることが明示された。
- 今回公表されたFOMC参加者による経済見通しは、2016年12月会合で公表された前回の見通しから全般的に軽微な変更にとどまった。FOMC参加者の政策金利の見通しについても修正は軽微であり、2019年末まで毎年3回程度（2019年内の上昇幅は0.875%ptであり、3～4回）の利上げを見込む結果となった。
- FRBにおけるデュアルマンドेटである雇用の最大化、物価の安定は、両者とも達成されつつある。今後も経済がFOMC参加者の見通しに沿って推移すれば、政策金利は徐々に引き上げられていくことになると思われるが、FOMC参加者による経済見通しは市場予想と比較しても保守的であり、達成のハードルは高くないだろう。
- とりわけ2018年の経済成長率見通しは、国際機関などに比べても控えめとなっている。主な要因は財政政策の織り込み度合いと考えられ、仮に減税やインフラ投資などの景気刺激的な政策が実行に移され、景気の押し上げに作用することになれば、利上げペースが速められる可能性も十分にある。
- 巨大なバランスシートを維持しつつ利上げを続ければ、超過準備に対する利払いの増加など、FRBにとっての弊害が大きくなるため、バランスシート縮小に着手する必要性は高まる。バランスシート縮小については今後の会合で議論を続けることが表明されたが、開始する時期は着実に近づいていると考えられる。

## 事前予想通り 0.25%pt の利上げを決定

2017年3月14日～3月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%pt引き上げ、0.75-1.00%とすることが決定された。また、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。2016年12月のFOMC以来、2会合ぶりの利上げとなったが、金融市場は今回のFOMCでの利上げを事前に織り込んでおり、想定通りの結果であった。なお、政策決定に際しての投票では、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が、政策金利の誘導目標水準を従来のまま据え置くべきとして反対票を投じている。

次のFOMCは5月2日～3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は予定されていない。

## 経済の現状認識は変わらず、インフレ率に関する表現を上方修正

今回の声明文を見ていくと、経済の現状認識は、「経済活動は緩やかなペースで拡大し続けた」とされ、前回声明文から据え置きとなった。後述するように、経済見通しも2016年12月時点からほぼ修正されておらず、景気認識は前回会合時点から変わっていないとみられる。

個別項目への評価に関して見ていくと、労働市場については、「雇用の伸びは引き続き堅調」とされ、前回の声明文と同じ表現であった。2月の雇用統計を受けて、失業率に関して「最近つけた低い水準に近いところで推移した」から「ほとんど変わらなかった」へと表現が変更されたが、基本的な認識については変わっていない。また、個人消費の判断に関しても、「緩やかに増加し続けた」と、前回声明文のままであった。一方で、設備投資についての表現は、「いくらか安定したように見える」とされ、これまでの「軟調だった」から上方修正されている。前回の声明文にあった、消費者および企業の景況感の好調さに関する記述は、今回の声明文では削除された。

インフレ率に関する記述では、これまでの「長期的な目標である2%は下回り続けた」から、「2%に近づいている」とされた。「エネルギーと食品価格を除いたインフレはほとんど変わらず、2%を幾分下回っている」という留保事項も併記されているものの、インフレ目標の達成が近づいていることが明示された。

経済の先行き、および今後の金融政策運営に関する部分では、インフレ率についての表現が、現状認識の変更を受けて修正されている。これまで「インフレ率は中期的に2%に向かって上昇するだろう」とされていた部分は、「中期的に2%近辺で安定するだろう」とされた。また、前回声明文では、「インフレ目標達成に向けた、実際の進捗と予想される進展を注視する」とされていたが、今回の声明文では、「対称的な（symmetric）インフレ目標との比較で、実際の進捗と予想されるインフレを注視する」へと変更され、インフレ率の目標からの上振れを意識した文言へと変更されている。

## 経済見通しはほとんど修正されず

今回公表された FOMC 参加者による経済見通しは、2016 年 12 月会合で公表された前回の見通しから全般的に軽微な変更にとどまった。

GDP 成長率の見通し（中央値）を見ると（図表 1）、2018 年の実質 GDP 成長率が、前回見通しの前年比+2.0%から+同 2.1%へと上方修正されたが、2017 年（同+2.0%）、2019 年（同+1.9%）については前回見通しから変わっていない。また、長期見通しについても同+1.8%のままであった。2018 年の上方修正については、トランプ新政権による財政政策の変更を織り込んだ参加者が増えたことによる可能性がある。ただし、声明文公表後のイエレン議長の会見では、財政政策については引き続き不透明であることが強調され、どれだけの参加者が財政政策を織り込んでいるかについては明らかにされなかった。

失業率の見通しについては、2017 年、2018 年、2019 年のいずれも前回見通しから変更されなかった。長期見通しは 4.7%へとわずかに下方修正されているが、当面の間、失業率は自然失業率（＝長期見通し）を下回って推移するという見方に変更はない。また、PCE（個人消費支出）価格指数の見通しに関しても、2017 年は前年比+1.9%となった後、2018 年には目標である同+2.0%に達し、その後は同+2.0%で安定的に推移するという見通しが維持された。

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							
		2017	2018	2019	長期	2017		2018		2019		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	2.1	2.1	1.9	1.8	2.0	2.2	1.8	2.3	1.8	2.0	1.8	2.0
	16年12月	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9	2.3	1.8	2.2	1.8	2.0	1.8	2.0
失業率 (4Q の平均)	今回	4.5	4.5	4.5	4.7	4.5	4.6	4.3	4.6	4.3	4.7	4.7	5.0
	16年12月	4.5	4.5	4.5	4.8	4.5	4.6	4.3	4.7	4.3	4.8	4.7	5.0
PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	今回	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	
	16年12月	1.9	2.0	2.0	2.0	1.7	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	
コア PCE 価格上昇率 (4Q の前年比)	今回	1.9	2.0	2.0	-	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	-	
	16年12月	1.8	2.0	2.0	-	1.8	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

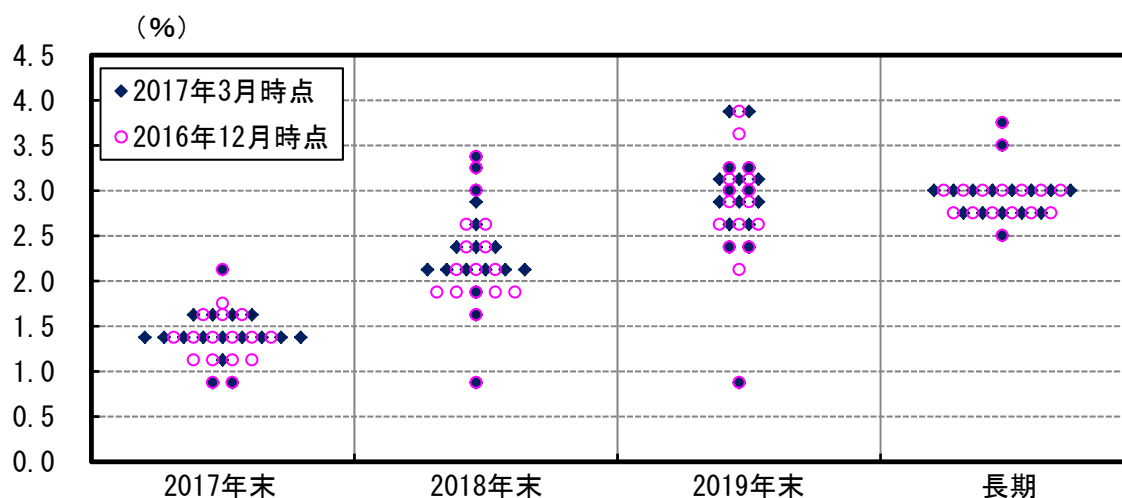
## ドットチャートの修正も軽微、2017 年内はあと 2 回の利上げを見込む

FOMC 参加者の政策金利の見通しを見ると、2017 年末の中央値は 1.375%、2018 年末は 2.125%と、前回見通しから変わらず、2019 年末については 3.000%（前回見通し：2.875%）と、わずかに上方修正された。今後の利上げペースに注目すると、0.25%pt ずつであれば、2019 年末まで毎年 3 回程度（2019 年内の上昇幅は 0.875%pt であり、3~4 回）の利上げを見込んでいる。前回見通しからの修正は総じて軽微であり、これは経済見通しがほとんど修正されなかったこととも整合的である。

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についても 3.000%と、前回見通しから変更されていない。景気循環に対する見方のみでなく、均衡金利や潜在成長率など、中期

的な経済見通しについても12月時点から変わっていないことが示されたと言える。

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

## 財政政策次第で利上げペース加速の可能性も

2月半ば頃からFOMC参加者による3月のFOMCでの利上げを支持する発言が増えたことを受け、今回のFOMCにおける最大の注目点は、利上げの有無ではなく、その後の利上げペースに対するFOMC参加者の見方がいかに修正されるかであった。今回の結果では、2017年以降の利上げ回数の見通しは2016年12月時点の見通しからほぼ変更されず、利上げペースの加速をFOMC参加者は見込んでいないことが明らかになった。イエレン議長の会見でも、利上げはあくまで緩やかなペースで行っていくことがこれまで通り強調されている。加えて、このところ注目度が高まっている、FRBのバランスシートの縮小に関する議論についても、今後の会合で議論を続けるとされ、開始する具体的なタイミングなどへの言及はなかった。今回利上げが決定されたものの、先行きについてはハト派的な内容であったと言えよう。

今回、声明文におけるインフレに関する記述が上方修正され、FRBにおけるデュアルマંデートである雇用の最大化、物価の安定は、両者とも達成されつつあると言える。イエレン議長は会見において、足下の経済動向が順調であり、2016年12月に示した見通しに沿う形で経済が推移してきたことが、今回のFOMCにおける利上げの根拠であるとした。今後も経済がFOMC参加者の見通しに沿って推移すれば、政策金利は徐々に引き上げられていくとみられるが、FOMC参加者による経済見通しは市場予想と比較しても保守的であり、達成のハードルは高くないだろう。とりわけ2018年10-12月期の経済成長率見通しは前年比+2.1%と、国際機関(2018暦年、IMF:前年比+2.5%、OECD:同+2.8%)などに比べても、控えめとなっている。主な要因は財政政策の織り込み度合いと考えられ、仮に減税やインフラ投資などの景気刺激的な政策が実行に移され、経済の押し上げに作用することになれば、利上げペースが速められる可能性も十分にある。

イエレン議長はバランスシートの縮小を始めるタイミングに関して、「特定の金利水準に到達したときを意味しない」としたものの、プライマリーディーラサーベイ（2017年1月）によれば、FRBが保有資産の再投資計画を修正するFF金利の水準は1.38%（中央値）と見込まれている。すなわち、あと2回利上げが行われたところで、バランスシートの縮小が始まることを見込んでおり、FOMC参加者の見通しに沿えば、2017年内にもFF金利はこの水準に達することになる。巨大なバランスシートを維持しつつ利上げを続ければ、超過準備に対する利払いの増加など、FRBにとっての弊害が大きくなるため、バランスシート縮小に着手する必要性は高まる。バランスシート縮小を開始する時期は着実に近づいていると考えられる。