

2017年5月8日 全4頁

# FOMC 1-3 月期の景気減速は一時的との評価

全会一致で政策金利を据え置き、景気の先行きに対する見方は不変

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5月2日～5月3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0.75-1.00%で据え置かれることが全会一致で決定された。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。
- 利上げが決定された前回3月のFOMCからまだ日が浅いことに加えて、今回のFOMCでは経済見通しの公表、およびイエレン議長による記者会見がないことから、市場では政策金利の据え置きが見込まれていた。注目度が高まるバランスシート縮小に關しての追加的な情報が声明文に盛り込まれなかった点についてもサプライズはない。
- 今回の声明文では、経済全体の現状認識は「経済活動の成長が鈍化する中でも、労働市場は改善を続けている」とされ、1-3月期のGDP成長率の減速を踏まえて判断が下方修正された。一方で、「第1四半期の成長の減速は一時的である可能性が高いとみている」という一文が付け加えられ、先行きについては緩やかな景気拡大が続くという見方が維持されている。
- 今回のFOMCの声明文では、6月の利上げを直接示唆するような文言は盛り込まれず、政策の自由度を確保する内容となった。利上げペースは経済指標次第というスタンスは基本的には変わっておらず、今後出てくる経済統計を踏まえつつ、必要に応じて口先介入によって利上げを市場に織り込ませる可能性は十分に考える。
- 今回の声明文では1-3月期の景気減速が一時的であるということが明示されたことから、FOMC参加者は4-6月期の成長率の再加速を見込んでいると考えられる。1-3月期の景気減速の主因は個人消費の減速であったため、今後公表される、小売売上高などの個人消費関連指標が堅調な結果となることが6月利上げ実施の条件になろう。

## 全会一致で政策金利の据え置きを決定

2017年5月2日～3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0.75-1.00%で据え置かれることが全会一致で決定された。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。

利上げが決定された前回3月のFOMCからまだ日が浅いことに加えて、今回のFOMCでは経済見通しの公表、およびイエレン議長による記者会見がないことから、市場では政策金利の据え置きが見込まれていた。注目度が高まるバランスシート縮小に関する追加的な情報も声明文には盛り込まれなかったが、この点についてもサプライズはない。

次のFOMCは6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。

### 1-3月期の減速に言及、減速が一時的である可能性を明示

今回の声明文では、経済全体の現状認識は「経済活動の成長が鈍化する中でも、労働市場は改善を続けている」とされた。前回声明文では「労働市場は改善を続け、経済活動は緩やかなペースで拡大し続けた」とされており、1-3月期のGDP成長率の減速を踏まえて判断が下方修正された。

個別項目への評価に関して見ていくと、雇用の伸びについては、3月分の急減速を受けて、「引き続き堅調」から「ここ数ヶ月、均して見れば堅調」へと表現が修正された。他方で、失業率に関しては「ほとんど変わらなかった」から「低下した」へと変更された。経済全体の現状認識において「労働市場は改善を続けている」の表現が据え置かれたことに鑑みると、労働市場に対する基本的な認識については変わっていないと考えられる。

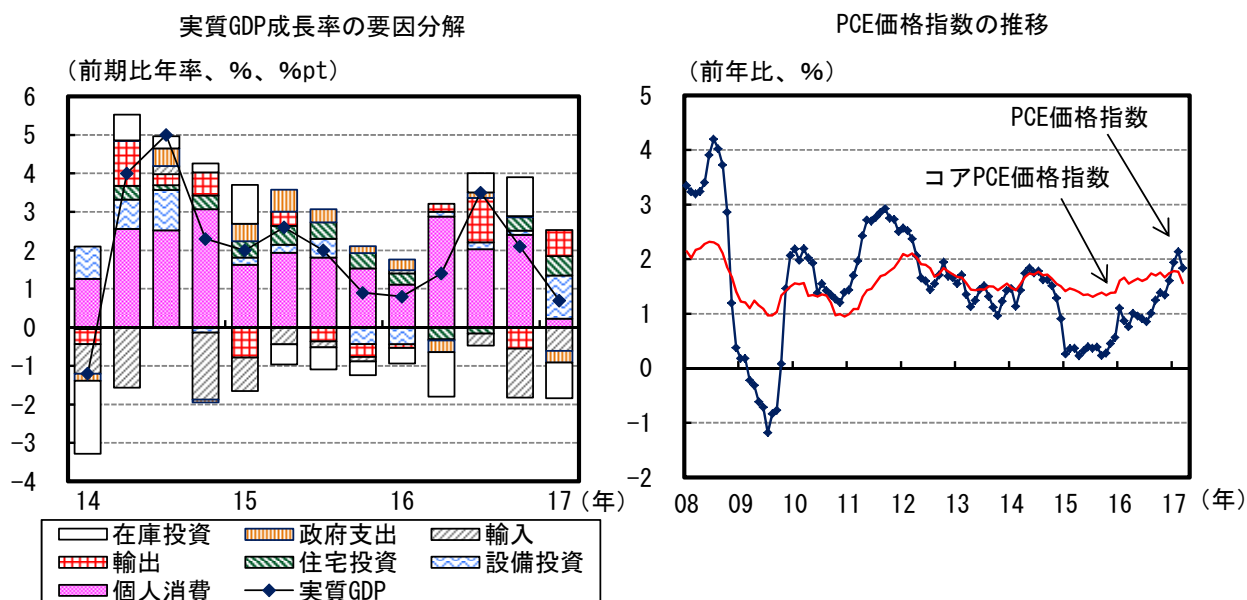
一方で、個人消費の判断は、1-3月期GDP統計の実質個人消費が2009年10-12月期以来の低成長になったのを受けて、「緩慢にしか増加しなかった」へと下方修正された。しかし、その直後には「個人消費の拡大継続を支えるファンダメンタルズは引き続き堅調」という表現が追加され、個人消費の減速が一時的要因によるものであったことが強調されている。設備投資の判断は、「安定した」と変更され、前回の表現からさらに上方修正された。

インフレ率に関する判断は、「2%の目標に近い水準で推移している」とされた。「エネルギーと食品を除いた消費者物価は3月に低下した」という文言が追加され、コアPCE（個人消費支出）価格指数が足下で伸び悩んでいることが言及されたが、総じて見ればインフレ率の鈍化を大きくは懸念していないと言える。インフレ期待に関する部分については、前回声明文から変更されていない。

経済の先行きに関する部分は、現状認識で1-3月期の減速に言及したのに対応する形で、「第1四半期の成長の減速は一時的である可能性が高いとみている」という一文が付け加えられた。

その上で、緩やかな景気拡大が続くという見方が維持されている。景気見通しが変更されなかったことから、金融政策運営に関する部分も前回声明文から変更されていない。

図表 1 実質 GDP 成長率の要因分解、PCE 価格指数の推移



(注) コア PCE 価格指数は食品・エネルギーを除く。

(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

#### 4-6 月期の成長加速が 6 月利上げの条件に

3 月の FOMC で示された経済見通しでは、FOMC 参加者は年内にあと 2 回の利上げを見込んでいた。その後の FOMC 参加者の発言などから、利上げペースの見通しは概ね維持されていると考えられる。目下の注目点は次回の 6 月 FOMC での利上げの有無となるが、今回の FOMC の声明文では、6 月の利上げを直接示唆するような文言は盛り込まれず、政策の自由度を確保する内容となった。

しかし、3 月 FOMC での利上げの例を見ると、直前の 2 月 FOMC の声明文には利上げに向けた地ならしの表現は盛り込まれず、その後、FOMC 参加者による口先介入のような形で市場に利上げを織り込ませて、利上げに踏み切ったという経緯がある。利上げペースは経済指標次第というスタンスは基本的には変わっておらず、今後出てくる経済統計を踏まえつつ、必要に応じて口先介入によって利上げを市場に織り込ませる可能性は十分に考えうる。

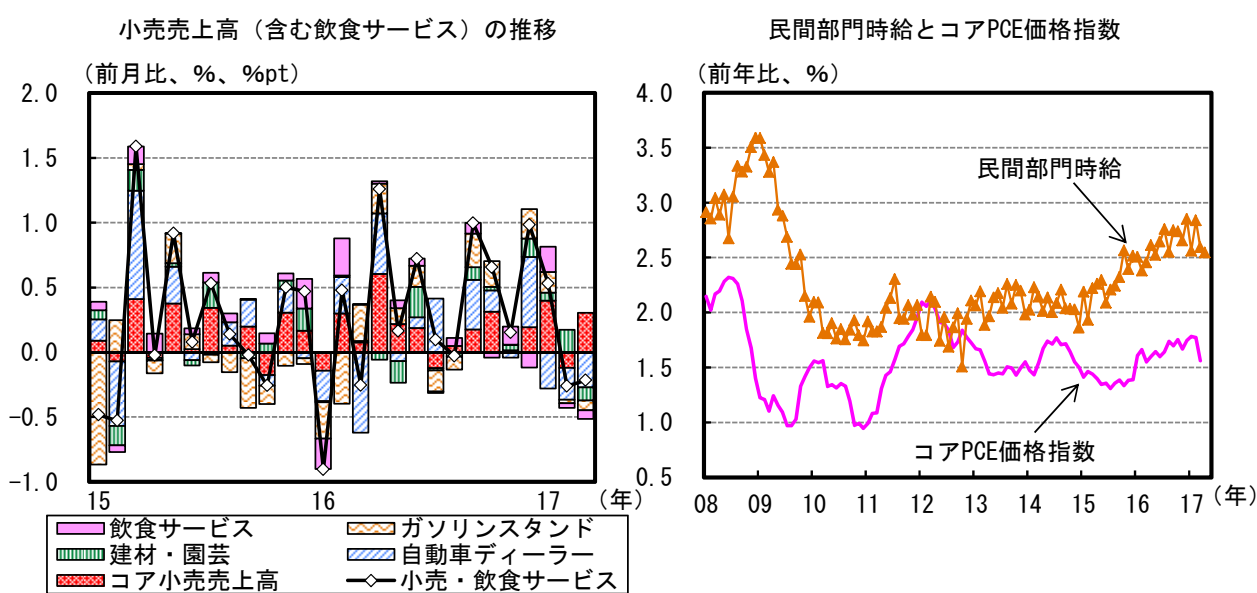
今回の声明文では 1-3 月期の景気減速が一時的であるということが明示されたことから、FOMC 参加者は 4-6 月期の成長率の再加速を見込んでいると考えられる。それが実際の統計で確認されれば、6 月利上げの可能性が高まることになる。1-3 月期の景気減速の主因は個人消費の減速であったため、とりわけ個人消費の動向が重要となる。今後公表される、小売売上高などの個人消費関連指標が堅調な結果となるのが 6 月利上げ実施の条件になる。

加えて、利上げを続けていくためには、物価上昇の持続性が重要になると考えられる。3 月の

FOMCの議事要旨では、インフレ率は目標である2%に近づいているものの、コアPCE上昇率が2%に届いていないことから、持続的な形でインフレ目標は達成されていないというFOMC参加者の見方が示された。今回の声明文にも盛り込まれたように、3月にはコアPCEを中心にインフレ率の減速が見られており、こうした減速傾向が強まることとなれば、利上げを続ける必要性は低下する。今回のFOMC後に公表された4月の雇用統計においては、民間部門時給の上昇率が前月から縮小し、潜在的な物価上昇圧力となる賃金上昇率はこのところ頭打ちにある。6月のFOMCまでには5月分の雇用統計が公表されるが、6月の利上げ有無を見極めるためには特に賃金上昇率が注目点である。

今回の声明文ではFRBのバランスシート縮小の開始に関する内容は盛り込まれなかった。しかし、3月のFOMCの議事要旨によれば、大半のFOMC参加者はバランスシート縮小の開始時期として今年の終わりを見込んでいることが明らかとなっている。年末にバランスシート縮小を開始するためには、年内にあと2回の利上げが行われることが前提になると考えられ、まだ時間は残されている。FOMC参加者内でも、バランスシートの縮小ペースなどについてはコンセンサスが得られていないとみられることから、今回のFOMCでどのような議論がされたかを議事要旨で確認する必要がある。

図表2 小売売上高の推移、民間部門時給とコアPCE価格指数



(注) コア小売売上高はガソリンスタンド、建材・園芸、自動車ディーラー、飲食サービスを除く。

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