

2017年6月15日 全5頁

FOMC 利上げを決定、年内あと1回の見通し

バランスシート縮小も年内開始を示唆、具体的な開始時期は示されず

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6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、従来の0.75-1.00%から0.25%pt引き上げ、1.00-1.25%とすることが決定された。利上げについては、市場で事前にほぼ織り込まれており、想定通りの結果である。
- 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が、経済がFOMC参加者の想定通りに改善が続いた場合には、2017年内にバランスシートの縮小を開始することが明言された。ただし、縮小後の最終的なバランスシートサイズや、バランスシート縮小の具体的な開始時期は示されなかった。
- 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%と、3月時点の見通しから変わらず、年内にあと1回の利上げを行うのがコンセンサスという結果となった。2018年末時点についても、2.125%と前回見通しから変わらず、中央値ベースでは3回の利上げを見込んでいる。
- 金融政策の先行きを考える上では、今回の声明文で示されたように、インフレ率の動向が最も重要となる。追加利上げが行われるためには、足下で減速しているインフレ率が再び、目標である2%へと加速していくという確信が得られる必要があるとみられ、そのためには少なくとも数ヵ月間はインフレ関連指標を見極める必要があろう。
- バランスシートの縮小に関しても、あくまで経済指標を見極めた上で開始されることになろう。また、2013年のテーパー・タントラムのような事態を避けるために、金融市場に事前に十分織り込ませる必要がある。開始時期、および最終的なFRBのバランスシートサイズに関する市場のコンセンサスができないうちは、FRBはバランスシート縮小に踏み切りづらいだろう。

想定通り政策金利の引き上げを決定

2017年6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、従来の0.75-1.00%から0.25%pt引き上げ、1.00-1.25%とすることが決定された。利上げについては、市場で事前にほぼ織り込まれており、想定通りの結果である。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。しかし、経済がFOMC参加者の想定通りに改善が続いた場合には、2017年内にFRBのバランスシートの正常化、すなわちバランスシートの縮小を開始することが明言された。

今回、声明文と同時に公表された「政策正常化の原則と計画に関する補足（Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans）」によれば、FRBが保有する国債に関して、毎月の減額のキャップを当初は60億ドルに設定し、その後3ヵ月ごとに60億ドルずつ増額して、12ヵ月間で毎月300億ドルまで引き上げるとされた。同様に、エージェンシー債・MBSについては、当初は40億ドルにキャップを設定し、12ヵ月間で200億ドルまで引き上げるとされている。縮小後の最終的なバランスシートサイズについては、「ここ数年よりも小さく、金融危機以前よりも大きい」とされ具体的な数値は示されず、金融システムによる準備預金需要や、金融政策を有効に実施するための決定を反映したものになるとされた。また、バランスシート縮小開始時期についても、「FFレート水準の正常化が軌道に乗った後」という従来の方針のみが示され、具体的な時期は示されなかった。

次回のFOMCは7月25日～26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。

経済の現状認識は上方修正、インフレ率の減速がリスク要因に

今回の声明文では、経済全体の現状認識は「労働市場は改善を続け、経済活動は今年のこれまでのところ緩やかに拡大している」とされた。前回声明文では「経済活動の成長が鈍化する中でも」と、1-3月期のGDP成長率の減速を踏まえた表現となっていたが、足下の経済指標の改善を受けて、明るさが増す表現となった。

個別項目への評価に関して見ていくと、1-3月期に減速が見られていた個人消費の評価が、前回の「緩慢にしか増加しなかった」から、「ここ数ヵ月間上向き」へと上方修正された。また、設備投資についても前回の「安定した」から「引き続き拡大した」へと上方修正されている。雇用の伸びについては、「緩やかになっているものの堅調」へと変更され、前回からは若干トーンダウンする形となったものの、引き続き底堅いという評価が維持されている。

経済全体としては明るさが増す中、インフレ率に対する評価は、前回声明文から慎重さが増している。前回声明文では「2%の目標に近い水準で推移している」とされていたが、足下の物価指標の減速を受けて、「このところ低下し、2%をやや下回って推移している」へと下方修正

された。先行きについても、「インフレ率は中期的には目標である 2%近辺で安定する」という見方が維持されているものの、「短期的には 2%をやや下回って推移すると見込まれる」という表現が追加された。また、見通しのリスクバランスに関する部分では、「世界経済や金融動向」が削除され、「物価指標を注意深く監視する」と改められており、インフレ率の下振れが最大のリスク要因になっていることが示されている。

実績を受け失業率見通しを引き下げ、インフレ率見通しは 2017 年が下方修正

今回公表された FOMC 参加者による経済見通しを見ていくと、GDP 成長率見通し（中央値）（図表 1）は、2017 年が、前回見通しの前年比+2.1%から同+2.2%へと上方修正された。しかし、これは 2017 年 1-3 月期の実績値が上方修正されたことによる影響が大きいと考えられる。2018 年（同+2.1%）、2019 年（同+1.9%）、および長期見通し（同+1.8%）については、いずれも前回の見通しから変更されておらず、経済見通しについてはほとんど変更されていないと言える。

失業率の見通しについては、2017 年、2018 年、2019 年、長期見通しの全てが前回見通しから下方修正（改善）された。失業率は直近 2017 年 5 月時点で 4.3%まで低下しており、見通しの修正は、想定を上回るペースでの失業率の低下を反映したものと言える。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は変更されていないが、長期見通しに比べて、2019 年までの下方修正幅が大きく、自然失業率からの下振れ幅は前回見通しよりも大きくなっている。

PCE（個人消費支出）価格指数の見通しについては、足下の減速を受けて、2017 年が前年比+1.6%へと、前回見通しの同+1.9%から下方修正されている。ただし、2018 年以降は、目標である同+2.0%で推移するという見通しについては変更されておらず、声明文で言及された通りの見通しが示されている。上述した失業率の下方修正と併せて考えると、失業率低下によるインフレ圧力に対する見方は下方修正されており、フィリップスカーブの一層のフラットニング化を見込んでいると解釈できる。

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							
		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)	17年6月	2.2	2.1	1.9	1.8	2.1	2.2	1.8	2.2	1.8	2.0	1.8	2.0
	17年3月	2.1	2.1	1.9	1.8	2.0	2.2	1.8	2.3	1.8	2.0	1.8	2.0
失業率 (4Qの平均)	17年6月	4.3	4.2	4.2	4.6	4.2	4.3	4.0	4.3	4.1	4.4	4.5	4.8
	17年3月	4.5	4.5	4.5	4.7	4.5	4.6	4.3	4.6	4.3	4.7	4.7	5.0
PCE 価格上昇率 (4Qの前年比)	17年6月	1.6	2.0	2.0	2.0	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0	2.1	2.0	
	17年3月	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8	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)	17年6月	1.7	2.0	2.0	-	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0	2.1		
	17年3月	1.9	2.0	2.0	-	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1		

(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

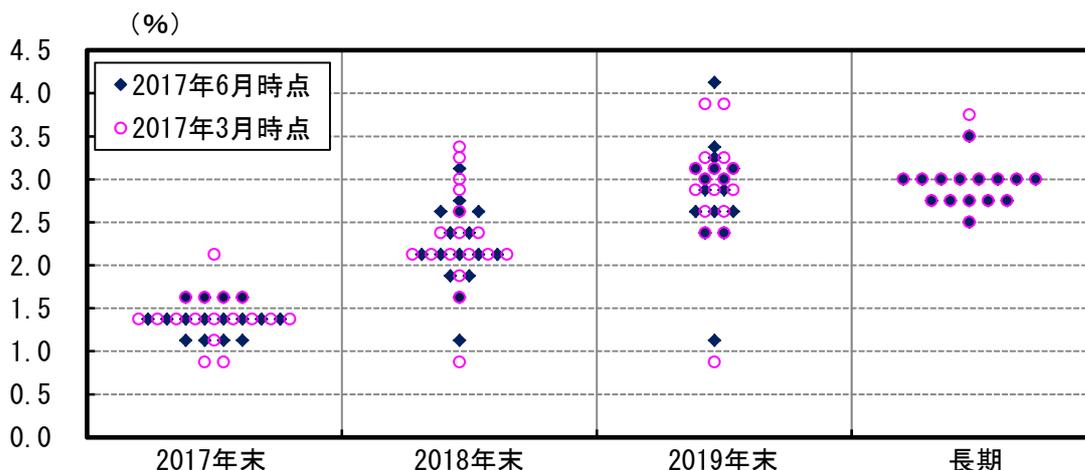
ドットチャートの修正は軽微、2017 年はあと 1 回の利上げ

FOMC 参加者の政策金利の見直しを見ると、2017 年末の中央値は 1.375%と、3 月時点の見直しから変わらず、年内にあと 1 回の利上げを行うのがコンセンサスという結果となった。内訳を細かく見ても、今回の利上げで年内の利上げを終了させるべきと考える FOMC 参加者が 3 月見直し時点から 1 人増えているものの、大半の参加者は見方を変更していないとみられる。

また、2018 年末時点についても、2.125%と前回見直しから変わらず、中央値ベースでは 3 回の利上げを見込んでいる。2019 年末時点については 2.938%となり、前回見直し (3.000%) から、わずかに下方修正されているが、2018 年と同様に 3 回程度の利上げを見込んでいることになる。

利上げサイクル終了の目安となる、政策金利の長期見直しについても 3.000%と、前回見直しから変更されていない。短期的な経済成長率の見方だけではなく、均衡金利や潜在成長率など、中期的な経済見直しについても 3 月時点からほとんど変わらない結果となった。

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)



(注) タルー口理事の辞任により、2017 年 6 月時点の見直し提出者は 2017 年 3 月時点よりも 1 名少ない。また、長期見直しについては、3 月、6 月とも 1 名が未提出。

(出所) FRB より大和総研作成

追加利上げにはインフレ動向を注視

金融政策の先行きを考える上では、今回の声明文で示されたように、インフレ率の動向が最も重要となる。今回、示された経済見通しで 2017 年末時点のインフレ率が下方修正される一方で、ドットチャートがほぼ修正されなかったことを踏まえると、前回見通しが示された 3 月時点に比べて、FOMC 参加者はインフレ率の減速を許容していると考えられる。ただし、追加利上げが行われるためには、足下で減速しているインフレ率が再び、目標である 2%へと加速していくという確信が得られる必要があるとみられ、そのためには少なくとも数ヵ月間はインフレ関連指標を見極める必要があるだろう。大和総研では従来、9 月の追加利上げを見込んでいたが、今回

の結果を受け、先送りになる可能性が高まったと考える。

バランスシートの縮小に関しても、具体的な開始時期は示されなかったが、次回以降の利上げと同様に、あくまで経済指標を見極めた上で開始されることになろう。今回示された方針によれば、一度バランスシートの縮小を開始すると 1 年間は機械的に縮小規模が拡大されることになっているため、開始には慎重にならざるを得ないと考えられる。また、バランスシートの縮小は債券需給に直接影響を与える。このため、2013 年のテーパー・タントラムのような事態を避けるために、金融市場に事前に十分織り込ませる必要がある。開始時期、および最終的な FRB のバランスシートサイズに関する市場のコンセンサスができないうちは、FRB はバランスシート縮小に踏み切りづらいだろう。