

2017年9月21日 全6頁

# FOMC バランスシート縮小の開始を決定

## 2017年内にもう1回の利上げ見通しを維持

ニューヨークリサーチセンター  
エコノミスト 橋本 政彦

### [要約]

- 2017年9月19日～20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、従来通りの1.00-1.25%で据え置くことが決定された。一方、FRB（連邦準備制度理事会）が保有する資産の規模に関して、10月から縮小を開始することが決定された。金融市場では今回のFOMCでのバランスシート縮小の開始決定が確実視されていたため、決定内容にサプライズはない。
- 声明文の内容を見ていくと、前回会合の声明文からの修正は総じて軽微であった。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」という表現が据え置かれた。経済の先行きに関する部分では、ハリケーンの影響に関する記述が追加されたが、影響は一時的とされ、緩やかな景気拡大、労働市場の更なる改善が続くという見方が維持されている。
- 今回のFOMCにおける最大の注目点であった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、6月時点の見通しから変わらず、年内にあと1回の利上げを見込む結果となった。また、2018年末時点の中央値は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。ただし、平均値で見れば前回見通しからわずかに低下（前回：1.375%→今回：1.328%）しており、2018年の利上げペース見通しは幾分引き下げられたと言える。
- 声明文公表後の記者会見でイエレン議長は、2017年に入ってインフレ率が鈍化していることを「不可解（mysterious）」と表現した。労働需給のひっ迫が物価上昇圧力となるという従来の枠組み自体に対する疑念が、FOMC参加者内で高まっており、追加利上げを行うためには、実績としてインフレ率の加速が確認される必要があるだろう。

## 政策金利は据え置き、10月からのバランスシート縮小を決定

2017年9月19日～20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、従来通りの1.00-1.25%で据え置くことが決定された。一方、FRB（連邦準備制度理事会）が保有する資産の規模に関して、10月から縮小を開始することが決定された。決定に際しての投票では反対票はなく、2会合連続での全会一致での決定となった。金融市場では今回のFOMCでのバランスシート縮小の開始決定が確実視されていたため、決定内容にサプライズはない。

なお、バランスシート縮小の具体的な内容に関して、今回のFOMCで追加的なガイダンスはなく、2017年6月のFOMCで公表された「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）」に沿って進めていくとされた<sup>1</sup>。

## 声明文ではハリケーンの影響に言及も、経済認識、見通しの変更は軽微

声明文の内容を見ていくと、前回会合の声明文からの修正は総じて軽微であった。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」という表現が据え置かれた。

個別項目に対する評価を見ていくと、雇用の伸びに関しては前回声明文の「堅調である」から「引き続き堅調」へとわずかに表現が修正された。また、失業率については8月雇用統計での上昇を受けて、前回の「低下している」から「低水準が続いた」へ表現が変更されたが、労働市場が総じて良好な状況にあるという評価に変更はないと言える。個人消費については「拡大している」という評価は変わらなかったが、「緩やかに」という文言が追加され、ややトーンダウンした。一方で、設備投資については前回までの「拡大している」から、「ここ数四半期伸びが上向いた」へと修正され、増勢の加速が盛り込まれる表現となった。インフレ率に関する記述については、前回声明文から基本的には変更されず、「2%を下回っている」という評価が据え置かれた。

経済の先行きに関する部分では、ハリケーンの影響に関する記述が追加されたことが大きな変更点である。ハリケーン・ハービー、イルマ、マリアによる「被害と復興は短期的に経済活動に影響を及ぼす」とされた。その上で、「過去の経験では、ハリケーンが中期的に国内経済の方向を著しく変える可能性は低いとみられる」とし、緩やかな景気拡大、労働市場の更なる改善が続くという見方が維持されている。また、インフレ率に関しても同様に、「ハリケーンの影響によるガソリン価格やその他の製品価格の上昇は一時的に物価を押し上げる」としたものの、短期的にインフレ率は2%を下回り、中期的には2%近辺で安定するという見通しは変えていない。

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>

## 足下の下振れを受けインフレ率見通しは下方修正

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)は、2017年が、前回見通しの前年比+2.2%から同+2.4%へと上方修正された。前回の見通しが公表された6月のFOMCよりも後に公表された4-6月期の実績値が上振れしたことが上方修正の要因になったと考えられる。加えて、ハリケーンによる復興需要が10-12月期に顕在化すると見込んでいることが上方修正の要因になった可能性がある。また、2019年見通しが前回見通しの同+1.9%から、同+2.0%へと上方修正されているが、2018年見通し(同+2.1%)および、長期見通し(+1.8%)が前回から変わっていないことを踏まえると、基本的な成長シナリオについては変更されていないとみられる。なお、今回初めて公表された2020年の成長率見通しは+1.8%と、長期見通し並みの成長が見込まれている。

失業率の見通しについては、2017年が据え置かれる一方で、2018年、2019年が下方修正(改善)された。これまでの見通しよりも速いペースで現実の失業率が低下してきたことが、下方修正の要因になったとみられる。長期見通しについては、4.6%と前回見通しから変わっておらず、当面失業率は自然失業率(=長期見通し)を下回っているという見方は変わっていない。ただし、2020年の見通しは4.2%と、2019年から上昇(悪化)を見込む結果となった。既述のように2020年の実質GDP成長率見通しは減速しつつもプラスを維持していることから、景気後退が見込まれているわけではないとみられ、景気拡大が続く中でも、失業率の低下に限界が近づいていると見込んでいることになる。

PCE(個人消費支出)価格指数の見通しについては、2018年が前年比+1.9%へと、前回見通しの同+2.0%から下方修正された。コアPCE価格指数の2017年見通しは前回の同+1.7%から同+1.5%へと下方修正されており、足下で見られる実績の減速が2018年見通しにも影響したと考えられる。声明文では中期的にインフレ率は2%に近づくという見方は変わっていないことが示されたが、実際に2%に達するタイミングはやや後ずれした形となる。また、失業率が下方修正されたことと併せて考えると、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、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	2020	長期	2017		2018		2019		2020		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)	17年9月	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8	2.2	2.5	2.0	2.3	1.7	2.1	1.6	2.0	1.8	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	17年9月	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6	4.2	4.3	4.0	4.2	3.9	4.4	4.0	4.5	4.5	4.8
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	17年9月	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5	1.6	1.8	2.0	2.0	-	-	2.0	2.1	2.0
	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	-
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	17年9月	1.5	1.9	2.0	2.0	-	1.5	1.6	1.8	2.0	2.0	-	-	2.0	2.1	-
	17年6月	1.7	2.0	2.0	-	-	1.6	1.7	1.8	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

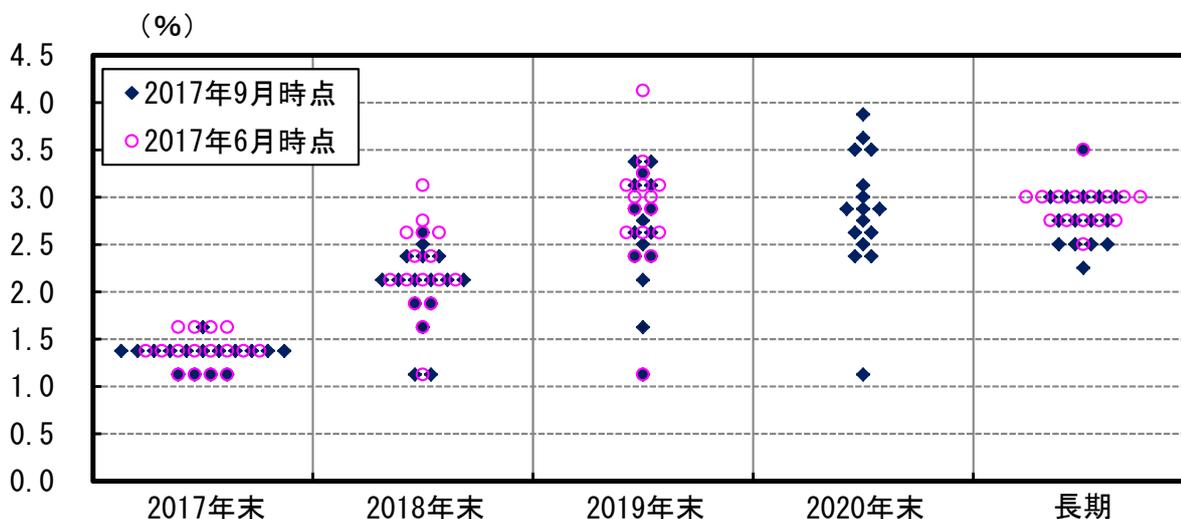
## 2017 年はもう 1 回の利上げ見通し維持、2018 年以降は下方修正

今回の FOMC における最大の注目点であった FOMC 参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）を見ると、2017 年末の中央値は 1.375% と、6 月時点の見通しから変わらず、年内にあと 1 回の利上げを見込む結果となった。内訳を見ると、16 人の回答者のうち、12 人は年内に 1 回以上の利上げが適切であると考えており、これも 6 月時点から変わっていない。

また、2018 年末時点の中央値は 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。ただし、個別の回答を見ると、現行水準（1.125%）で利上げを停止すべきと考える参加者が前回の 1 人から 2 人へ増加しているほか、速いペースでの利上げを見込んでいた参加者の見通しは総じて下方修正されている。平均値で見れば前回見通しからわずかに低下（前回：1.375%→今回：1.328%）しており、2018 年の利上げペース見通しは幾分引き下げられたと言える。また、2019 年末時点の中央値は 2.688% と、前回の 2.938% から ▲0.25%pt 下方修正されており、下方修正がより明確である。

こうした先行きの利上げペースが引き下げられる大きな要因となったのは、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が引き下げられたことであると考えられる。前回見通しでは 3.000% であった長期見通しは、▲0.25%pt 低下の 2.750% 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) 長期見通しについては、9 月、6 月とも 1 名が未提出。

(出所) FRB より大和総研作成

## 追加利上げには実績としてのインフレ率の加速が必要

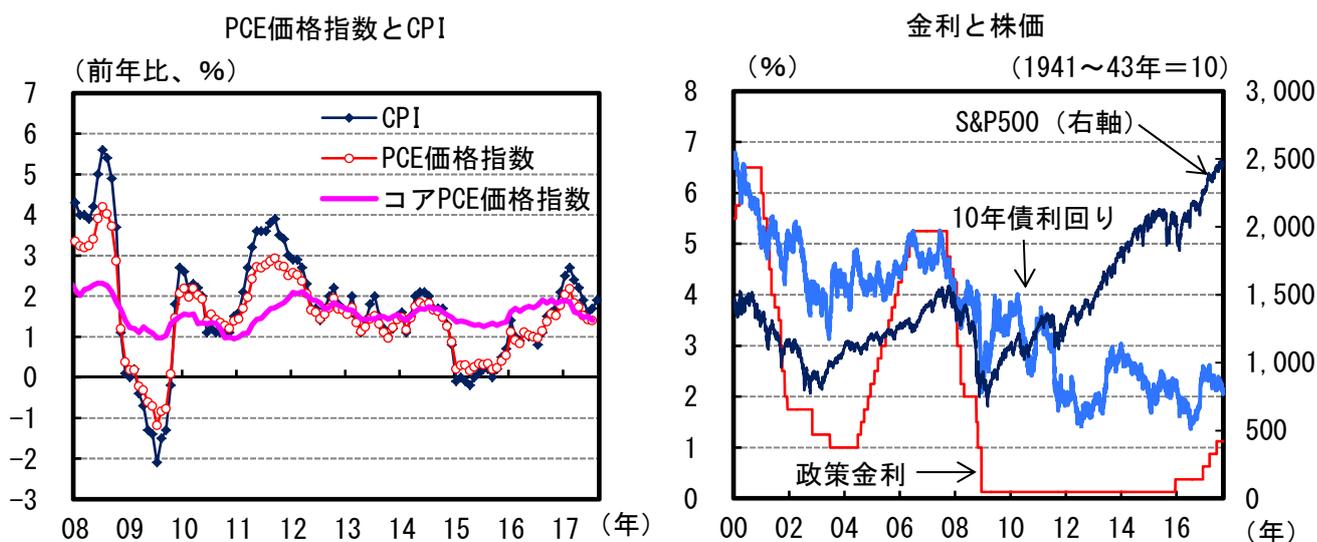
今回の FOMC で開始が決定されたバランスシート縮小については、先行きの縮小ペースが既に公表されている。このため、いつまでバランスシート縮小を続けるかが今後の注目点となるが、バランスシート縮小は数年単位で続けられる公算が大きい。当面、バランスシート縮小、再投資政策を巡る議論は小休止となる。

一方、今回のFOMCでは、2017年内の追加利上げも含めて、利上げサイクルを継続していくことが改めて示された。失業率が既にFOMC参加者の長期見通しを下回る水準まで低下する一方で、インフレ率についてはFRBの目標である2%を下回った状態が続いていることから、今後の利上げペースを占う上ではインフレ率の動向が最も重要となる。

今回公表された声明文や経済見通しでは、インフレ率は中期的に2%に向かって加速していくという見通しが維持されている。しかし、声明文公表後の記者会見でイエレン議長は、2017年に入ってインフレ率が鈍化していることを「不可解 (mysterious)」と表現した。また、前回7月のFOMCの議事録によれば、労働需給のひっ迫が物価上昇圧力となるという従来の枠組み自体に対する疑念が、FOMC参加者内で高まっていることが明らかとなっている。追加利上げを行うためには、このところ伸びが鈍っているインフレ率が2%に向けて再加速するということに対する確信が得られる必要があり、実績としてインフレ率の加速が確認される必要があろう。声明文でも指摘されたように、短期的にはハリケーンの影響によるガソリン価格の上昇などがインフレ率の上振れ要因になるとみられることから、食品・エネルギーを除いたコアインフレ率の動向が当面、最大の注目点となる。

また、インフレ率に加えて注視が必要なのは、緩和的な金融環境、すなわち資産価格の動向と考えられる。これまで利上げを続ける中でも、長期金利はほとんど上昇せず、株価は上昇が続いてきたことで、FOMC参加者内では資産価格の上昇に対する警戒感が高まっている。2004年からの利上げ局面では、利上げを続けたにもかかわらず長期金利が上昇せず、結果としてバブルを招く一因となった。資産価格の速すぎる上昇が続き、FOMC参加者がバブル的であると判断した場合には、インフレ率が加速しなくとも引き締めを急ぐ可能性があろう。

図表3 PCE価格指数とCPI、金利と株価



(出所) BLS、BEA、FRB、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

次回の FOMC は 10 月 31 日～11 月 1 日に開催される。それまでに 10 月から開始されるバランスシート縮小の影響やインフレ動向を見極めるための時間が限られることから、次回の会合で追加利上げが決定される可能性は低い。年内に利上げが決定されるとすれば、2017 年最後の 12 月 12 日～13 日の FOMC の可能性が高く、その直前までインフレ率を中心とした経済指標、および金融市場動向を注視していく必要がある。