

2017年11月2日 全5頁

FOMC 景気堅調で12月利上げの公算大

経済の現状認識を上方修正、次期議長は緩やかな利上げを踏襲か

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10月31日～11月1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。今回のFOMCでは金融政策の変更はないというのが事前の市場コンセンサスとなっていたため、決定内容にサプライズはない。
- 今回公表された声明文での最大の変更点は、経済全体の現状認識が上方修正されたことである。経済の現状認識は、「ハリケーンによる混乱にもかかわらず、経済活動は底堅く拡大している」とされ、成長ペースが上方修正される形となった。これは主に7-9月期のGDPが好調な結果となったことを受けたものとみられる。
- 12月12日～13日に開催される次回のFOMCでは、追加利上げが決定される公算が大きい。9月のFOMCで示されたドットチャートでは、2017年にもう1回の利上げが見込まれていたが、今回の声明文で経済全体の認識が上方修正されたことにも表れているように、FOMC参加者による9月時点の想定以上に米国経済は堅調に推移している。
- 2018年以降の利上げペースについては、インフレ率の動向が最大のポイントとなる。失業率は既に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。ただし、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おり、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る。
- 注目される次期FRB議長に、最有力候補と目されるパウエル理事が就任した場合、緩やかなペースでの利上げを行っていくという、これまでと同様の金融政策運営が踏襲されることになろう。ただし、現在、FRB理事には副議長を含む3つの空席があり、新たな理事にどのような人物が指名されるかによって、金融政策の方向性は変わり得る。共和党は伝統的に、FRBの権限縮小に対して前向きであり、テイラー・ルールのような、ルールに基づく政策運営を志向する人物が理事に指名される可能性も十分に考えられよう。次期議長の指名後も人事動向を注視していく必要がある。

想定通り政策金利を据え置き

2017年10月31日～11月1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。決定に際して反対票はなく、3会合連続で全会一致での決定となった。今回のFOMCでは金融政策の変更はないというのが事前の市場コンセンサスとなっていたため、決定内容にサプライズはない。

好調なGDPの結果を受け、経済の現状認識を上方修正

今回公表された声明文では、ハリケーンによる短期的な影響に関する表現の修正が中心であったが、最大の変更点は経済全体の現状認識が上方修正されたことである。前回声明文で「経済活動は緩やかに拡大している」とされていた経済の現状認識は、「ハリケーンによる混乱にもかかわらず、経済活動は底堅く拡大している」とされ、成長ペースが上方修正される形となった。これは主に7-9月期のGDPが好調な結果となったことを受けたものとみられる。

個別項目に対する評価を見ていくと、前回声明文で「堅調である」とされていた雇用の伸びに関して、「9月はハリケーンが雇用者数の減少を引き起こした」とされ、ハリケーンによる悪影響の顕在化が明示された。一方で、失業率については「低水準が続いた」から「さらに低下した」へと修正され、労働市場全体としては改善が続いているという判断が維持されている。個人消費については「緩やかに拡大している」という表現が据え置かれ、設備投資についても、「ここ数四半期伸びが上向いた」という前回声明文と同じ表現が維持された。

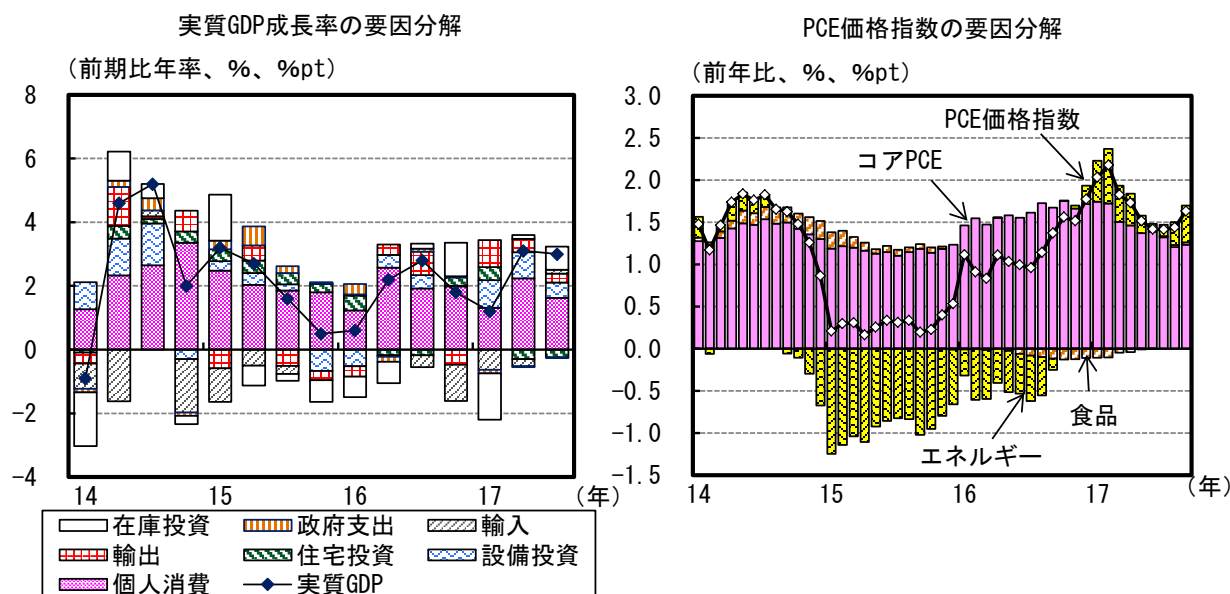
インフレ率に関する記述については、「ハリケーンの影響によってガソリン価格が上昇し、9月の物価全体を押し上げた」とされ、前回の声明文では見通し部分に記述されていたハリケーンの影響が、実績として確認されたことが示された。一方で、食品・エネルギーを除くインフレ率については、「引き続き軟調」とされており、慎重な見方が維持されている。下方修正の可能性が指摘されていたインフレ期待の判断は、前回声明文から変わらなかった。

経済の先行きに関する部分についても、ハリケーンの影響に関する文言が実績に併せて微修正されたのみで、大きな変更点はなかったと言える。具体的な変更箇所を見ていくと、前回声明文では、ハリケーンの被害と復興が「経済活動に短期的に影響を与える」とされていたが、今回の声明文では「経済活動、雇用、インフレ率に短期的に影響を与える」とされた。これは、9月分の経済統計において、雇用者数の減少、インフレ率の加速が確認されたことを受けたものとみられる。また、インフレ率に関して、前回声明文では「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」とされていたが、同様の表現が実績部分に追加されたことで、先行きの部分からは削除されている。

中期的な経済の見通しに関して、「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」という表現が維持された上で、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た。また、インフレ率についても、短期的に

は2%を下回って推移するものの、中期的には2%近辺で安定するとされ、見通しに変更はなかった。

図表1 実質GDP成長率の要因分解、PCE価格指数の要因分解



(注) コア PCE は食品・エネルギーを除く。

(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

12 月には追加利上げの公算大、2018 年の焦点はインフレ率、資産価格

金融政策の先行きに関して、12月12日～13日に開催される次回のFOMCでは、追加利上げが決定される公算が大きい。9月のFOMCで示されたドットチャートでは、2017年にもう1回の利上げが見込まれていたが、今回の声明文で経済全体の認識が上方修正されたことにも表れているように、FOMC参加者による9月時点の想定以上に米国経済は堅調に推移している。今回の声明文には次回の追加利上げを具体的に示唆するような文言は盛り込まれなかったものの、金融市場は今回のFOMC以前から12月FOMCでの追加利上げを十分織り込んでおり、あえて利上げの布石となるような表現を盛り込む必要性は低かったと考えられる。

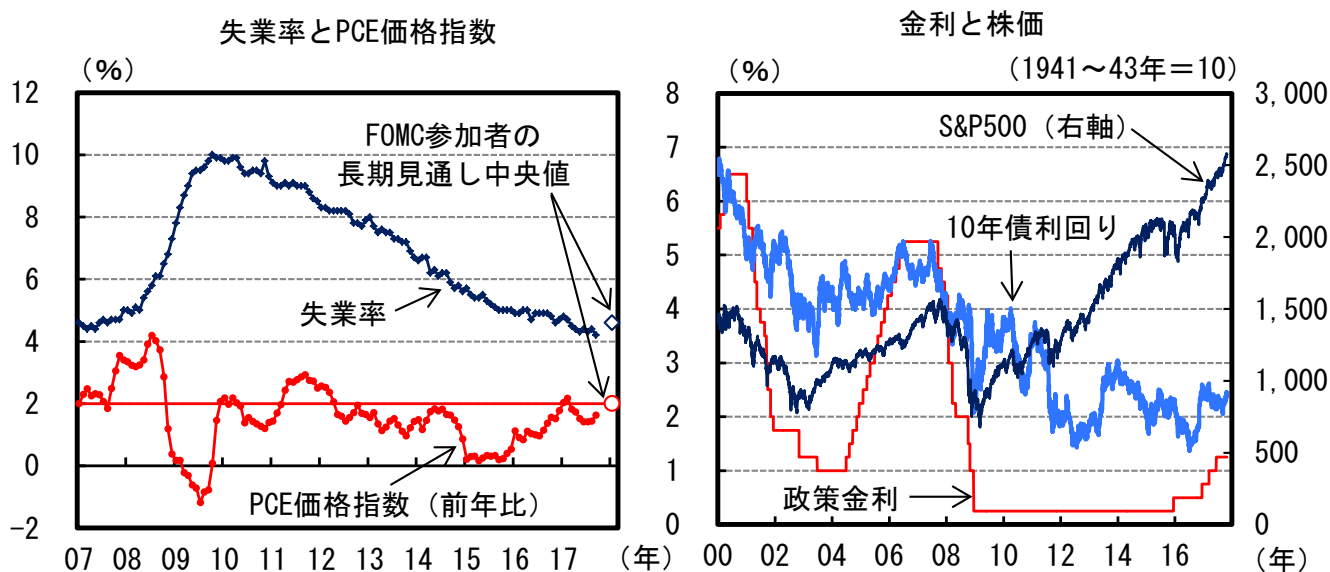
2018年以降の利上げペースについては、インフレ率の動向が最大のポイントとなる。失業率は既にFOMC参加者の長期見通しを下回る水準まで低下する一方で、インフレ率についてはFRBの目標である2%を下回った状態が続いている。このため、インフレ率が実績として2%に近づいていけば、9月のFOMCで示された見通しに沿って、利上げを続けていく可能性が高い。

一方、問題となるのは、今後インフレ率が再加速しなかった場合であり、労働市場の引き締めまりなどを理由に、インフレ予防的に利上げを進めていくか否かが最大の焦点となる。そもそもFOMC参加者の間では、実際にインフレ率の上昇を確認してから利上げを進めるべきと考えるメンバーと、実際のインフレ率が目標に達していなくても、労働市場や景気に過熱感があるのであれば、予防的に利上げをすべきというメンバーで意見に隔たりがある。これに加えて、2017

年に入って失業率の低下傾向が続いているにもかかわらず、インフレ率が鈍化してきたことで、イエレン議長をはじめとする FOMC 参加者の間では、労働市場の引き締まりがインフレ率を加速させるという見方に対する疑念が高まっている。今回の声明文では、中期的にインフレ率が目標である 2% に近づいていくという見通しを維持されたが、インフレ率の先行きを巡って、どのような議論がされたか、後日（11 月 22 日）に公表される議事要旨で確認する必要がある。

また、金融政策の先行きを考える上で、インフレ率と同様に注視が必要なのは、緩和的な金融環境、すなわち資産価格の動向である。これまで利上げを続ける中でも、長期金利の上昇は緩やかなものにとどまり、株価の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。例えば、ニューヨーク連銀のダドリー総裁は、インフレ率が目標を下回っていたとしても、緩和的な金融環境を理由に利上げを継続していくと発言している。既述の通り、足下、米国経済は堅調に推移しており、株価の上昇はそうした実体経済の堅調さや、企業業績の改善を反映したものと考えられる。しかし、資産価格の速すぎる上昇が続く、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金融引き締めを急ぐ可能性がある。

図表 2 失業率と PCE 価格指数、金利と株価



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

パウエル理事が次期議長となれば、金融政策運営は現行路線を踏襲

また経済動向とは別の議論として、金融政策の先行きを占う上で、2018年2月に任期を迎えるイエレン議長の次のFRB議長に誰が就任するかに大いに注目されている。トランプ大統領は米国時間11月2日午後に次期FRB議長を指名する予定となっている。

報道によれば、現在FRB理事を務めるジェローム・パウエル氏が、次期議長の最有力候補と

され、FOMC が開催された 11 月 1 日には、トランプ大統領がパウエル理事に対し次期議長に指名する意向を通知したと伝えられている。パウエル理事は、現 FOMC 参加者においては中道派とされており、実際、2012 年 5 月の理事就任以降、FOMC において 1 度も反対票を投じていない。パウエル理事が次期議長となった場合、緩やかなペースでの利上げを行っていくという、これまでと同様の金融政策運営が踏襲されることになろう。

とは言え、FOMC における金融政策は議長による独断で決まるわけではなく、投票で決定され、議長はそのうちの 1 票を持つにすぎない。議長の人事がとりわけ大いに注目されているが、これに加えて、現在、FRB 理事には副議長を含む 3 つの空席があり（仮にパウエル理事が議長となり、イエレン議長が理事も退任した場合、空席は 4 つとなる）、新たな理事にどのような人物が指名されるかによって、金融政策の方向性は変わり得る。これまでの経緯を見る限り、残りの空席に関しても、共和党寄りの人選がされるとみられる。共和党は伝統的に、FRB の権限縮小に対して前向きであり、テイラー・ルールのような、ルールに基づく政策運営を志向する人物が理事に指名される可能性も十分に考えられよう。次期議長の指名後も人事動向を注視していく必要がある。

なお、2018 年の FOMC において投票権を持つ地区連銀総裁は、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁、メスター・クリーブランド連銀総裁、ボスティック・アトランタ連銀総裁、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁、およびリッチモンド連銀総裁（2017 年 4 月のラッカー前総裁辞任以降、正式な総裁が選出されていない）となる。メスター総裁、ウィリアムズ総裁はインフレ率が加速しなかったとしても、利上げを継続することに前向きである。一方、2017 年において投票権を持つ、エバンス・シカゴ連銀総裁、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁の 2 名は、追加利上げに慎重であることを考慮すると、2018 年は FOMC 全体としてややタカ派傾向が強まる可能性が高い。