

2017年12月14日 全6頁

FOMC 2018年は3回の利上げ見通しを維持

追加利上げを決定、経済見通しを上方修正も物価見通しは据え置き

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12月12日～13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1.00-1.25%から0.25%pt引き上げ、1.25-1.50%とすることが決定された。金融市場では、今回の会合での利上げを事前に織り込んでおり、決定にサプライズはない。
- 今回公表された声明文では、経済全体の現状認識は「経済活動は底堅く拡大している」とされ、前回会合の表現が据え置かれた。声明文全体を通して、前回からの修正は総じて軽微であり、底堅い経済成長が持続していることが、今回利上げを決定する要因になったと言える。
- FOMC参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）を見ると、2018年末の中央値は2.125%と、9月時点の見通しから変わらず、3回の利上げを見込む結果となった。また、2019年末時点の中央値も2.688%と、前回見通しから変わらず、2～3回の利上げが見込まれている。2019年までの利上げペースが据え置かれたことは、インフレ率の見通しが前回見通しから変更されなかったことと整合的である。
- 今後、実際にFOMCメンバーの見通しに沿って利上げを続けていくか否かは、インフレ率の動向が最大のポイントとなる。このところFOMC参加者の間では、労働市場の引き締まりが従来に比べてインフレ率を加速させづらいという考えが強まっており、以前よりもインフレ予防的に利上げを進める可能性は低下していると考えられる。

想定通り政策金利を引き上げ

2017年12月12日～13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1.00-1.25%から0.25%pt引き上げ、1.25-1.50%とすることが決定された。金融市場では、今回の会合での利上げを事前に織り込んでおり、決定にサプライズはない。なお、決定に際しての投票では、エバンス・シカゴ連銀総裁、およびカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁の2名が、これまでの誘導目標レンジを据え置くべきとして反対票を投じ、FOMC内で意見が分かれる形となった。

経済の現状認識は変更なし、労働市場のスラック解消に言及

今回公表された声明文では、経済全体の現状認識は「経済活動は底堅く拡大している」とされ、前回会合の表現が据え置かれた。声明文全体を通して、前回からの修正は総じて軽微であり、底堅い経済成長が持続していることが、今回利上げを決定する要因になったと言える。

個別項目への評価を見ていくと、雇用者数の伸びに対する評価は、前回声明文の「9月はハリケーンが雇用者数の減少を引き起こした」から、10月、11月分の雇用統計の堅調な結果を受けて、「ハリケーンに関連した影響をならせば、雇用の伸びは堅調」へと変更された。失業率については「さらに低下した」という評価が据え置かれている。また、個人消費は「緩やかに拡大している」、設備投資は「ここ数四半期伸びが上向いた」とされ、前回声明文と同様の表現となった。インフレ率に関する判断についても、ハリケーンによる短期的な影響に関する記述が削除されたのみで、「物価全体、食品・エネルギーを除いたインフレ率の双方とも今年は減速し、2%を下回っている」という評価が維持されている。

経済の先行きに関する部分では、前回声明文で「経済活動、雇用、インフレ率に短期的に影響を与える」、「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、将来的な影響として記述されていたハリケーンの影響が、既に実現したものとして表現が改められている。基本的な経済見通しとしては、緩やかな経済拡大が続くという見方が据え置かれているが、労働市場に関して、これまでの「さらにいくらか力強さが増す (will strengthen somewhat further)」という表現から、「力強さを維持する (will remain strong)」へ修正された。これは、労働市場の改善鈍化を示唆しているとみられるが、これに併せて、スラック（需給の緩み）がほぼ解消されたという判断に基づくものとも考えられる。インフレ率の見通しについては、「短期的には2%をやや下回って推移するものの、中期的には委員会の目標である2%近辺で安定する」という見通しに変更はなかった。

経済成長率見通しは上方修正されたが、インフレ率見通しは据え置き

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、実質GDP成長率見通し(中央値)は総じて9月の前回見通しから上方修正されている。2017年見通しは、前回見通しの前年比+2.4%から同+2.5%へと上方修正された。前回の見通しが出された9月のFOMCよりも後に公表

された7-9月期の実績値が上振れしたことに加え、10月分以降の経済指標の堅調さが上方修正の要因になったと考えられる。2018年のGDP成長率見通しは、前回見通しの同+2.1%から、同2.5%へと大きく上方修正された。声明文公表後のイエレン議長の記者会見によれば、見通し提出者の多くが、今回の見通しにおいて税制改革による効果を織り込んだことされており、政策効果が成長率見通しを押し上げる要因になったとみられる¹。2019年見通しは前回の同+2.0%から同+2.1%へ、2020年見通しは同+1.8%から同+2.0%へとそれぞれ上方修正されているが、ここにも税制改革が影響していると考えられる。なお、イエレン議長は記者会見において、税制改革は経済の供給力（潜在成長率）を押し上げる可能性があると言及したが、長期見通しについては従来の同+1.8%から据え置かれている。

失業率の見通しは、いずれの年においても下方修正（改善）された。成長率見通しの上方修正に加えて、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、2017年11月時点で既に失業率は4.1%まで低下していることが下方修正の大きな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。また、2020年の見通しは4.0%と、2019年の3.9%から上昇（悪化）を見込んでいる点も前回と同様である。

一方、GDP成長率、失業率の見通しがより楽観的となる中、PCE（個人消費支出）価格指数の見通しは、前回見通しからはほぼ修正されなかった。2017年の見通しのみ、前回時点の前年比+1.6%から同+1.7%へとわずかに上方修正されているが、コアPCE価格指数見通しが変更されていないことから、これはエネルギー価格の上昇を反映したものと考えられる。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。しかし、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一層慎重さを増したと言える。

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12月	2.5	2.5	2.1	2.0	1.8	2.4	2.5	2.2	2.6	1.9	2.3	1.7	2.0	1.8	1.9
	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
失業率 (4Qの平均)	17年12月	4.1	3.9	3.9	4.0	4.6	4.1		3.7	4.0	3.6	4.0	3.6	4.2	4.4	4.7
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	17年12月	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0	1.6	1.7	1.7	1.9	2.0		2.0	2.1	2.0	
	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	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	17年12月	1.5	1.9	2.0	2.0	-	1.5		1.7	1.9	2.0		2.0	2.1	-	
	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	-	

(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

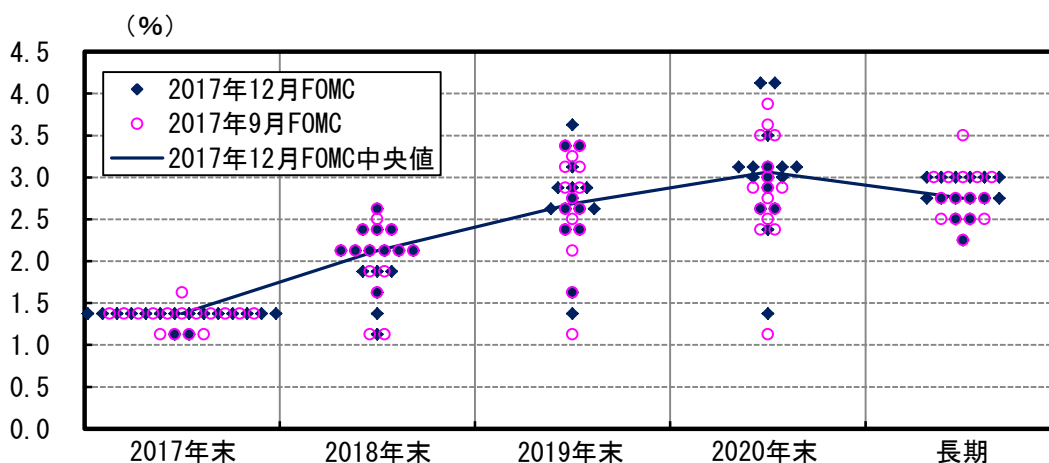
¹ ただし、イエレン議長は9月見通しから今回の見通しの変更には、税制改革以外の要因も織り込まれており、見通しの改定幅が税制改革による効果を表しているものではないとした。

2018 年は 3 回の利上げ見通しを維持

FOMC 参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）を見ると、2018 年末の中央値は 2.125% と、9 月時点の見通しから変わらず、3 回の利上げを見込む結果となった。個別回答の分布についても前回見通しからほぼ変わっていない。また、2019 年末時点の中央値も 2.688% と、前回見通しから変わらず、2~3 回の利上げが見込まれている。2019 年までの利上げペースが据え置かれたことは、インフレ率の見通しが前回見通しから変更されなかったことと整合的である。

だが一方で、2020 年末の中央値は 3.063% となり、前回の 2.875% から引き上げられた。この水準は、FOMC 参加者による中立金利見通しである長期の FF 金利の 2.750%（前回：2.750%）を上回っている。9 月時点で、2020 年見通しは長期見通しを上回っていたが、今回、その傾向はより顕著となっており、2020 年には政策金利の正常化から明確な引き締めへと転じる見通しとなっている。既述した、2020 年の失業率が 2019 年から悪化するという予想は、こうした見通しに基づいたものと解釈できる。

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）



(注) 長期見通しについては、12 月、9 月とも 1 名が未提出。

(出所) FRB より大和総研作成

今後の焦点はインフレ率が実績として加速するか否か

今後、実際に FOMC メンバーの見通しに沿って利上げを続けていくか否かは、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し、声明文でも示された通り労働市場の Slack の解消は進んでいる。FRB（連邦準備制度理事会）の二大責務のうち「雇用の最大化」がほぼ達成される一方、もう 1 つの責務である「物価の安定」に関して、PCE 価格指数は FRB のインフレ目標値である前年比 +2% を下回った状態が続いている。FOMC 参加者は、労働市場の引き締めなどによってインフレ率は緩やかに 2% に近づいていくという基本シナリオの下で、2018 年には 3 回の利上げを行うとしているが、こうした基本シナリオが崩れることになれば、利上げペースを調整する必要がある。

足下の物価動向を見ると、11月の消費者物価指数（CPI）はエネルギー価格の上昇によって総合指数が前年比+2.2%へと前月から加速する一方で、食品・エネルギーを除いたコアCPIは同+1.7%と、前月から減速した。失業率の低下に反して、基調的なインフレ率は2017年に入って以降伸び悩んでおり、こうした傾向が長引くようであれば、利上げペースはより緩やかなものとなろう。このところFOMC参加者の間では、労働市場の引き締まりが従来に比べてインフレ率を加速させづらいという考えが強まっており、そうした考えは今回公表された経済見通しにも反映されている。以前よりもインフレ予防的に利上げを進める可能性は低下していると考えられる。

また、当然ながら、FOMC参加者が想定する以上に速いペースでインフレ率が加速し、目標の2%を大きく上回る可能性が高まった場合には、現在の見通しよりも速いペースでの利上げを行っていく必要がある。しかし、利上げペースの加速には成長率の加速や失業率の更なる低下など、インフレ圧力の高まりだけでは不十分であり、インフレ率が実績として想定以上に速いペースで加速する必要がある。

大和総研では、今回のFOMCの結果を踏まえた上で、2018年半ば頃からインフレ率が緩やかに加速し、2018年は3回の利上げを行うという従来の見通しを維持する。

2018年は投票権を持つ参加者が多数交代

なお、次回のFOMC以降の投票権を確認すると、暦年ごとの地区連銀総裁の交代に加えて、常に投票権を持つメンバーの交代が見込まれていることから、投票権を持つ参加者が例年よりも多数交代することになる。

まず、イエレン議長に代わってパウエル理事が2月に新議長に就任することが決定している。イエレン議長は、パウエル理事が議長の就任宣誓をした時点で議長職と同時に理事職も退くことを表明しており、後任が指名されなければ理事に新たな空席が発生する。一方で、トランプ大統領はこれまで空席だった理事に、カーネギー・メロン大教授であるマービン・グッドフレンド氏を指名しており、議会で承認され次第、FOMCに参加することになる。さらに、地区連銀総裁の中でも常に投票権を持つニューヨーク連銀のダドリー総裁は、2019年1月までの任期から半年程度前倒しして、2018年半ばに退任することを表明した。このため、ダドリー総裁の退任以降は、ニューヨーク連銀の理事会によって指名された次期総裁が投票権を持つ。輪番制による地区連銀総裁の投票権については、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に加えて、2018年1月から新たに総裁に就任するパーキン・リッチモンド連銀総裁が持つことになっている。

2017年に投票権を持っていたカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁、エバンス・シカゴ連銀総裁は、今回のFOMCでも利上げに反対票を投じたように、追加利上げに対して慎重である。一方で、2018年に投票権を持つメスター総裁、ウィリアムズ総裁は追加利上げに前向きであるため、現時点で政策スタンスが判明している参加者の投票権の交代では、FOMC全体としてタカ派傾向

が強まるとみられる。しかし、新たに就任するグッドフレンド理事、バーキン総裁、次期ニューヨーク連銀総裁の金融政策スタンスは現時点ではっきりしないことに加え、空席となっている理事が大統領によって新たに指名される可能性もある。FOMC内のパワーバランスは2018年中にも変わる可能性があり、人事動向を引き続き注意していく必要がある。

図表3 FOMC参加者の政策スタンスと投票権

	最近の金融政策 スタンス	投票権	
		2017年	2018年
ジョージ・カンザスシティ連銀総裁	タカ		
メスター・クリーブランド連銀総裁	タカ寄り		○
ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	タカ寄り		○
ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁	タカ寄り	○	
ローゼングレン・ボストン連銀総裁	タカ寄り		
パウエルFRB理事	中立	○	○ (2月議長就任)
クオールズFRB理事兼金融規制担当副議長	中立	○	○
ポストイック・アトランタ連銀総裁	中立		○
カブラン・ダラス連銀総裁	中立	○	
イエレンFRB議長	ハト寄り	○	△ (2月退任)
ブレイナードFRB理事	ハト寄り	○	○
ダドリー・ニューヨーク連銀総裁	ハト寄り	○	△ (2018年半ば退任)
エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト寄り	○	
カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁	ハト	○	
ブラード・セントルイス連銀総裁	ハト		
バーキン・リッチモンド連銀総裁	不明		○
グッドフレンドFRB理事	不明	(空席)	○ (上院承認待ち)
(空席) FRB理事		(空席)	△ (指名・承認待ち)
(空席) FRB理事		(空席)	△ (指名・承認待ち)

(注) 金融政策スタンスは大和総研による。

(出所) FRBより大和総研作成