

2018年3月22日 全5頁

FOMC 2018年の利上げ見通しは実質上方修正

想定通り利上げを決定、経済見通しはより強気に

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]

- 2018年3月20日～21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1.25-1.50%から0.25%pt引き上げ、1.50-1.75%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。
- 声明文における経済全体の現状認識は「労働市場の改善が続き、経済活動は緩やかなペースで拡大している」とされ、前回会合の声明文から幾分トーンダウンする表現となった。他方で、経済見通しの冒頭の部分には、「経済見通しはここ数ヶ月で強まった」という一文が追加され、先行きについては以前よりも強気の内容になった。
- 今回公表されたFOMC参加者による経済見通しでは、声明文でも言及された通り、実質GDP成長率見通しが上方修正された。また、失業率の見通しについても、総じて前回見通しから低下（改善）した。インフレ率に対する見方も、前回見通しから上方修正されたが、GDP成長率、失業率に比べて、PCE価格指数の修正幅は小幅であり、フィリップスカーブに対する見方は以前よりも慎重になったと解釈できる。
- FOMC参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）では、2018年末の中央値は2.125%と2017年12月時点の見通しから変わらず、2018年内に3回（今回の利上げに加えて、年内にあと2回）の利上げを見込む結果となった。ただし、2018年に4回以上の利上げを見込む参加者は7名に増加し、年内に3回の利上げを主張する参加者の数（6名）を上回った。
- 今後の利上げペース（2018年に3回なのか4回なのか）に関しては、FOMC参加者内でも意見が分かれており、明確な示唆は得られなかった。利上げ継続自体は既定路線であるが、FOMC参加者はあくまで経済指標次第で利上げのタイミングを見極めていくとみられる。インフレ動向に加えて、税制改革の効果の見極めが焦点になろう。

想定通り政策金利を引き上げ

2018年3月20日～21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1.25-1.50%から0.25%pt引き上げ、1.50-1.75%とすることが決定された。決定に際して反対票はなく、2会合連続で全会一致での政策決定となった。金融市場では、今回の会合での利上げが確実視されていたため、決定内容にサプライズはない。

経済の現状認識はややトーンダウン、先行きはより強気に

まず、今回公表された声明文を確認していくと、経済全体の現状認識は「労働市場の改善が続き、経済活動は緩やかなペース（at a moderate rate）で拡大している」とされた。前回会合の声明文では、「経済活動は底堅く（at a solid rate）拡大している」とされていたため、景気の現状については、幾分トーンダウンする表現となった。

個別項目への評価を見ていくと、雇用者の増加については、従来の「堅調（solid）」から「ここ数ヵ月力強い（Strong in recent months）」へ変更された。一方で、前回声明文では「堅調」とされていた、個人消費、設備投資に関して、「伸び率は第4四半期の力強さから、緩やかになった」とされており、これが経済全体に対する判断を引き下げる要因となったと考えられる。インフレの現状に関する記述については、前回声明文がそのまま据え置かれており、判断は変更されなかった。

他方で、経済およびインフレの先行きに関する記述は以前よりも強気の内容になったと評価できる。経済見通しの冒頭の部分には、「経済見通しはここ数ヵ月で強まった（The economic outlook has strengthened in recent months）」という一文が追加され、上方修正がはっきりと明示されている。また、前回の声明文で「今年は上昇し（move up this year）」とされていたインフレ率の見通しについては、「今後数ヵ月で上昇し（move up in coming months）」と変更され、インフレの加速がより近づいていることが示された。これは、声明文公表後の記者会見でパウエル議長も言及したように、携帯電話サービスの下落などの特殊要因が剥落することで、前年比ベースの物価上昇率が加速することを見越した表現と考えられる。経済見通しのリスクバランスは、概ね均衡しているという見方に変更はなく、今後の金融政策スタンスに関する表現も前回声明文のままであった。

経済見通しは総じて上方修正されたが、インフレ率見通しの修正は小幅

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、声明文でも言及された通り、実質GDP成長率見通し（中央値）は総じて前回見通し（2017年12月）から上方修正された。2018年見通しが従来の前年比+2.5%から同+2.7%へ、2019年見通しは同+2.1%から同+2.4%へと引き上げられている。2020年は同+2.0%と前回見通しから変わらなかったが、回答レンジの

上限、下限ともに引き上げられており、こちらも内容としては上方修正含みである。今回、成長率見通しが引き上げられた最大の要因は、税制改革による効果と考えられる。2017年12月時点でも、多くの参加者が税制改革の効果を経済見通しに織り込んだとされていたが、12月のFOMCの後に税制改革が正式に成立したことで、全ての参加者がその効果を見通しに織り込み、見通しが上方修正されたとみられる。ただし、潜在成長率見通しとほぼ同義である長期見通しについては、同+1.8%と前回見通しから据え置かれ、回答レンジも前回見通しと変わっていない。税制改革が潜在成長率、すなわち経済のサプライサイドに与える効果については、前回見通しからほぼ変わっていないことになる。

失業率の見通しについても、経済成長率の上方修正を受けて、総じて前回見通しから低下（改善）した。2018年が前回時点の3.9%から3.8%へと引き下げられたことに加え、2019年、2020年についてはいずれも3.6%と、従来の3.9%、4.0%から引き下げられている。また、長期見通しについても前回見通しの4.6%から4.5%へと低下している。向こう3年間の失業率は、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、以前から変わっていない。しかし、従来見通しでは、2019年から2020年にかけて失業率の悪化を見込んでいたのに対し、今回の見通しではそうした見方が中央値ベースでは修正されている。

GDP成長率、失業率の見通しがより楽観的となる中、インフレ率に対する見方も、前回見通しからわずかに上方修正された。PCE（個人消費支出）価格指数上昇率の見通しは2018年、2019年ともに前回見通しと変わらず、2020年が前回見通しの前年比+2.0%から同+2.1%に上方修正された。また、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数については、2019年、2020年がそれぞれ従来の同+2.0%から同+2.1%へと修正されている。しかし、GDP成長率、失業率に比べて、PCE価格指数の修正幅は小幅に留まっており、インフレ率見通し自体は上方修正されつつも、フィリップスカーブに対する見方は以前よりも慎重になったと解釈できる。

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 | | | | | | | |
|------------------------|--------|------|------|------|-----|-------|-----|------|-----|------|-----|-----|-----|
| | | 2018 | 2019 | 2020 | 長期 | 2018 | | 2019 | | 2020 | | 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) | 18年3月 | 2.7 | 2.4 | 2.0 | 1.8 | 2.6 | 3.0 | 2.2 | 2.6 | 1.8 | 2.1 | 1.8 | 2.0 |
| | 17年12月 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 2.2 | 2.6 | 1.9 | 2.3 | 1.7 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| 失業率 (4Qの平均) | 18年3月 | 3.8 | 3.6 | 3.6 | 4.5 | 3.6 | 3.8 | 3.4 | 3.7 | 3.5 | 3.8 | 4.3 | 4.7 |
| | 17年12月 | 3.9 | 3.9 | 4.0 | 4.6 | 3.7 | 4.0 | 3.6 | 4.0 | 3.6 | 4.2 | 4.4 | 4.7 |
| PCE価格上昇率 (4Qの前年比) | 18年3月 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 2.0 | |
| | 17年12月 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | | 2.0 | 2.1 | 2.0 | |
| コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比) | 18年3月 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | - | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | - | - |
| | 17年12月 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | - | 1.7 | 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。

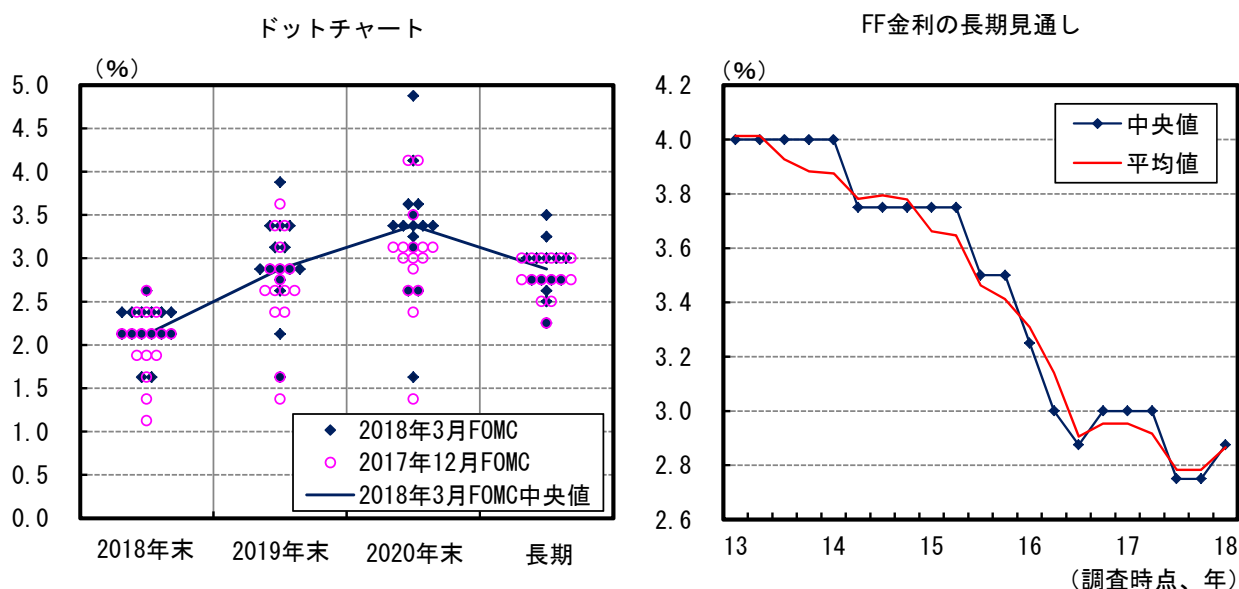
(出所) FRBより大和総研作成

2018年の利上げ回数の中央値は3回だが、内容は上方修正に近い

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）では、2018年末の中央値は2.125%と2017年12月時点の見通しから変わらず、2018年内に3回（今回の利上げに加えて、年内にあと2回）の利上げを見込む結果となった。ただし、個別回答の分布を見ると、12月時点で2018年に4回以上の利上げを見込んでいた参加者が4名だったのに対し、今回は7名に増加しており、年内に3回の利上げを主張する参加者の数（6名）を上回った¹。中央値では前回から変わらなかったが、平均値は前回の2.016%から2.192%に上昇しており、内容としては上方修正に近い。だが一方で、市場の関心が集まる2018年の利上げ回数に関して、FOMC内でも意見が分かれていることが明らかになったと言える。

2019年末時点の中央値は2.875%（前回：2.688%）、2020年末は3.375%（前回：3.063%）と、いずれも上方修正され、2019年に3回、2020年に2回の利上げを見込む結果となった。さらに、FOMC参加者による中立金利見通しであり、利上げ終了の目途となる長期見通しは、2.875%となり（前回：2.750%）、2016年12月以来の上方修正となった。今回のFOMCでは、税制改革による生産性向上に対する期待が、潜在成長率および中立金利見通しを押し上げるか否かが、注目点の1つとなっていた。実際、FF金利の長期見通しは前回見通しから引き上げられる形となったが、2016年末～2017年前半の水準（3.000%）を下回っており、上昇幅は小幅なものに留まった。

図表2 ドットチャート、FF金利の長期見通し



(注) ドットチャートの長期見通しについては、2017年12月、2018年3月ともに1名が未提出。

(出所) FRB より大和総研作成

¹ 2018年内の追加利上げなし（2018年末時点で1.625%）を見込む参加者が2名いるため、中央値は3回（2.125%）となる。

インフレ動向と税制改革の効果の見極めが焦点

今回の FOMC では、FOMC 参加者の経済成長率およびインフレ率の加速に対する自信は足下で一層深まっており、追加利上げに対してより前向きになっていることが確認された。しかし、金融市場が注目する今後の利上げペース（2018 年に 3 回なのか 4 回なのか）に関しては、FOMC 参加者内でも意見が分かれており、明確な示唆は得られなかった。利上げ継続自体は既定路線であるが、FOMC 参加者はあくまで経済指標次第で利上げのタイミングを見極めていくことになる。

今後の利上げペースを考える上で、最も重要視されるのは、言うまでもなくインフレ関連の指標であろう。1 月分の雇用統計における賃金の上振れ以降、インフレ率の上振れに対する懸念が高まっている。しかし、2017 年に見られた失業率の低下とインフレ率の鈍化という組み合わせの「謎」は解明されておらず、引き続き上下双方のリスクを意識していく必要がある。

加えて、今回 FOMC 参加者の経済見通しを引き上げる要因になったと考えられる、税制改革の効果にも留意が必要である。記者会見でパウエル議長が言及したように、税制改革は、短期的に需要を押し上げるのみならず、設備投資の増加による生産性の上昇を通じて、長期的には潜在成長率を押し上げる要因になると考えられる。今回、長期の GDP 成長率見通しや、長期の FF 金利の修正は小幅に留まったが、今後の設備投資動向次第で一層引き上げられる可能性があり、利上げのゴール、ないしそこに向けた利上げペースを左右することになる。ただし、税制改革の効果については不透明な部分も多く、実際にどの程度の効果を持つかを FOMC 参加者は見極めていくことになる。