

2018年5月7日 全5頁

FOMC 「対称的」なインフレ目標の解釈

一見ハト派的だが、利上げ見通しはほぼ変わらず

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]

- 2018年5月1日～2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1.50-1.75%で据え置くことが決定された。金融市場では政策金利の据え置きが確実視されていたため、今回の決定にサプライズはない。
- 声明文における事前の最大の注目点であったインフレ率見通しに関しては、「中期的に委員会の対称的な目標である2%近辺で推移する」とされた。インフレ率の実績が2%に到達したことに伴う修正に加え、「対称的」の1語を付け加えられたことで、インフレ率の上振れを一定程度許容するというスタンスが改めて強調された。
- インフレ率の実績が3月のFOMCで示された見通しよりも速いペースで上昇していることに加え、原油価格の上昇、関税の導入によって先行きのインフレ加速リスクは高まっている。「対称的」という表現が追加されたのには、インフレ率見通しが上方修正含みとなる中、それが即座に利上げペースの加速につながるものではないということを示す意図があったと考えられる。
- ただし、インフレ率が今後、想定以上のペースで加速する可能性がある以上、利上げが後手に回ることを懸念するFOMC参加者が増える可能性は十分考えられる。FOMC参加者による2018年の利上げ回数の中央値は、6月のFOMCで上方修正される可能性が高いだろう。大和総研では、次回、6月のFOMCでの利上げに加えて、2018年末までにさらに2回、2018年通年では4回の利上げが行われると予想する。

想定通り全会一致で政策金利の据え置きを決定

2018年5月1日～2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1.50-1.75%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政策決定となった。前回、3月会合で利上げが実施されてからの期間が短いこと、今回の会合では経済見通しの公表はなく、パウエル議長による記者会見が行われないことから、金融市場では政策金利の据え置きが確実視されていたため、今回の決定にサプライズはない。

インフレ率2%到達を受け、インフレ目標が「対称的」であることを強調

今回公表された声明文では、経済指標の実績を反映して経済やインフレ率に対する現状認識が修正されたほか、インフレ率の実績値が目標の2%に到達したことを受け、インフレ率の見通しに関する表現が修正された。他方、金融政策運営のスタンスに関する記述は前回の声明文から全く変更されておらず、緩やかなペースでの利上げを継続していくという方針が維持された。

声明文の内容を具体的に確認していくと、経済全体の現状認識については、「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、前回声明文から据え置きとなった。雇用者数の動向については、FOMC時点での最新のデータであった2018年4月分の雇用統計では、非農業部門雇用者数の伸びが前月差+10.3万人まで減速したものの¹、「ここ数ヵ月力強い」という基調判断は変更されず、「均して見れば (on average)」という表現が付け加えられるに留まった。個人消費に関しては、前回声明文の「伸び率は第4四半期の力強さから、緩やかになった」と判断が据え置かれる一方、設備投資については「力強い成長が続いている (continued to grow strongly)」へ判断が上方修正された。これらの表現は、4月27日に公表されたGDP統計の内容に沿ったものである²。

インフレ率の判断に関して、前回声明文では「2%を下回って推移している」とされていたが、今回の声明文では「2%に近づいた (have moved close to 2 percent)」へ変更された。これは3月分のPCE（家計消費支出）価格指数が前年比+2.0%と、FRBの目標である2%に到達し、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数も同+1.9%と前月から上昇幅が拡大したことに対応したものである。一方、期待インフレについては、マーケットベースの期待インフレに関して「ここ数ヵ月上昇したが」という文言を削除しつつ、「低いままである」という判断を維持し、サーベイベースの期待インフレは「ほとんど変わらなかった」という表現が据え置かれた。

経済の先行きに関して、中期的に経済活動は緩やかに拡大し、雇用の力強い増加が続くという見通しは変更されていない。一方、インフレ率の実績値が2%に到達したことで、今回のFOMC

¹ FOMCの2営業日後に公表された2018年4月分の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月差+16.4万人となり、3月分については、前月分公表時点の同+10.3万人から同+13.5万人へと上方修正されている。

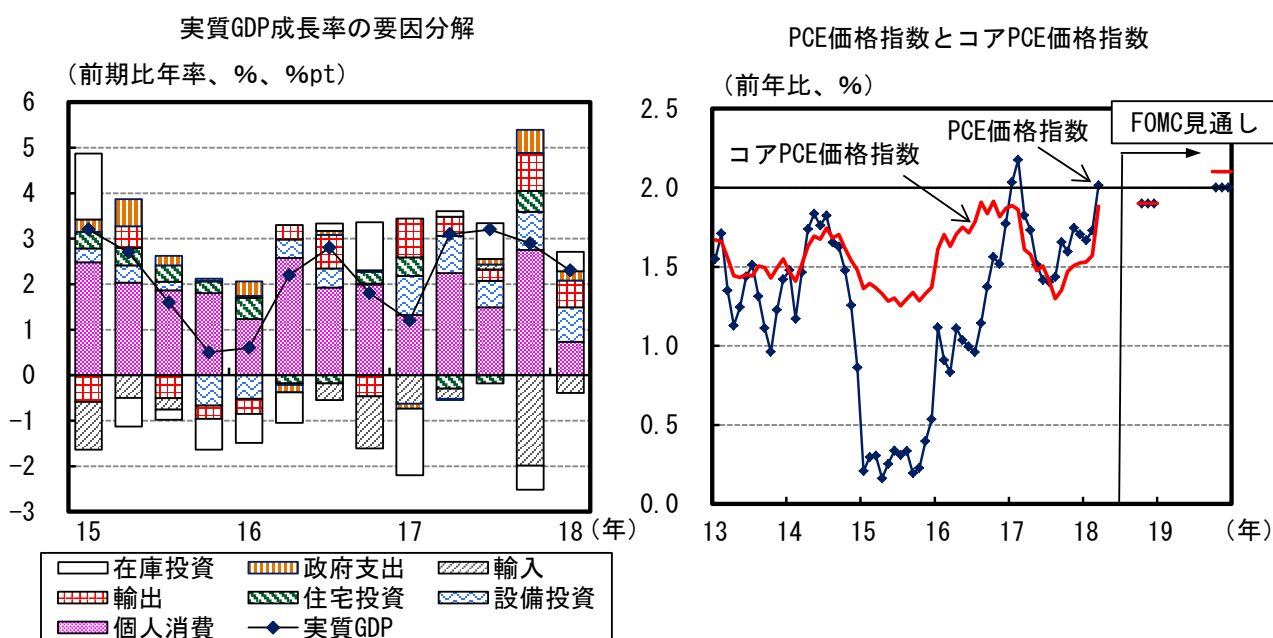
² GDP統計の詳細については、大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「個人消費の減速で米GDP成長率は鈍化」（2018年5月1日）を参照。

https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180501_020069.html

における事前の最大の注目点であったインフレ率の先行きに関する表現は、前回声明文の「今後数ヵ月で上昇し、中期的に委員会による 2%の目標付近で安定する」という表現から、「中期的に委員会の対称的な目標である 2%近辺で推移する (run near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term)」へ変更された。インフレ率の現状判断の変更に対応したに加えて、「対称的 (symmetric)」の 1 語が付け加えられた点が大きなポイントであろう。インフレ目標が「対称的」であること自体は、以前から声明文の金融政策運営スタンスの部分では言及されており、その文言は今回も変わっていない。その上で今回、新たにインフレ率見通しの箇所に「対称的」の 1 語を付け加えられたことで、インフレ率が 2%に到達する中、2%から上振れすることを一定程度許容するというスタンスが改めて強調される文言となったと言える。

経済見通しのリスクバランスについては、概ねバランスしているという判断が据え置かれた。ただし、前回声明文では「短期的な (near-term)」リスクはバランスしているとされていたのに対し、今回「短期的な」という表現が削除されている。これと同時に、「委員会はインフレの進展を注視していく」という文言が削除されていることから、インフレ率の下振れに対する懸念の後退が、「短期的な」リスクを軽減させたと考えられる。なお、今回の FOMC の討議資料となるページブック (4 月 18 日公表) では、トランプ政権による関税に対する懸念が言及されていたが、今回の声明文ではそうした内容は盛り込まれなかった。

図表 1 実質 GDP 成長率の要因分解、PCE 価格指数とコア PCE 価格指数



(注) 右図のコア PCE 価格指数は食品・エネルギーを除く。右図の FOMC 見通しは 2018 年 3 月時点の中央値。
(出所) BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

インフレ率上振れ容認強調の背景は、インフレリスクの高まり

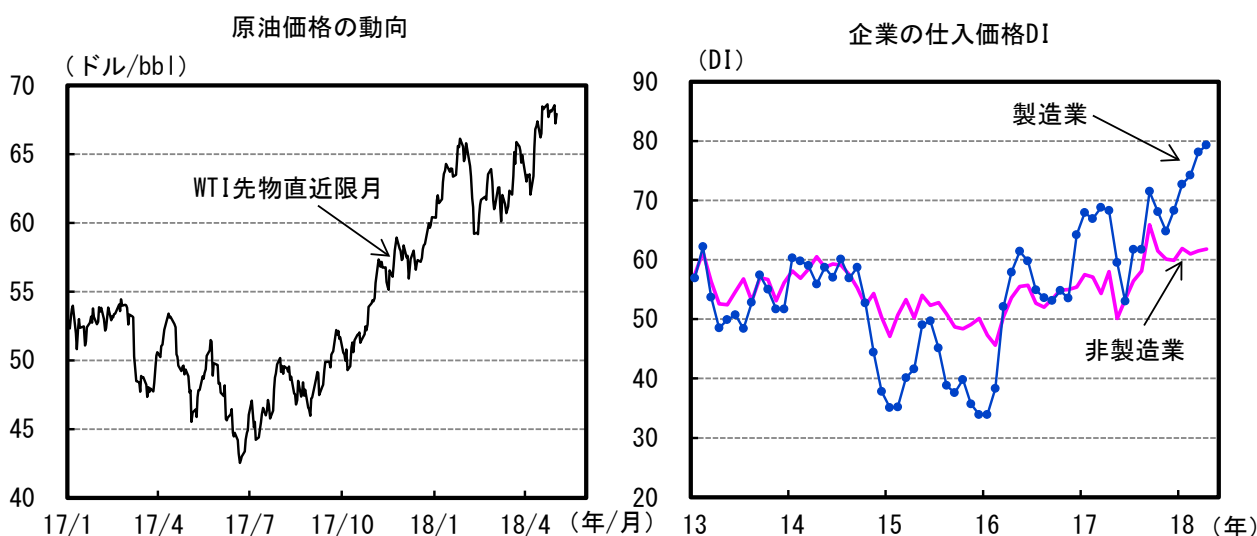
インフレ率の 2%からの上振れ容認を改めて強調したという点では、今回の声明文はハト派的

ともとれるが、FOMC 参加者は3月の前回会合時点よりも利上げに慎重になっているとは考え難い。なぜなら、今回インフレ率の上振れを容認する表現が強調された背景には、FOMC 参加者のインフレ率見通しの上方修正があると考えられるためである。

前回会合の声明文では、インフレ率の見通しは「今後数ヵ月で上昇し」とされていたが、この表現は携帯電話サービス価格の大幅下落による影響が2018年3月以降、剥落することを見越したものであったと考えられる。実際、3月のPCE価格指数の上昇幅拡大には、この特殊要因の剥落が大きく寄与しており、このこと自体がFOMC参加者のインフレ率の見通しや、今後の利上げペースの見通しを変更させる要因にはならないだろう。しかしながら、PCE価格指数の3月分の前年比+2.0%という上昇率は、3月のFOMCで示された2018年末（10-12月期）の見通し（見通し提出者の中央値）である同+1.9%を既に上回っている。また、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数も、3月には同+1.9%と、既に2018年末見通しに達していることに鑑みると、実際のインフレ率の加速ペースは3月時点のFOMC見通しよりも速く、コアPCEベースでも目標の2%到達時期は前倒しされる可能性が高まっている。

さらに、3月のFOMCが開催された時点よりもインフレ率が加速するリスクは高まっている。その理由の1点目は、足下のインフレ率の上振れにもつながっている原油価格の上昇が、一層進んだことである。原油価格の上昇は、直接的にエネルギー価格を押し上げるのみならず、企業のコスト増の価格転嫁が進めば、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数の押し上げにもつながるとみられる。2点目は、トランプ政権による関税の導入である。3月23日から鉄鋼・アルミに対する関税が実施されている上、3月のFOMCの翌日、3月22日には中国向けの関税の導入が決定された。既述のようにベージュブックでも関税に対する懸念が示されていたが、ISMレポートによる個別企業のコメントなどでも、関税による輸入物価の上昇を懸念する声が散見され、実際、企業の仕入価格DIは、製造業を中心に足下で増勢を強めている。現在交渉中の中国向けの関税が実施されれば、輸入価格上昇によるインフレ圧力は一層強まる公算が大きい。

図表2 原油価格の動向、企業の仕入価格DI

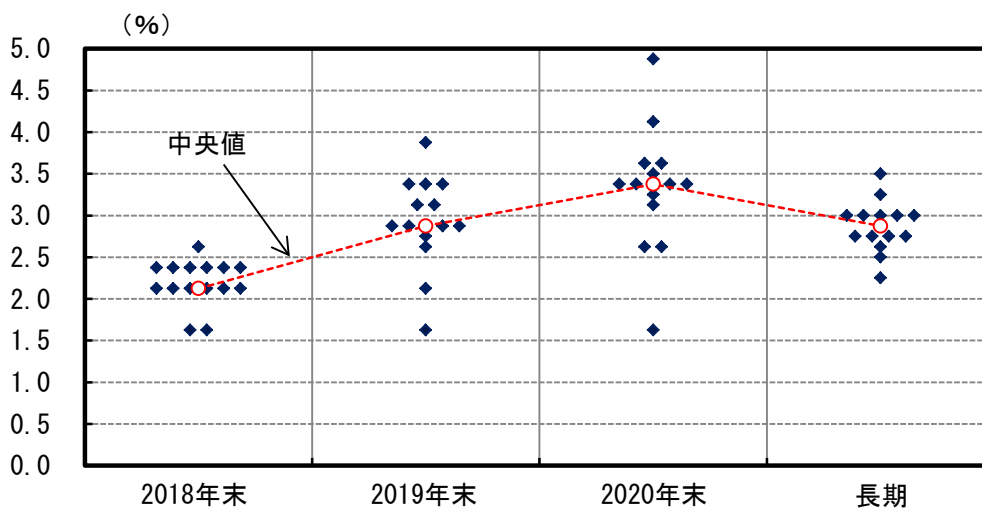


(出所) CME、ISM、Haver Analytics より大和総研作成

こうした状況に鑑みると、次回6月のFOMCで示される経済見通しでは、インフレ率の見通しが3月時点から上方修正される可能性が高いだろう。つまり、今回の声明文でインフレ率の2%からの上振れ容認を改めて強調したのは、インフレ率見通しが上方修正含みとなる中、それが即座に利上げペースの加速につながるものではないということを示す意図があったと考えられる。

ただし、インフレ率が目標から一定程度上振れすることを容認したとしても、インフレ率が今後、想定以上のペースで加速する可能性がある以上、利上げが後手に回ることを懸念するFOMC参加者が増える可能性は十分考えられる。3月のFOMC時点では、FOMC参加者による2018年の利上げ回数の中央値は、僅差で3回（3月の利上げに加えて、あと2回）となっていたが、これが次回、6月のFOMCで4回へ上方修正される可能性は高いだろう。いずれにせよ今後も利上げを続けていくというスタンス自体に変わりはなく、次回6月のFOMCでの利上げが金融市場ではほぼ確実視されていることを踏まえると、次回のFOMCでの利上げの可能性は高い。大和総研では、次回、6月のFOMCでの利上げに加えて、2018年末までにさらに2回、2018年通年では4回の利上げが行われると予想する。

図表3 ドットチャート（2018年3月FOMC時点）



(注) 長期見通しについては1名が未提出。

(出所) FRBより大和総研作成