

2018年6月14日 全5頁

FOMC 2018年のドットはわずかに上方修正

利上げの進展に伴い、フォワードガイダンスを大幅に削除

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2018年6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1.50-1.75%から0.25%pt引き上げ、1.75-2.00%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事前に確実視されていたため、決定内容にサプライズはない。
- 今回公表された声明文では、経済指標の実績を反映して経済に対する現状認識が上方修正された上で、金融政策については従来通り、緩やかなペースで利上げを継続していくという方針が維持された。
- 一方、今回の声明文では、将来の金融政策スタンスに関して、フォワードガイダンスの部分が大幅に削除された。パウエル議長は声明文公表後の記者会見で、フォワードガイダンスに関して、「来年に政策金利が正常な長期水準とみられる範囲に達すると見込まれるため、取り除くことが適切と考えた」とした上で、将来の金融政策スタンスの大幅な変更を示すものではないと説明している。
- 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（ドットチャート）では、2018年末の中央値は2.375%と2018年3月時点の見通し（2.125%）から0.250%pt上方修正され、2018年に合計4回（3月、6月の利上げに加えて、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、2018年内に4回以上の利上げを見込む参加者は、3月時点の7人から、今回は8人へと1人増えたのみであり、引き続きFOMC内部でも意見が分かれている。
- 大和総研では以前から、2018年内に合計4回の利上げを見込んでいるが、今回のFOMCの結果を受けて、その見方に変更はない。2018年内にはあと4回（7月31日～8月1日、9月25日～26日、11月7日～8日、12月18日～19日）のFOMCが残されているが、経済見通しの公表、および記者会見が予定される9月、12月に利上げが実施されると予想する。

想定通り 2 会合ぶりの利上げを決定

2018 年 6 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 1.50-1.75%から 0.25%pt 引き上げ、1.75-2.00%とすることが決定された。利上げの実施は、2018 年 3 月会合以来、2 会合ぶりである。決定に際して反対票はなく、4 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事前に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、今回の利上げにあたって、FF レートの誘導目標レンジの上限の役割を果たす、超過準備に対する付利金利（IOER）の引き上げ幅は 0.20%pt とされ、誘導目標レンジの引き上げ幅よりも小幅な引き上げとなった。これは、このところ実効 FF レートと IOER のスプレッドが縮小している（実効 FF レートがレンジ上限に近付いている）ことに対応した、技術的な調整と説明されている。5 月の FOMC の議事要旨では、IOER の水準を FF レートの誘導目標レンジ上限よりも低く設定するという点に関して、FOMC 参加者内で概ね合意したとされていたため、今回の会合での決定は想定通りである。

声明文ではフォワードガイダンスが大幅に削除

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に対する現状認識が上方修正された上で、金融政策については従来通り、緩やかなペースで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関しては、「労働市場の改善が続き、経済活動は速いペースで (at a solid rate) 拡大している」とされ、前回会合の声明文の「経済活動は緩やかなペースで拡大している」から上方修正された。個別項目への評価では、2018 年 5 月の雇用統計での失業率の低下を受け、失業率は前回声明文の「低いままである」から「低下した」へと変更された。また、個人消費に関して、従来の「伸び率は第 4 四半期の力強さから、緩やかになった」から、「伸び率は持ち直した (has picked up)」へ上方修正されており、これが経済全体の現状認識の上方修正の主因になった。設備投資については「力強い成長が続いている」の文言が据え置かれている。

インフレ率の現状認識については、「2%に近づいた」とされ、前回声明文から変更されなかった。期待インフレに関して、長期の期待インフレは「ほとんど変わらなかった」という文言が維持された。他方、マーケットベースの期待インフレに関する記述が今回の声明文では削除されており、実績のインフレ率が目標の 2%に近づいたことで、短期的な期待インフレの重要性が低下していることが暗に示されたと考えられる。

経済の先行きに関して、経済活動の拡大、堅調な労働市場が持続し、インフレ率は目標である 2%近辺で中期的に推移するという見方は変更されておらず、それに伴ってさらなる緩やかな利上げを続けていくという見方も維持された。経済のリスクについても「概ねバランスしてい

る」という判断は変更されていない。

一方、今回の声明文では、将来の金融政策スタンスに関して、「FF 金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する」を含む一連の文言、いわゆるフォワードガイダンスの部分が大幅に削除された。政策金利の水準が「長期的に到達する水準」、すなわち中立金利に近づく中、フォワードガイダンスを修正する必要性については5月のFOMCでも議論されたことが議事要旨で明らかになっており、今回の変更はそうした議論に沿ったものである。声明文公表後の記者会見でも、パウエル議長はフォワードガイダンスに関して、「来年に政策金利が正常な長期水準とみられる範囲に達すると見込まれるため、取り除くことが適切と考えた」とした上で、将来の金融政策スタンスの大幅な変更を示すものではないと説明している。なお、現状の金利水準に関して、「金融政策スタンスは引き続き緩和的 (accommodative) であり、力強い労働市場と2%のインフレへの持続的な回帰をサポートする」という文言については削除されず維持された。

足下の物価上昇を受け、インフレ率見通しが上方修正

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、実質GDP成長率見通し(中央値)は、2018年末見通しが前回見通し(2018年3月)の前年比+2.7%から同+2.8%へとわずかに上方修正された。一方、2019年、2020年、および長期見通しについては前回見通しから据え置きとなっており、経済見通しについては、前回見通し公表時からほとんど変わっていない。

他方、失業率については、2018年末見通しが従来の3.8%から3.6%へと低下(改善)、2019年、2020年についても、従来の3.6%から3.5%へと引き下げられた。失業率は2018年5月時点で既に3.8%まで低下しており、前回見通し公表時点の想定よりも早いペースでの低下が続いていることが、修正の主因と考えられる。なお、長期見通しについては、従来の4.5%から変わらず、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、変わっていない。また、GDP成長率が2020年にかけて徐々に減速する見通しにおいて、失業率は低下、ないし横ばいで推移するという見方についても従来通りである。

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6月	2.8	2.4	2.0	1.8	2.7	3.0	2.2	2.6	1.8	2.0	1.8	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	18年6月	3.6	3.5	3.5	4.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.4	3.7	4.3	4.6
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	18年6月	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.0	2.2	2.1	2.2	2.0	
	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	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	18年6月	2.0	2.1	2.1	-	1.9	2.0	2.0	2.2	2.1	2.2	-	-
	18年3月	1.9	2.1	2.1	-	1.8	2.0	2.0	2.2	2.1	2.2	-	-

(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

インフレ率に関して、PCE（個人消費支出）価格指数の見通しは、2018年が前回見通しの前年比+1.9%から同+2.1%へと上方修正、2019年も同+2.0%から同+2.1%へと上方修正された。2018年の上方修正については、失業率と同様、実績値が従来見通しに比べて上振れしたことに対応した修正と考えられる。

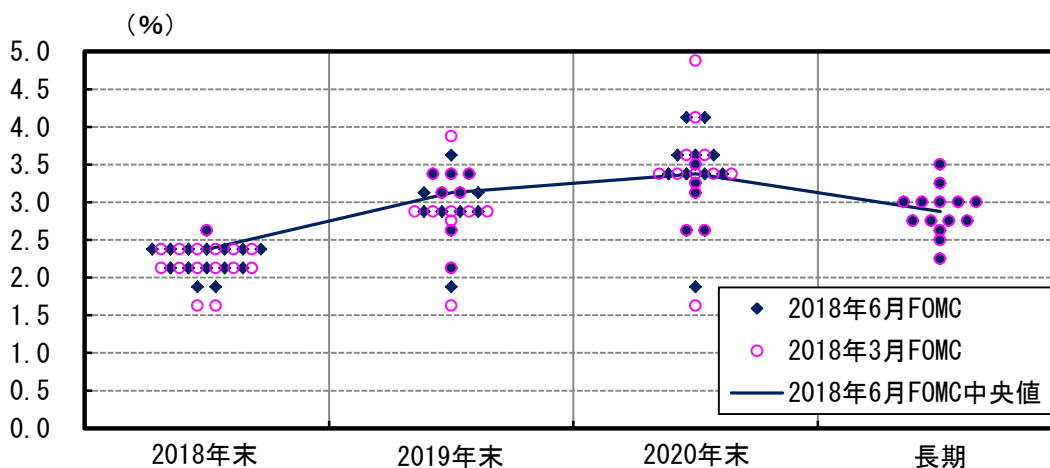
2018年の利上げ回数の中央値は4回へと上方修正

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）では、2018年末の中央値は2.375%と2018年3月時点の見通し（2.125%）から0.250%pt上方修正され、2018年に合計4回（3月、6月の利上げに加えて、年内にあと2回）の利上げを見込む結果となった。足下で既にインフレ率が2%に達し、見通しも引き上げられたことに鑑みれば、2018年の政策金利見通しの上方修正に大きな違和感はない。ただし、個別回答の分布を見ると、2018年内に4回以上の利上げを見込む参加者は、3月時点の7人から、今回は8人へと1人増えたのみであり、前回会合からの変化は軽微である。見通しを提出した15人の参加者のうち2人は年内の利上げは打ち止め、5人はあと1回の利上げが適切と考えており、市場の関心が集まる2018年の利上げ回数については、引き続きFOMC内部でも意見が分かれている。

2019年末時点の中央値は3.125%（前回：2.875%）となり、0.250%ptの上方修正となったが、2018年が上方修正されたため、利上げ回数については従来の3回から変更はない。一方で、2020年末見通しは3.375%と従来見通しから据え置かれ、利上げ回数は従来の2回から1回へと下方修正されており、利上げペースが前回見通しからやや前倒しされる結果となっている。

FOMC参加者による中立金利見通しである、FF金利の長期見通しは、2.875%と前回見通しから変わらず、個別回答も前回と全く同じ結果となった。FOMC参加者の中央値ベースでは、2019年内にも政策金利は長期見通しを上回る見通しとなっており、こうした見通しは、今回声明文でフォワードガイダンスが削除されたことと整合的である。

図表2 ドットチャート



(注) ドットチャートの長期見通しについては、2018年3月、2018年6月ともに1名が未提出。

(出所) FRBより大和総研作成

中立金利に近づくなか、FOMC 内でのコンセンサス形成はより困難に

FRB（連邦準備制度理事会）が二大責務とする「雇用の最大化」および「物価の安定」は足下で既にほぼ達成されていることに加えて、米国経済は先行きも底堅く推移すると見込まれることから声明文やドットチャートで示された通り、FRBは先行きも利上げを継続していく公算が大きい。今回、声明文においてフォワードガイダンスが大幅に削除されたことから、先行きの景気見通し、および利上げの継続に対して自信を深めていることがうかがえる。

だが一方で、政策金利が中立金利を上回れば、利上げはこれまでの正常化という文脈から、引き締めへと転換することになる。中立金利の目安はドットチャートにおける長期見通しということになるが、FOMC参加者内でもその見方は分かれており、利上げが進むほど、FOMC参加者内でのコンセンサスの形成はこれまで以上に困難になる可能性があるだろう。今後の利上げペースや、利上げサイクルを終了するタイミングについては、引き続き景気動向、経済指標を見極めて決定していくとみられるが、FOMC参加者はインフレ率や労働市場の動向に加えて、利上げが経済に及ぼす影響をこれまで以上に注視していく必要がある。

大和総研では以前から、2018年内に合計4回の利上げを見込んでいるが、今回のFOMCの結果を受けて、その見方に変更はない。2018年内にはあと4回（7月31日～8月1日、9月25日～26日、11月7日～8日、12月18日～19日）のFOMCが残されているが、経済見通しの公表、および記者会見が予定される9月、12月に利上げが実施されると予想する。

なお、今回のFOMC後のパウエル議長の記者会見において、2019年以降のFOMCでは、毎回、声明文公表後に記者会見が開催されることが発表された。これまでFRBは全てのFOMCにおいて政策変更の可能性があるとは主張しつつも、金融市場はそうした主張に懐疑的であり、政策変更の予想は記者会見が予定される会合に集中しがちであった。2019年以降、全ての会合において記者会見が行われることになることで、よりフレキシブルに政策変更を行いやすくなると考えられる。