

2018年8月2日 全4頁

FOMC 声明文は微修正、見通しは据え置き

経済は「力強いペースで拡大」、9月に追加利上げ実施へ

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7月31日～8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、従来の1.75-2.00%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事前に見込まれていたため、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、前回会合の声明文からの修正はごく軽微であった。前回からの修正点は、足下までの経済指標を反映して、経済の現状認識が上方修正されたことのみであり、経済見通し、および今後の金融政策運営に関わる記述は変更されなかった。
- 今回のFOMCでは、今後の利上げタイミングや利上げペースに関する明確なメッセージは示されなかった。しかし、裏を返せば、足下までの経済動向は、6月のFOMCで示された経済見通しに概ね沿って推移し、FOMC参加者の先行きの経済見通しおよび今後の金融政策の運営スタンスは、6月のFOMC時点から大きく変わっていないと解釈できよう。
- 6月のFOMCで公表されたドットチャートでは、2018年内に合計4回の利上げ（3月、6月の利上げに加えて、年内にあと2回の利上げ）がFOMC参加者の中央値となっていた。次回の9月25日～26日の会合で利上げが決定される公算が大きい。

全会一致で政策金利の据え置きを決定、サプライズなし

2018年7月31日～8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、従来の1.75-2.00%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、5会合連続で全会一致での政策決定となった。利上げが決定された前回の6月会合からの期間が短いこと、声明文公表後のパウエル議長の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事前に見込まれていたため、決定内容にサプライズはない。

声明文では経済の現状認識を強気に修正したのみ

今回公表された声明文では、前回会合の声明文からの修正はごく軽微であった。前回からの修正点は、足下までの経済指標を反映して、経済の現状認識が上方修正されたことのみであり、経済見通し、および今後の金融政策運営に関わる記述は変更されなかった。

具体的な内容を確認していくと、経済全体の現状認識は、従来の「労働市場の改善が続き、経済活動は堅調なペースで（at a solid rate）拡大している」から、「労働市場の改善が続き、経済活動は力強いペースで（at a strong rate）拡大している」へ変更された。わずかな変更ではあるが、FOMCの前週に公表された2018年4-6月期の実質GDP成長率が前期比年率+4.1%と堅調な伸びを示したことを受け¹、足下の成長ペースに対する見方は上方修正された。

個別項目への評価では、失業率に関する記述が「低下した」から、「低いままである（has stayed low）」へと変更された。これは6月分の失業率が前月から上昇したことを受けての表現変更であり、評価自体が改められたわけではないと考えられる。他方、個人消費については、4-6月期GDP統計での高い伸びを背景に、従来の「伸び率は持ち直した」から、「力強く増加した（have grown strongly）」へ上方修正されている。設備投資についても「力強く増加した（have grown strongly）」とされたが、こちらは前回声明文の表現から変更されていない。

インフレ率に関する記述は、足下でインフレ率が安定的に推移していることを踏まえ、前回声明文の「2%に近づいた」から、「2%近辺で推移している（remain near 2 percent）」へ表現が変更された。期待インフレに関しては、「長期の期待インフレはほとんど変わらなかった」という文言が据え置かれた。

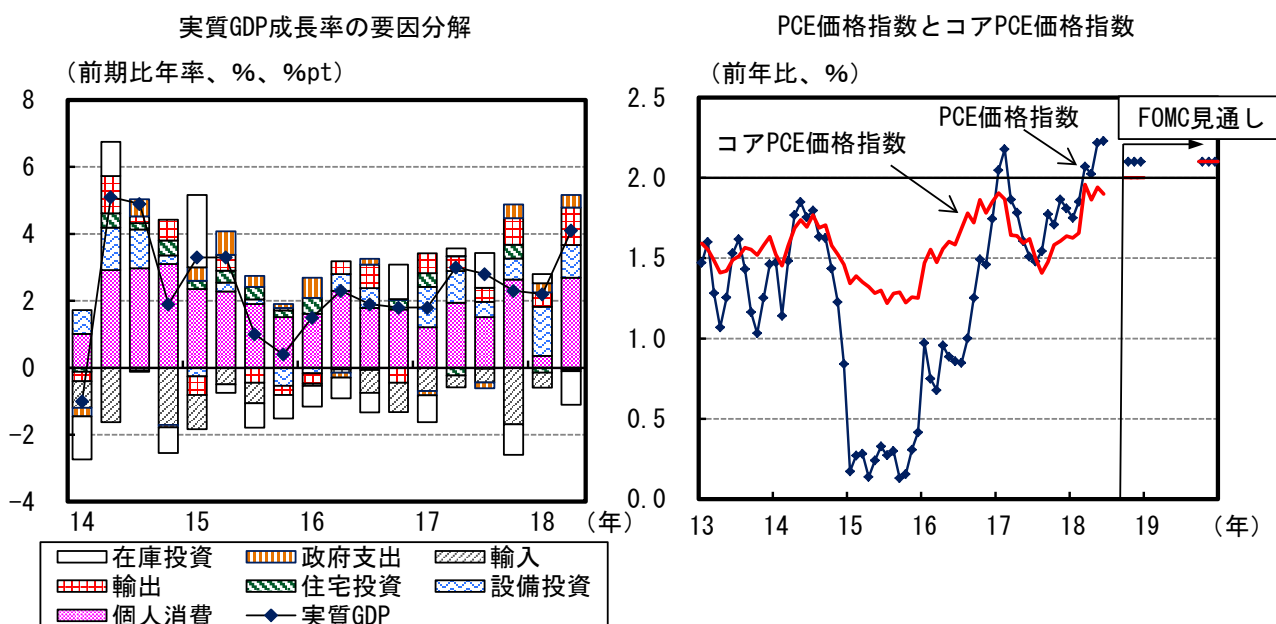
経済見通し、および今後の金融政策運営スタンスに関する記述は、前回声明文からそのまま据え置かれる形となった。経済のリスクは引き続き「概ねバランスしている」とされ、経済活動の拡大、堅調な労働市場が持続し、インフレ率は目標である2%近辺で中期的に推移するという見方が示されている。また、経済の拡大に伴ってさらなる緩やかな利上げを続けていくとさ

¹ 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「米GDPは2014年7-9月期以来の高成長」（2018年7月30日）を参照。

https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20180730_020228.html

れる一方、金融政策スタンスは引き続き緩和的であり、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見方が維持されている。

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



金融政策スタンスは変わっておらず、9月FOMCで追加利上げへ

今回のFOMCでは、声明文の変更が非常に軽微なものに留まり、声明文公表後の会見も行われなかったことから、今後の利上げタイミングや利上げペースに関する明確なメッセージは示されなかった。しかし、裏を返せば、足下までの経済動向は、6月のFOMCで示された経済見通しに概ね沿って推移し、FOMC参加者の先行きの経済見通しおよび今後の金融政策の運営スタンスは、6月のFOMC時点から大きく変わっていないと解釈できよう。

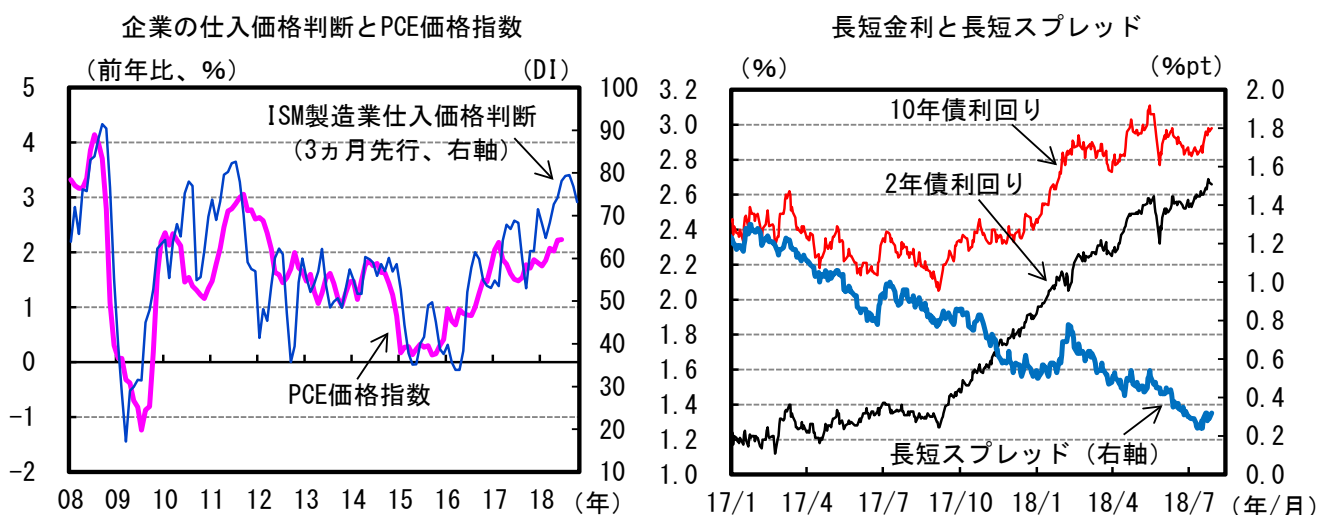
6月のFOMCで公表されたドットチャートでは、2018年内に合計4回の利上げ（3月、6月の利上げに加えて、年内にあと2回の利上げ）がFOMC参加者の中央値となっていた。ドットの内訳を見ると、年内に合計3回の利上げ（年内にあと1回の利上げ）を見込む参加者と、合計4回の利上げを見込む参加者の数は拮抗しており、こうした意見対立は足下でも大きく変化していないと考えられる。しかし、足下までの経済状況が非常に堅調であることを踏まえれば、年内にあと2回の利上げを選択肢として残すためにも、次回の9月25日～26日の会合で利上げが決定される公算が大きい。

9月のFOMCで利上げが見送られるとすれば、9月のFOMCまでに公表される経済指標が大きく下振れした場合であろう。9月のFOMCまでの重要統計としては、雇用統計が2回、消費者物価が2回公表される。ただし、インフレ率の動向に関して、好景気による需給要因に加えて、資源価格の上昇、さらには追加関税による輸入コストの増加もあり、このところ、コストプッシュ

による上昇圧力が高まっている。このため、短期的にはインフレ率の下振れよりも上振れリスクの方が大きいとみられる。一方、FRBは、2%のインフレ目標からの上振れも許容することを明確にしているため、インフレ率の上振れが即座に引き締めペースの加速につながるものでもないだろう。

利上げが見送られるもう1つの要因として考えられるのは、逆イールド発生のリスクであろう。利上げが進めば、それは将来の景気後退確率を高めるため、長短スプレッドの縮小自体はごく自然なことと考えられる。しかし、セントルイス連銀のブラード総裁や、ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁など、複数のFOMC参加者は、逆イールドの発生は景気後退のサインであるという過去の経験則を重視し、逆イールドを警戒して、利上げに慎重になるべきと考えている。

図表2 企業の仕入価格判断とPCE価格指数、長短金利と長短スプレッド



(出所) ISM、BEA、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

もう少し長い視点では、2019年以降、政策金利の水準が中立金利に近づく中、どのタイミングで声明文における「緩和的」という表現を修正するのか、利上げペースをどう調整し、いつ利上げを終了するのが今後の最大の論点である。中立金利の目安として、FOMC参加者による長期見通しがドットチャートでは提示されているものの、FOMC参加者内でもその見方は分かれていることに加え、中立金利自体は実際に観測されるものではない。6月に示された見通しによれば、政策金利が中立金利（FOMC参加者の長期見通しの中央値）に達するまでには、あと4回の利上げが必要であり、まだ時間の猶予はあるものの、今回のFOMCでもこうした議論がされている可能性が高い。追加利上げが見込まれ、経済見通しが更新される9月のFOMCに向けて、3週間後に公表される議事要旨で議論の内容を確認する必要があるだろう。