

2018年9月27日 全5頁

FOMC 2020年内の利上げ打ち止めを示唆

今年3回目の利上げを決定、年内にはもう1回の利上げの公算大

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9月25日～9月26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%から0.25%pt引き上げ、2.00-2.25%にすることが決定された。金融市場では今回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、経済の現状判断、および経済見通しに関わる部分は、前回の声明文から据え置かれる形となった。一方、今後の金融政策運営に関する部分では、「金融政策の運営姿勢は引き続き緩和的で、それによって力強い労働市場の状況と、2%のインフレへの持続的な回帰を支える」の一文が削除された。ただし、パウエル議長は削除に関して、金融政策スタンスの変更を示すものではないとしている。
- 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2.375%と年内にもう1回の利上げを見込む結果となった。6月時点では、年内に3回の利上げを見込む参加者と4回を見込む参加者の数が拮抗していたが、今回、FOMC全体としては4回に傾く形となっており、内容的には上方修正に近い。
- 2019年以降に関して見ていくと、2019年末時点の中央値は3.125%、2020年末時点が3.375%と、いずれも6月見通しと同様の結果となった。一方、今回初めて公表された、2021年末時点の見通しの中央値は3.375%と、2020年末時点と同水準となり、2020年に利上げが打ち止めとなることを示唆する結果となった。

全会一致で今年 3 回目の利上げを決定、サプライズなし

2018 年 9 月 25 日～9 月 26 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%から 0.25%pt 引き上げ、2.00-2.25%にすることが決定された。利上げの実施は 2018 年 6 月会合以来、2 会合ぶりであり、2018 年 3 月会合での利上げと合わせて、2018 年 3 回目の利上げとなる。金融市場では今回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。また、決定に際して反対票はなく、6 会合連続で全会一致での政策決定となった。

声明文の変更箇所は「緩和的」の含む一文削除のみ

今回公表された声明文では、経済の現状判断、および経済見通しに関わる部分は、前回の声明文から変更されず、そのまま据え置かれる形となった。

経済の現状認識については、「労働市場の改善が続き、経済活動は力強いペースで拡大している」とされ、良好な状態にあるという判断が据え置かれた。また、経済見通しについては、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維持されている。

今回の声明文の唯一の変更箇所として、今後の金融政策運営に関する部分で、「金融政策の運営姿勢は引き続き緩和的で、それによって力強い労働市場の状況と、2%のインフレへの持続的な回帰を支える」の一文が削除された。この表現に関しては、利上げが続く中で以前から削除が検討されており、前回、7 月 31 日～8 月 1 日の FOMC の議事要旨によれば、「かなり近くのある時点において (at some point fairly soon)」適切でなくなるとされていた。こうした議論に加えて、今回、追加利上げが実施され、さらに政策金利が上昇したことを受けて、表現の削除に至ったと考えられる。パウエル議長はこの点に関して、金融政策スタンスの変更を示すものではないことを強調した。

GDP 成長率は徐々に鈍化も、インフレ率は 2.0%程度で安定推移

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 (10-12 月期) 見通しが前回見通し (2018 年 6 月) の前年比+2.8%から同+3.1%へと上方修正された。これは、6 月の FOMC 以降に公表された、4-6 月期の GDP の実績値が事前の想定以上に高い成長率になったことを反映したものと考えられる。2019 年については、前回見通しの同+2.4%から同+2.5%へと小幅に上方修正されたものの、2020 年は+2.0%と前回から変わっておらず、先行きの経済シナリオは、前回見通しからほとんど変更されていないと言えよう。今回、新たに公表された 2021 年の成長率見通しは+1.8%となったが、これは長期見通しと同じ伸びであり、足下で潜在成長率 (=長期見通し) を上回る GDP 成長率は徐々に鈍化し、2021 年には潜在成長率並みへと収束していくことが想定されている。なお、長期見通しについては、前回見通しから変わっていない。

失業率見通しについても、変更点は足下調整のみであり、変更は軽微である。2018 年末（10-12 月期平均）見通しが従来の 3.6%から 3.7%へと上昇（悪化）したが、2019 年（3.5%）、2020 年（3.5%）については従来見通しが据え置かれた。2021 年については 3.7%と、2020 年からの悪化が見込まれるが、それでも長期見通しの 4.5%を下回る見通しである。

インフレ率見通しも、基本的には前回見通しから変わっていない。PCE（個人消費支出）価格指数の見通しは、2018 年末（10-12 月期）が前年比+2.1%、2019 年が同+2.0%、2020 年、2021 年が同+2.1%と予想されており、声明文で言及された通り、2%近辺での安定的な推移が見込まれている。2019 年については、前回見通し（同+2.1%）からわずかに下方修正され、2018 年からの減速が見込まれているが、コア PCE 価格指数の見通しが据え置かれていることと併せてみれば、エネルギー価格などによる一時的な要因と考えられる。

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	2021	長期	2018		2019		2020		2021		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)	18年9月	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8	3.0	3.2	2.4	2.7	1.8	2.1	1.6	2.0	1.8	2.0
	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
失業率 (4Qの平均)	18年9月	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5	3.7	3.7	3.4	3.6	3.4	3.8	3.5	4.0	4.3	4.6
	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
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	18年9月	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2	2.0	2.0
	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	2.0
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	18年9月	2.0	2.1	2.1	2.1	-	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2	-	-
	18年6月	2.0	2.1	2.1	-	-	1.9	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

2020 年内の利上げ打ち止めを示唆

FOMC 参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）を確認していくと、2018 年末の中央値は 2.375%となり、年内にもう 1 回の利上げを見込む結果となった。中央値ベースでは前回見通しの 2018 年 6 月時点から変わっていないが、個別回答の分布を見ると、2018 年に合計 4 回以上の利上げを見込む参加者が、前回見通し時点では 8 人だったのが、今回は 12 人へと増加した¹。6 月時点では、年内に 3 回の利上げを見込む参加者と 4 回を見込む参加者の数が拮抗していたが、今回、FOMC 全体としては 4 回に傾く形となっており、内容的には上方修正に近い。

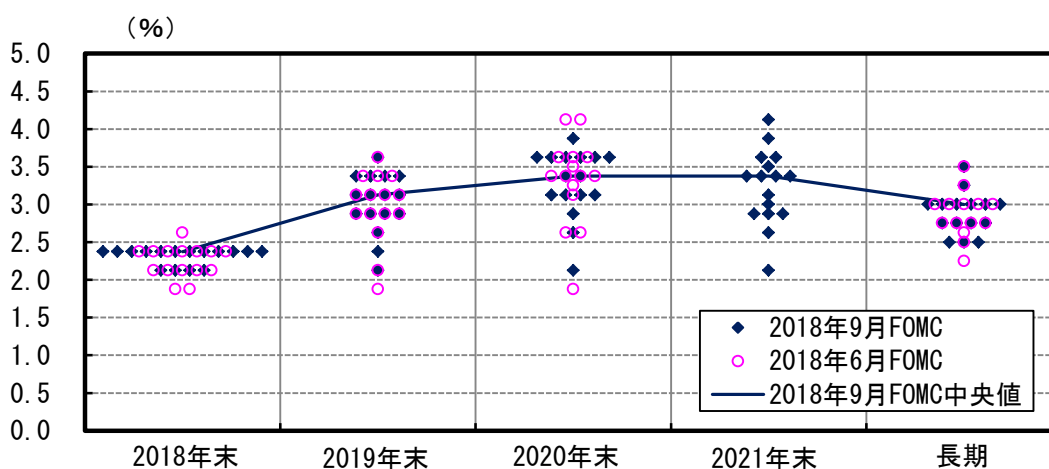
2019 年以降に関して見ていくと、2019 年末時点の中央値は 3.125%、2020 年末時点が 3.375%と、いずれも 6 月見通しと同様の結果となり、2019 年には 3 回、2020 年には 1 回の利上げを見込んでいる。一方、今回初めて公表された、2021 年末時点の見通しの中央値は 3.375%と、2020 年末時点と同水準となり（平均値では 2020 年からわずかに低下）、2020 年中に利上げが打ち止めとなることを示唆する結果となった。中立金利との見合いでは、あくまで FOMC 参加者の中央値ベースではあるが、政策金利は 2019 年内にも中立金利（＝長期見通し：3.000%）を上回り、

¹見通し提出者が 2018 年 6 月時点では 15 人であったのに対し、今回の FOMC からクラリダ FRB 副議長が参加したことで、見通し提出者は 16 人に増加している。

その後 2021 年末時点でも中立金利を上回った状態が続く見通しが示されている。これは声明文において「緩和的」を含む一文が削除されたこととも整合的である。

なお、FOMC 参加者による中立金利見通しである、FF 金利の長期見通しの中央値は、3.000% と前回見通し (2.875%) からわずかに上方修正された。ただし、個別回答に関して見ると、15 の回答のうち 12 が前回と同じ結果であることに加え、今回から回答者が 1 人増えていることを踏まえると、長期見通しに対する見方が必ずしも上方修正されたとは言いきれず²、前回見通しから大きな変更はなかったと考えられる。

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

2019 年以降は経済指標の見極めが一層重要に

今回のドットチャートでは、FOMC 参加者が 2018 年末までにもう 1 回の利上げを見込んでいることが明らかとなった。2018 年内にはあと 2 回 (11 月 7 日～8 日、12 月 18 日～19 日) の FOMC が予定されているが、これまで通り 3 ヶ月に 1 度の利上げペースを維持するためには、12 月の FOMC を待つ必要がある。また、金融市場では今回の FOMC 以前から、2018 年 12 月での追加利上げが意識されてきたが、今回の FOMC を経て、12 月会合での利上げ確率は一層上昇している。12 月会合までに公表される経済指標の極端な下振れや、金融市場の混乱が発生しない限りは、12 月の FOMC において、今年 4 回目となる利上げが決定されることになる。

2019 年以降の注目点は、もはや金利水準が「緩和的」とは言えなくなった状況において、どこまで利上げを続けていくかということになる。今回、ドットチャートで 2020 年には利上げが打ち止めとなるという見通しが示されたことから、当面は 2020 年末の見通し、3.375% が利上

² 仮に、今回新たに参加したクラリダ副議長の見通しが 3.000% (最頻値、かつ 6 月見通しから 1 人増加) だとすれば、それを除いた場合の中央値は 2.875% となり、6 月見通し時点と変わらない。ただし、12 の回答が前回と同水準ではあるものの、それぞれのドットの回答者が明らかにされているわけではないため、回答者の内訳が変わっている可能性がある。

げサイクルを終了する1つの目安ということになる。

ただし、パウエル議長が会見でも言及したように、見通しには不確実性を伴う。ドットチャートによる金利見通しは、あくまでFOMC参加者の見通しに沿って経済が推移した場合の金利パスであり、経済状況が変化すれば将来の金融政策もそれに合わせて調整していく必要がある。また、「緩和的」である文言を削除する根拠となった中立金利の水準も変化し得る上に、実際に観測できるものではないことを踏まえると、結局のところ、実際に観測できるインフレ率や労働市場の動向を見極めつつ金融政策を運営していくしかない。FRBはこれまでも金融政策は経済指標次第というスタンスを貫いてきたが、政策が後手に回らないためにも、景気動向の見極めはこれまで以上に重要性を増すことになる。