

# Fed Watching

## 米国 F R B は年内の利上げ継続とバランスシート縮小開始の方針 (17年6月13日、14日 F O M C 速報)

公表日：2017年6月14日（水）

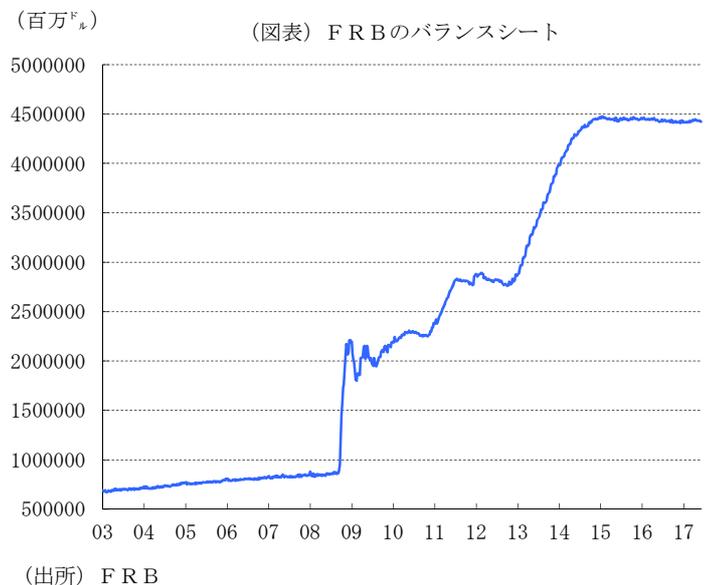
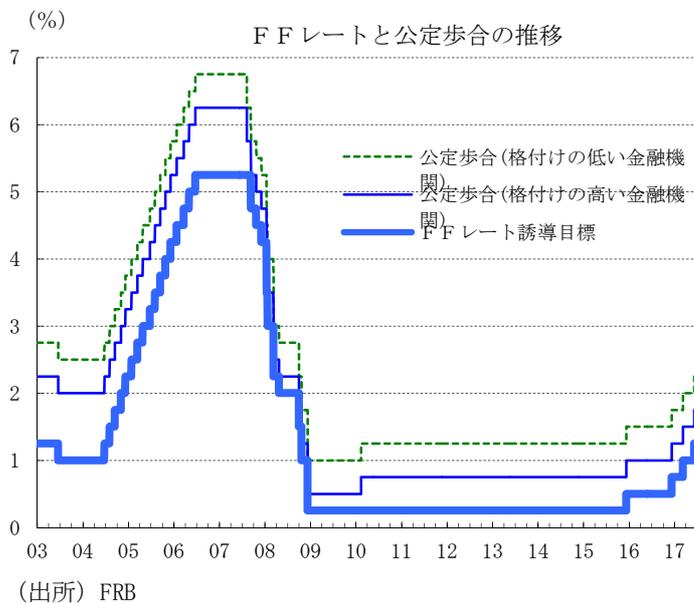
～ F R B は景気判断を上方修正したが、インフレ判断を下方修正～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 桂畑 誠治  
03-5221-5001

### ○ 政策金利を25bp引き上げたほか、年内にバランスシートの縮小を開始する方針

今年2回目の利上げを  
賛成多数で決定

6月13日、14日に開催された F O M C で、F R B は政策金利である F F レート誘導目標レンジを1.00～1.25%に引き上げることを賛成8、反対1で決定した。カシュカリミネアポリス地区連銀総裁が据え置きを主張し反対票を投じた。また、償還債券の再投資の継続が決定されたが、年内にバランスシートの縮小を開始する方針を示した。



予想通りの25bpの利上げに加えて、年内にバランスシートの縮小を開始する方針が示された。一部の弱い経済指標やインフレの鈍化を受けて、F O M C の景気・インフレ判断、9月以降の金融政策見通し、バランスシートの縮小時期に関して注目が高まっていたが、F R B の政策運営方針は3月と概ね変わっていなかった。

景気判断は個人消費の拡大などを背景に「労働市場が強まり続け、経済活動は今年ここまで緩やかに拡大していることを示している」と前回の「経済活動の成長が鈍化したなかでも、労働市場が強まり続けたことを示している」から上方修正された。個人消費は「家計支出は最近数か月間加速した」と前回の「家計支出は僅かな増加にとどまった」から上方修正された。F O M C 参加者の経済見通しは、17年の実質 G D P 成長率が前年同期比+2.2%と上方修正され、18年、19年は変更されず、緩やかな拡大を続けるとの見方が維持された。また、失業率は5月に4.3%に低下したことを受け、17年4.3%、18年

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

4.2%、19年4.2%と予測期間を通じて下方修正された。一方、インフレ判断が下方修正されたものの、イエレン議長は携帯料金、処方箋の下落による影響との見方を示したうえで、労働市場のひっ迫により、中期的には2%に向かって上昇すると予想した。FOMC参加者のインフレ見通しも、17年は下方修正されたが、18年、19年は目標である2%に達するとの見方が維持された。このような中で、FOMC参加者のFF金利誘導目標見通し（ドット・チャート）の中央値は3月予想から変わらず、17年、18年にそれぞれ3回の利上げを実施するとの予想が維持された。

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：17年6月

	2017年		2018年		2019年		長期	
	中央値		中央値		中央値		中央値	
		前回		前回		前回		前回
実質GDP	2.2	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	1.8	1.8
失業率	4.3	4.5	4.2	4.5	4.2	4.5	4.6	4.7
PCEデフレター	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
PCEコアデフレター	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0		
FFレート	1.4	1.4	2.1	2.1	2.9	3.0	3.0	3.0

(注) 実質GDP、PCEデフレター、PCEコアデフレターは10～12月期の前年同期比の伸び率。失業率は10～12月期の平均値。

(図表) FOMC委員のFF金利予想中央値 (%)

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	長期
2017年6月			1.375	2.125	2.938	3.000
2017年3月			1.375	2.125	3.000	3.000
2016年12月			1.375	2.125	2.875	3.000
2016年9月		0.625	1.125	1.875	2.625	2.875
2016年6月		0.875	1.625	2.375		3.000
2016年3月		0.875	1.875	3.000		3.250
2015年12月	0.375	1.375	2.375	3.250		3.500

(出所) FRB資料より作成

バランスシートの縮小については、年内に開始するとの方針が初めて声明文に挿入された。時期に関しては明確にしなかったが、イエレン議長は“早期の開始”もありうると発言した。また、開始の条件はFF金利の水準などの定量ではなく定性判断としたことで、9月に開始するとの見方も強まり始めた。公表された計画によると、バランスシートの縮小は、償還資金の再投資の縮小によって行われる。米国債は、月間の再投資見送り額を当初60億ドルに設定し、3カ月ごとに60億ドル増額し、月額300億ドルに達した時点で見送り額を固定する。また、モーゲージ担保証券は、月間の再投資見送り額を当

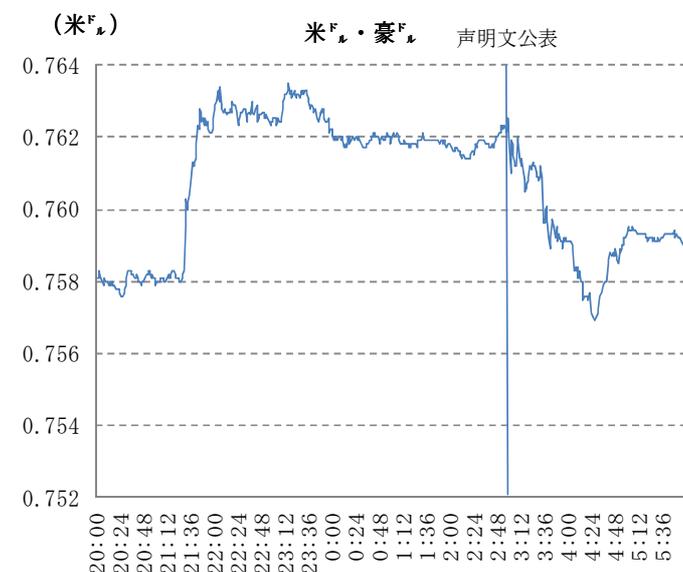
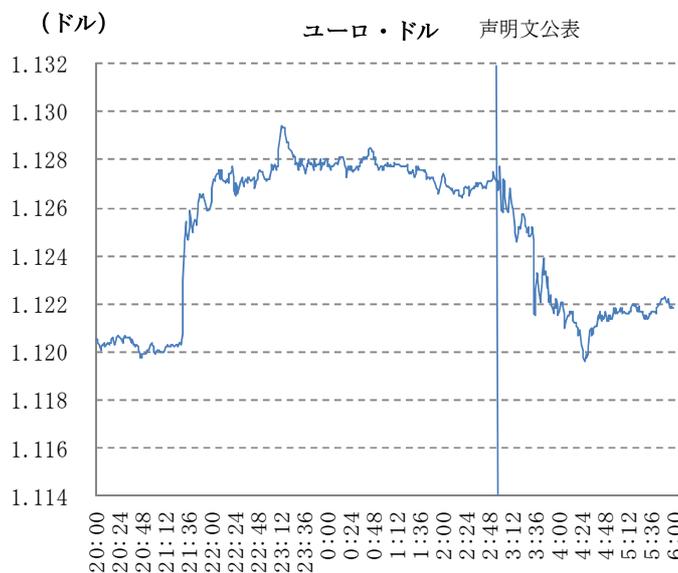
初40億ドルに設定し、3カ月ごとに40億ドル増額し、月額200億ドルに達した時点で固定する。この公表された計画は、非常に慎重なペースの縮小となっており、経済への悪影響は限定的と考えられる。

金融政策見通しは、景気拡大や雇用情勢のひっ迫が続くなかで、インフレ率の下振れを考慮し、9月に25bpの利上げを実施した後の12月にバランスシートの縮小開始を決定すると予想する。

金融市場の反応では、市場予想通り25bpの利上げが決定されたが、これは織り込み済みでインパクトはなかった。しかし、インフレなどの統計が下振れたにもかかわらず、景気判断が上方修正されたほか、FOMC参加者の経済・金利見通しが前回からほぼ変わらず、声明文でバランスシートの縮小を年内に開始すると指摘するなど、全般的にタカ派スタンスになっているとイメージされたようだ。

ただし、直前に公表されたCPI、小売などの下振れでドル安、金利低下が進んだこともあり、その巻き戻しの動きにとどまった。株価は、イエレン議長の記者会見中に調整したが、下落前の水準に概ね戻した。

【為替】

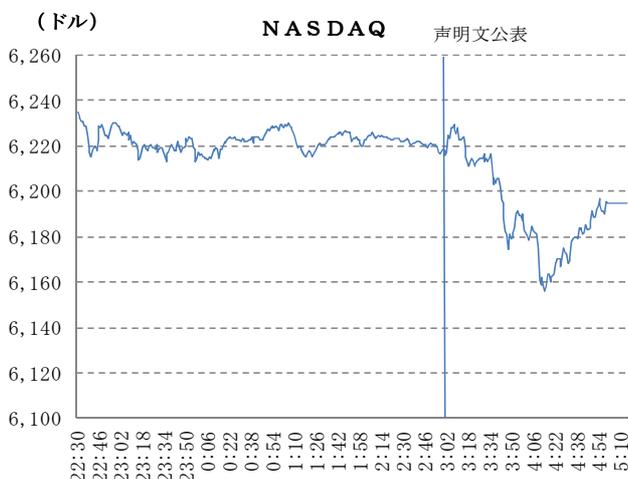
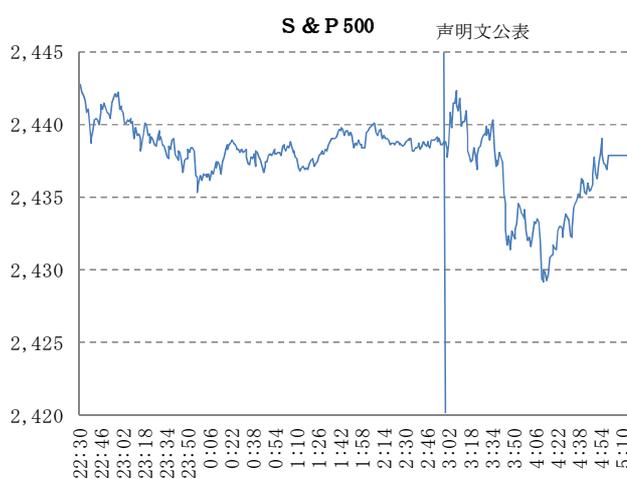


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【金利】



【株式】



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 【ドットチャート】

FOMC委員のFF金利予想（2017年3月）

(%)	17年末	18年末	19年末	長期
0.375				
0.5				
0.625				
0.75				
0.875	2	1	1	
1				
1.125	1			
1.25				
1.375	9			
1.5				
1.625	4	1		
1.75				
1.875		1		
2				
2.125	1	6		
2.25				
2.375		3	2	
2.5				1
2.625		1	2	
2.75				5
2.875		1	3	
3		1	2	8
3.125			3	
3.25		1	2	
3.375		1		
3.5				1
3.625				
3.75				1
3.875			2	

(注) 青丸は中央値を示す

FOMC委員のFF金利予想（2017年6月）

(%)	17年末	18年末	19年末	長期
0.375				
0.5				
0.625				
0.75				
0.875				
1				
1.125	4	1	1	
1.25				
1.375	8			
1.5				
1.625	4	1		
1.75				
1.875		2		
2				
2.125		5		
2.25				
2.375		2	2	
2.5				1
2.625		3	3	
2.75		1		5
2.875			2	
3			2	8
3.125		1	3	
3.25			1	
3.375			1	
3.5				1
3.625				
3.75				
3.875				
4				
4.125			1	

(注) 青丸は中央値を示す

## ○17年6月13、14日のFOMC声明文(下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない)

5月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は今年ここまで緩やかに拡大していることを示している。雇用の増加ペースは年初以降緩やかになったが、均して堅調だったうえ、失業率は低下した。家計支出は最近数か月間加速した。企業の設備投資は拡大を続けた。前年比で、インフレ率は最近低下し、エネルギー・食品を除く消費者物価も2%を幾らか下回っている。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いまま、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大を続け、労働市場の状況はさらにいくらか力強さを増すと予想している。インフレ率は短期的に2%を幾らか下回ったままと予想されるが、中期的には委員会の目標である2%付近で安定しよう。短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡したようだが、委員会はインフレ動向を注視する。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.00-1.25%に引き上げることを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらにいくらかの改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。対照的なインフレ目標との比較で、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げを正当化する形で改善すると予測する。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可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。委員会は現時点で、経済が想定通りに広く進展すれば、バランスシートの正常化プログラムを今年開始するつもりである。このプログラムは、償還元本の再投資を減らすことによって連邦準備制度理事会の有価証券の保有を徐々に減らすもので、委員会の政策正常化の原則と計画の付属書類に記載されている。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、チャールズ・エバンス、スタンレー・フィッシャー、パトリック・ハーカー、ロバート・カプラン、ジェローム・パウエル。反対したのはニール・カシュカリ、今会合では現在のFFレートの誘導目標の維持が好ましいとした。

## ○17年5月2、3日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

3月の会合以降に入手した情報は、経済活動の成長が鈍化したなかでも、労働市場が強まり続けたことを示している。雇用の増加ペースは最近数ヶ月均して堅調だったうえ、失業率は低下した。家計支出は僅かな増加にとどまったが、消費の拡大継続を支える経済の基礎的諸条件は引き続き堅調だった。企業の設備投資は安定した。前年比でみたインフレは、最近、委員会の中長期的な目標である2%に近づいた。エネルギー・食品を除く消費者物価は3月に下落し、インフレは2%をまだ幾分か下回っている。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いまま、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、第1四半期の経済成長の減速が一時的と判断しており、緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況はさらにいくらか力強さを増すと予想している。インフレ率は中期的には2%付近で安定しよう。短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡したようだ。委員会は引き続きインフレ指標、世界の経済・金融の動向を注視する。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、F F金利目標の誘導レンジを0.75-1.00%に維持することを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらにより改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

F F金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。対照的なインフレ目標との比較で、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がF F金利の緩やかな引き上げを正当化する形で改善すると予測する。F F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可能性がある。ただ、F F金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するG S E債とM B Sの償還元本をM B Sに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。そして、F F金利の水準が十分に正常化されるまで、そうすると想定している。委員会による相当の水準で長期証券を保有する政策は、緩和的な金融環境を維持する支援となるだろう。

F O M Cの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、チャールズ・エバンス、スタンレー・フィッシャー、パトリック・ハーカー、ロバート・カプラン、ニール・カシュカリ、ジェローム・パウエル。

## ○17年3月14日、15日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

1月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動が緩やかなペースで拡大を続けたことを示している。雇用の増加ペースは堅調なままであり、失業率は最近数カ月小幅の変化にとどまった。家計支出は緩やかに増加を続けた。一方、企業の設備投資は幾らか安定したようにみえる。インフレは、ここ数四半期上昇し、委員会の中長期的な目標である2%に近づいた。エネルギー・食品を除くインフレは小幅の変化にとどまり、2%をまだ幾分か下回っている。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いまま、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、現在緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況は、さらにいくらか力強さを増すと予想している。インフレ率は中期的には2%付近で安定しよう。短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡したようだ。委員会は引き続きインフレ指標、世界の経済・金融の動向を注視する。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを0.75-1.00%に引き上げることを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらにいくらかの改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。対照的なインフレ目標との比較で、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げを正当化する形で改善すると予測する。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可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。そして、FF金利の水準が十分に正常化されるまで、そうすると想定している。委員会による相当の水準で長期証券を保有する政策は、緩和的な金融環境を維持する支援となるだろう。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、チャールズ・エバンス、スタンレー・フィッシャー、パトリック・ハーカー、ロバート・カプラン、ジェローム・パウエル、ダニエル・タルーロ。ニール・カシュカリは、今回の会合では現行のFF金利の誘導レンジ目標を維持することが好ましいとし、反対票を投じた。

## ○17年1月31日、2月1日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

12月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動が緩やかなペースで拡大を続けたことを示している。雇用の増加ペースは堅調なままであり、失業率は最近の低い水準にとどまった。家計支出は緩やかに増加を続けた。一方、企業の設備投資は鈍化したまま。消費者や企業の景況感は最近改善した。インフレは、ここ数四半期上昇したが、委員会の中長期的な目標である2%をまだ下回っている。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いまま、大部分の調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、現在緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況は、さらにいくらか力強さを増すと予想している。インフレ率は中期的には2%に向けて徐々に上昇しよう。短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡したようだ。委員会は引き続きインフレ指標、世界の経済・金融の動向を注視する。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを0.50-0.75%に維持することを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらなる改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。現在インフレ率が2%に達していないことを考慮し、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利の緩やかな引き上げに限って正当化する形で改善すると予測する。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可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

委員会は、保有するGSE債とMBSの償還元本をMBSに再投資し、米国債の償還資金を入札で再投資する既存の政策を継続する。そして、FF金利の水準が十分に正常化されるまで、そうすると想定している。委員会による相当の水準で長期証券を保有する政策は、緩和的な金融環境を維持する支援となるだろう。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナード、チャールズ・エバンス、スタンレー・フィッシャー、パトリック・ハーカー、ロバート・カプラン、ニール・カシュカリ、ジェローム・パウエル、ダニエル・タルーロ。