

U.S.Trends

米国 FOMC で 25bp の利上げ決定は規定路線だが複数の反対票がでる公算

～ドットチャートは小幅上方修正も、緩やかな利上げペースとの見方を変えるものではない～

発表日：2017年12月12日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部
桂畑 誠治
03-5221-5001

市場は 25bp の利上げ決定を織り込んでおり、FOMC参加者の経済・政策金利見通しの変更に注目

12月のFOMCでは、政策金利が25bp引き上げられると市場で予想されている。このため、政策決定の金融市場の反応は限定的だろう。これ以外の今回のFOMCの注目点は、FOMC参加者の新しい経済見通し（SEP：the Summary of Economic Projections）、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測（中央値）、イエレン議長の記者会見の内容である。

具体的には、FOMC参加者のFF金利誘導目標予想の中央値が18、19、20年の利上げ回数の増減を示すか否か、長期の政策金利水準への見方が変化するか否か、インフレの見方と利上げペースについての言及であろう。

FRBは景気の堅調、労働市場の逼迫度合いの強まりを背景に25bpの利上げを決定する見込み

今回のFOMCでは、FOMC参加者による緩やかな利上げが適切とみられる想定よりも、17年10-12月期のインフレが予想よりやや下振れているものの、実質GDP成長率が予想を上回り、失業率が予想よりも改善していることから、25bpの利上げを決定すると見込まれる。ただし、投票権を持っているカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁、エバンス・シカゴ連銀総裁の二人は、低インフレ継続のリスクを警戒していることから、据え置きを主張し利上げ決定に反対票を投じると予想される。

FOMC参加者の経済予測（中央値）は雇用情勢の一段の改善が予想されよう

今回公表される新しいSEPの足元17年10-12月期の予測値（中央値）では、実質GDP成長率が今回前年同期比+2.5%と前回9月の同+2.4%から上方修正されるうえ、失業率は今回4.1%と前回の4.3%から下方修正されるとみられ、前回予想を上回る形で経済環境が改善していることが示されよう。一方、PCEコアデフレーターは前回の前年同期比+1.5%から今回同+1.4%に小幅下方修正される見込み。

18、19、20年、長期の予測に関して、18年の実質GDP（10-12月期の前年比）は17年の上振れを受け+2.3%（前回+2.1%）と上方修正される見込み。19年以降は、政策の実現、政局、地政学リスクの高まりなど不透明感が強いことから、19年+2.0%、20年+1.8%、長期+1.8%と潜在成長率程度の成長が続くと前回予測から基本的には変更されないと予想される。

失業率は、足元の低下を受け18年4.0%（前回4.1%）、19年4.0%（前回4.1%）、20年4.1%（前回4.2%）、長期4.6%（前回4.5%）と

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：17年9月

	2017年		2018年		2019年		2020年		長期	
	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回
実質GDP	2.4	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8		1.8	1.8
失業率	4.3	4.3	4.1	4.2	4.1	4.2	4.2		4.6	4.6
PCEデフレーター	1.6	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0		2.0	2.0
PCEコアデフレーター	1.5	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0			
FFレート	1.4	1.4	2.1	2.1	2.7	2.9	2.9		2.8	3.0

(注) 実質GDP、PCEデフレーター、PCEコアデフレーターは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。

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。

下方修正され、予測期間を通じて労働市場の一段の改善が予想されよう。

インフレの下振れが懸念されているものの、PCEデフレーター、PCEコアデフレーター（10-12月期の前年比）は、18年+1.9%、19年+2.0%、20年+2.0%、長期+2.0%と前回から変わらず、FRBの目標である+2%を達成するとの見方が維持されると見込まれる。

**FOMC参加者のF
F金利予測(中央値)
は小幅上方シフトす
る見込み**

上述のようなファンダメンタルズの予想のもと、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測が示されるドットチャートは、19年以降の中央値が小幅上方シフトする見込み。前回見通しに含まれていたフィッシャーFRB副議長の予測が退任したことで除外される一方、新たにランダル・クオールズFRB副議長が見通しを提出するため、ドットチャートは変化し易い。トランプ大統領に指名されたランダル・クオールズ氏が、税制改革を過大評価したり、今後実施されるとみられる規制緩和を見通しに織り込んだりすれば、上方修正される可能性がある。

18年は、17年12月の利上げにより、これを予想していなかった参加者の見通しが引き上げられるため下限が上方シフトし、レンジは縮小する。ただし、参加者の見通しが収斂しているため、数人の見方の変更では中央値は変わらない。このため、前回9月と同様の2.125%と年3回の利上げを示唆する水準となろう。

一方、19、20年のFFレート誘導目標の中央値は上方シフトすると予想される。19年は参加者一人の見通しの変更で中央値が変わるため、前回の年2、3回の利上げが示される水準から年3回の利上げに変わる可能性が高いが、小幅の変化にとどまると見込まれる。20年はかなり先の見通しであり、材料不足から1回の利上げで変わらず。長期は参加者2人の変更で変わるため、上方修正される可能性がある。以上のような若干の上方シフトは既に市場である程度予想されており、市場へのインパクトは限定的なものにとどまるとみられる。

【ドットチャート】

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	8			
1.375				
1.5	4	1		
1.625				
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

FOMC委員のFF金利予想(2017年9月)

(%)	17年末	18年末	19年末	20年末	長期
0.375					
0.5					
0.625					
0.75					
0.875					
1					
1.125	4	2	1	1	
1.25	11				
1.375					
1.5					
1.625	1	1	1		
1.75					
1.875		2			
2					
2.125		6	1		
2.25					1
2.375		3	2	2	
2.5		1	1	1	4
2.625		1	2	2	
2.75			1	1	4
2.875			2	3	
3			2	1	5
3.125			2	1	
3.25			1		
3.375					
3.5				2	1
3.625				1	
3.75					
3.875				1	
4					
4.125					

(注) 青丸は中央値を示す

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。

(図表) F O M C 委員の F F 金利予想中央値 (%)

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	長期
2017年9月			1.375	2.125	2.688	2.875	2.750
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) F R B 資料より作成

イエレン議長の記者会見はF O M C参加者の経済、金利見通し、声明文に沿った発言に

イエレン議長にとって最後のF O M C後の記者会見では、物価上昇率の低下について“なぞ”との評価を変えない一方で、目先低インフレが続いても、堅調な景気の拡大や、労働市場の逼迫度合いの強まりを背景に、緩やかなペースの利上げ継続が正当化されるとの見方を示そう。また、前述のF O M C参加者の見通しをもとに来年以降の利上げ継続を示唆すると予想される。ただし、利上げは経済指標次第であり、F R Bの金融政策の自由度が高いことを指摘しよう。

声明文は雇用判断が上方修正され、景気・インフレ判断は維持される見込み

以下で、12月F O M Cの声明文を予想する。F O M C声明文は通常6つのパラグラフで構成されており、パラグラフ順にみていく。

第1パラグラフの景気総括判断は、7－9月期の実質G D P成長率が想定どおり1－3月期よりも加速したことから、11月の会合以降に入手した情報は「労働市場が強まり続け、経済活動はハリケーンに関連した被害にもかかわらず堅調に拡大していることを示している」と総括判断を維持すると見込まれる。

雇用情勢については、10、11月の雇用統計で非農業部門雇用者数が堅調さを維持したうえ、失業率が4.1%まで低下したことを受け、「雇用の増加ペースは年初以降、均して堅調だったうえ、失業率は低下した」とハリケーン襲来にもかかわらず、労働市場が堅調さを維持していると上方修正される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して「家計支出は緩やかなペースで拡大し、企業の設備投資の伸びは最近数四半期に加速した」と、前回と同様の表現で拡大したことが示されよう。

インフレに関しては今回「ハリケーンの影響でガソリン価格が上昇し、全体のインフレ率を押し上げたが、食品・エネルギー以外のインフレは軟調なままだった。前年比で、両方のインフレ指標（全体のインフレ率、エネルギー・食品を除く消費者物価）は今年低下し、2%を下回っている」と評価は変わらない見込み。7月のF O M C以降、市場ベースの期待インフレを示す指標は低下したままであり、調査ベースのインフレ期待を示す統計は安定しているため、前回と同様に「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」との見方を維持しよう。

第2パラグラフのF O M Cの予想については、景気・労働市場について前回同様に「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。ハリケーンによる被

害と被災地復興は短期的に経済活動、雇用、インフレに影響を及ぼし続けるが、過去の経験はハリケーンが中期的に国内経済の方向を著しく変えそうにないことを示している。したがって、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」との見方が維持されよう。

インフレ見通しについては前回と同様「インフレ率は短期的に前年比で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」と短期的に2%を下回って推移するとの予想を維持しよう。リスクに関しては、前回と同様「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」と、引き続きインフレの動向を注視することを指摘すると見込まれる。

第3パラグラフの今回の政策決定に関する説明箇所は、政策金利の引き上げの決定を受け、「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1.25-1.50%に引き上げることを決定した」と利上げの説明を行ったうえで、「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」と利上げ後も金融政策は緩和的であり、労働市場の改善を促すとの見方が引き続き示されよう。

第4パラグラフの金融政策に関しては、変更されない見込み。金融政策を決定する条件は、前回と同様に「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」と利上げの条件が変わっていないことを示そう。物価目標については「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」と2%目標に対して上振れ下振れともに注視していることを示そう。

また、FF金利誘導目標の見通しは、「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」と緩やかな引き上げが適切となる経済情勢が予想されるとの見方が維持されたうえ、FOMC参加者が長期的なFF誘導目標の均衡水準と考えている3%を下回って推移する予想。「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」と政策金利の変更は引き続き様々なデータによる経済見通し次第とのスタンスを維持しよう。

第5パラグラフのバランスシートの水準維持、再投資政策については、「2017年10月に開始されたバランスシートの正常化計画は継続している」と前回と同様にバランスシートの正常化を計画通りに行っていることが指摘されよう。

第6パラグラフでは、FF誘導目標のレンジを引き上げに反対票がでる見込み。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、パトリック・ハーカー、ロバート・カブラン、ジェローム・パウエル、ランダル・クオールズ。一方、低インフレを考慮すると、政策金利の据え置きが適切との判断により、チャールズ・エバンス、ニール・カシュカリが反対票を投じたとされよう。

〇17年10月31日、11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）

9月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動はハリケーンに関連した被害にもかかわらず堅調に拡大していることを示している。9月に非農業部門雇用者数がハリケーンの影響で減少したが、失業率はさらに低下した。家計支出は緩やかなペースで拡大し、企業の設備投資の伸びは最近数四半期に加速した。ハリケーンの影響でガソリン価格が上昇し、9月の全体のインフレ率を押し上げたが、食品・エネルギー以外のインフレは軟調なままだった。前年比で、両方のインフレ指標（全体のインフレ率、エネルギー・食品を除く消費者物価）は今年低下し、2%を下回っている。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。ハリケーンによる被害と被災地復興は短期的に経済活動、雇用、インフレに影響を及ぼし続けるが、過去の経験はハリケーンが中期的に国内経済の方向を著しく変えそうにないことを示している。したがって、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前年比で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。

2017年10月に開始されたバランスシートの正常化計画は継続している。

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、パトリック・ハーカー、ロバート・カブラン、ニール・カシュカリ、ジェローム・パウエル、ランダル・クオールズ。

以上