

# Fed Watching

## 米国 FRBはインフレ目標を上回っても緩やかなペースでの利上げ継続の方針 (18年5月1、2日 FOMC)

公表日：2018年5月2日（水）

～FRBは利上げペース加速観測の過度な高まりを警戒～

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

### ○ インフレ加速も政策金利誘導目標レンジの据え置きを全会一致で決定

**FRBはFFレート誘導目標 (1.50~1.75%) の据え置きを決定**

5月1、2日に開催されたFOMCで、FRBは政策金利であるFFレート誘導目標レンジを1.50~1.75%に据え置くことを全会一致で決定した。また、17年10月に開始されたバランスシートの正常化計画に関しては、保有債再投資額の縮小額は計画通り米国債月額180億ドル、住宅ローン担保証券月額120億ドルで継続するとされた。

**FRBはインフレ率の2%超えを予想も緩やかな利上げを継続**

今回のFOMCでは、3月の物価統計の上振れを受け、利上げペースの加速を示唆することが警戒されていたが、利上げペースの変化は示されなかった。FRBはインフレが目標付近に上昇したことを受け、インフレの現状判断を上方修正した。また、今後インフレが2%付近で推移すると予想されると見通しを引き上げたうえ、インフレ動向を注視するとの文言を削除した。一方、インフレ目標の対称性を指摘し、2%を小幅上回っても利上げを急がないことを示した。これは、コアインフレが昨年のベース効果によって2%を上回る可能性が高くなったが、インフレ目標を一時的な要因で上振れたときに市場が過剰反応しないようにすることが狙いと判断される。FRBは、昨年携帯サービスの価格引き下げ等によってコアインフレが下振れていた時も緩やかな利上げを継続したように、一時的な要因による上振れであれば、緩やかなペースの利上げを維持する方針である。

**FRBは景気判断を変えなかったが、インフレ判断を上方修正**

今回のFOMCでは、現状判断で景気や雇用の見方が維持された一方、インフレに関しては2%の目標に近づいたと上方修正された。見通しについては、景気・雇用については変更がなかったが、インフレは上方修正された。今後も緩やかなペースでの利上げを正当化する経済、インフレが続くとの見方が示された。このようなもと、FRBは予想通り政策金利の据え置きを決定した。

総合判断は、「労働市場が強まり続け、経済活動は緩やかなペースで拡大していることを示している」と前回から変更されなかった。需要項目別では、家計支出が「最近のデータは家計支出が第4四半期の堅調なペースから鈍化したことを示している」と変更されなかったが、設備投資は「一方、企業の設備投資は強い伸びを続けた」と上方修正された。

雇用判断は、月次での変動よりも基調を重視し「雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低いままとなった」と判断を維持した。

インフレに関しては、「前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%に近づいた」と3月の物価統計の上振れを受け上方修正された。一方で、期待インフレについては「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」と変更されなかった。物価統計の上振れが、期待インフレに影響していないとの見方が示された。

経済見通しは、「委員会は、さらなる緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は中期的に緩やかなペースで拡大を続け、労働市場は力強さを維持すると予想している」と緩やかな利上げ継続を示した。一方、インフレ見通しは、「インフレ率は、中期的には委員会の対称的な目標である2%付近で推移すると予想される」と上方修正され。また、経済見通しのリスクでは「経済見通しのリスクは概ね均衡しているようだ」とインフレ動向に対して注視するとの文言が今回削除された。

金融政策の見通しは、「委員会は、経済状況がFF金利のさらなる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」とインフレ率が2%を上回っても緩やかな利上げが正当化されるとの考えが示された。

### 18年は4回の緩やかなペースでの利上げが実施される見込み

今後の金融政策の当社見通しに関して、トランプ政権による強硬な通商政策の悪影響が懸念されているものの減税や歳出拡大等もあり景気・雇用は堅調な状況が続けると見込まれる一方、PCEコアデフレーターが2%程度で推移すると予想されることから、FRBは18年に4回の緩やかなペースでの利上げを継続する公算が大きい。FRBは18年6月12、13日のFOMCで25bpの利上げを決定すると見込まれるほか、堅調な景気が続くと予想される9、12月に利上げを実施する公算が大きい。ただし、12月は、11月の中間選挙の結果を受けた金融市場の状況次第では利上げを見送る可能性がある。

一方、賃金の上昇ペースが緩やかなものとなるほか、FRBはインフレ目標である2%をインフレが一時的な要因で上振れても容認する姿勢を示しているため、四半期に1回程度の利上げペースを速める可能性は低いとみられる。

### 【18年3月FOMCのSEP (the Summary of Economic Projections)】

#### FOMCは失業率の一段の低下予想もインフレの安定見通しを理由に利上げ予測は小幅上方シフトにとどまった

FOMC参加者の新しい経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)によると、FOMC参加者が税制改革、歳出拡大などを予測に織り込む形で18、19年の実質GDP成長率がそれぞれ0.2%p、0.3%p上方修正され、失業率は18年0.1%p、19年0.3%p、20年0.4%pとすべての予測期間で下方修正されており、労働市場の逼迫が一段と強まる見方となっている。一方、インフレは技術革新などにより20年のPCEデフレーター、19、20年のPCEコアデフレーターがそれぞれ0.1%pの上方修正にとどまり、安定を続けるとの見方が維持された。

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：18年3月

	2018年		2019年		2020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	2.7	2.5	2.4	2.1	2.0	2.0	1.8	1.8
失業率	3.8	3.9	3.6	3.9	3.6	4.0	4.5	4.6
PCEデフレーター	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
PCEコアデフレーター	1.9	1.9	2.1	2.0	2.1	2.0		
FFレート	2.1	2.1	2.9	2.7	3.4	3.1	2.9	2.8

(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。

**FOMC参加者は18年の利上げ回数を3回と12月予測から変わらず、市場にやさしいスタンス**

このようなファンダメンタルズの予測のもと、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測（中央値）は、18年末が2.125%と前回12月予測から変わらなかった一方、19年末が2.875%（前回12月2.688%）、20年末が3.375%（前回12月3.063%）と小幅引き上げられた。予測中央値が示す利上げ回数は、18年3回、19年3回、20年2回と前回12月の18年3回、19年2、3回、20年1、2回から、小幅引き上げにとどまった。

適切な政策金利の誘導目標の予想は小幅の上方シフトにとどまったものの、予測の不確実性は高く、声明文では今後の金融政策は経済動向で変化すると指摘された。足元でインフレ率が目標を下回っているため緩やかな利上げが正当化されるが、インフレ率が目標である2%に近づけば、FOMC参加者の予想は変更され易いとみられ、金融市場を不安定化させるリスクがある。

（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	2020年末	長期
2018年3月				2.125	2.875	3.375	2.875
2017年12月				2.125	2.688	3.063	2.750
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）FRB資料より作成

FOMC委員のFF金利予想（2017年12月）

(%)	17年末	18年末	19年末	20年末	長期
1					
1.125					
1.25					
1.375	14	1	1	1	
1.5					
1.625		1	1		
1.75					
1.875		3			
2					
2.125		6			
2.25					1
2.375		3	2	1	
2.5					2
2.625		1	1	2	
2.75			1		6
2.875			3	1	
3				3	6
3.125			1	5	
3.25					
3.375			2		
3.5				1	
3.625			1		
3.75					
3.875					
4					
4.125				2	

（注）青丸は中央値を示す

FOMC委員のFF金利予想（2018年3月）

(%)	18年末	19年末	20年末	長期
1.5				
1.625	2	1	1	
1.75				
1.875				
2				
2.125	6	1		
2.25				1
2.375	6			
2.5				1
2.625	1	1	2	1
2.75		1		4
2.875		5		5
3				
3.125		2	1	
3.25			1	1
3.375		3	5	
3.5			1	1
3.625			2	
3.75				
3.875		1		
4				
4.125			1	
4.25				
4.375				
4.5				
4.625				
4.75				
4.875			1	
5				

（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。

## 〇18年5月1、2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、労働市場が強まり続け、経済活動は緩やかなペースで拡大していることを示している。雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低いままとなった。最近のデータは家計支出が第4四半期の堅調なペースから鈍化したことを示している。一方、企業の設備投資は強い伸びを続けた。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%に近づいた。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、さらなる緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は中期的に緩やかなペースで拡大を続け、労働市場は力強さを維持すると予想している。インフレ率は、中期的には委員会の対称的な目標である2%付近で推移すると予想される。経済見通しのリスクは概ね均衡しているようだ。

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1.50-1.75%に据え置くことを決定した。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。対称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金利のさらなる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。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、トーマス・バーキン、ラファエル・ボスティック、ラエル・ブレイナード、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ、ジョン・ウィリアムズ。

## ○18年3月20、21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、経済活動は緩やかなペースで拡大していることを示している。雇用は最近数カ月増加ペースを強め、失業率は低いままとなった。最近のデータは家計支出、企業の設備投資の伸びが昨年第4四半期の堅調な伸びから鈍化したことを示している。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標は最近数か月に上昇したが低いまま、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。経済見通しは最近数カ月に強くなった。委員会は、さらなる緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は中期的に緩やかなペースで拡大を続け、労働市場は力強さを維持すると予想している。インフレ率は今後数か月で上昇し、中期的には委員会の目標である2%付近で安定すると予想される。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、F F金利目標の誘導レンジを1.50-1.75%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なる改善と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。対称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金利のさらなる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。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、トーマス・バーキン、ラファエル・ボスティック、ラエル・ブレイナード、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ、ジョン・ウィリアムズ。

## ○18年1月30、30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、経済活動は堅調なペースで拡大していることを示している。雇用、家計支出、企業の設備投資の伸びは堅調で、失業率は低いままとなった。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標は最近数か月に上昇したが低いまま、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、さらなる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、労働市場は力強さを維持すると予想している。インフレ率は今年上昇し、中期的には委員会の目標である2%付近で安定すると予想される。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、F F金利目標の誘導レンジを1.25-1.50%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かの改善と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。対称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金利のさらなる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。

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、トーマス・バーキン、ラファエル・ポスティック、ラエル・ブレイナー、ロレッタ・メスター、ジェローム・パウエル、ランダル・クオールズ、ジョン・ウィリアムズ。