

U.S.Trends

米国 FOMC のドットチャートは18年4回利上げを示す水準に上方シフトへ
 ～ 6月のFOMCで25bpの利上げは規定路線だが18年4回は市場の予想外 ～

発表日：2018年6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

F R B 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

6月12、13日のF O M Cでは、緩やかな経済成長の持続、労働市場の一段の逼迫を背景に政策金利の25bpの引き上げを決定すると見込まれる。25bpの利上げは市場で完全に織り込まれているため、利上げ決定の金融市場の反応は限定的となろう。これ以外の今回のF O M Cの注目点としては、F O M C参加者の新しい経済見通し（S E P：the Summary of Economic Projections）、F O M C参加者の適切なF F レート誘導目標予測（中央値）、声明文、パウエル議長の記者会見の内容である。具体的には、F O M C参加者のF F 金利誘導目標予測の中央値が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の見方が変化するか否か、フォワードガイダンスの変更の有無、記者会見での利上げペースや通商摩擦の影響についての言及であろう。

F O M C 参加者の経済予測（中央値）では、経済成長の上方シフト、失業率の下方シフトが予想される

今回公表される新しいS E Pの18年10-12月期の予測値（中央値）では、実質G D P成長率が前年同期比+2.9%と前回3月の同+2.7%から上方修正されるうえ、失業率は3.6%と前回の3.8%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、P C E コアデフレーターは前年同期比+1.9%と前回から変更されない見込み。

項目別では、実質G D P（10-12月期の前年比）は、18年が+2.9%（前回+2.7%）、19年+2.5%（前回+2.4%）と上方修正されよう。20年+2.0%、長期+1.8%と前回予測から変更されないと予想される。

失業率は、足元の低下、成長率見通しの上方修正を受け18年3.6%（前回3.8%）、19年3.4%（前回3.6%）、20年3.5%（前回3.6%）、長期4.4%（前回4.5%）と下方修正され、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。

インフレは上下の振れが懸念されているものの、P C E デフレーター、P C E 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%（コア+2.1%）、長期+2.0%と前回から変わらず、F R B 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。

(図表) F O M C 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	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回
実質G D P	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
P C E デフレーター	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
P C E コアデフレーター	1.9	1.9	2.1	2.0	2.1	2.0		
F F レート	2.1	2.1	2.9	2.7	3.4	3.1	2.9	2.8

(注) 実質G D P、P C E デフレーター、P C E 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参加者のFF金利予測（中央値）は小幅上方シフトする見込み

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では、前述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2.375%（前回3月2.135%）、19年末が3.125%（前回3月2.875%）、長期が3.00%（前回2.875%）と小幅上方シフトしよう。20年末は3.375%（前回3月3.375%）と変わらず。予測中央値が示す利上げ回数は、18年4回、19年3回、20年1回（前回3月の18年3回、19年3回、20年2回）に若干変化すると予想される。

18年の見通しでは、前回2.125%と予想した6人のうち1人でも政策金利の水準を2.375%に小幅引き上げるだけで中央値が年4回を示す水準にシフトする。3月時点で、大規模な歳出拡大を予測に含まなかった参加者がいるため、それらを織り込むことで適切な政策金利の水準を引き上げると予想される。また、金融規制の緩和を受け、見通しを上方修正する参加者がいる可能性もある。一方で、鉄鋼・アルミニウムの関税賦課、中国の対抗措置などによる米国経済への悪影響は依然経済統計で確認されていないため、予測値に大きな影響は与えないだろう。

19年は、前回2.875%と予想した5人の参加者のうち2人が政策金利の水準を3.125%に小幅引き上げると中央値が上方シフトし、前回と同じ年3回の利上げが中央値となる。19年は、実質GDP成長率の上方修正、失業率の下方修正を受け、FF金利見通しが年3回の利上げを示す水準に引き上げられるとみられる。20年のFFレート誘導目標の中央値は前回から変わらず、年1回の利上げに下方シフトする見込み。また、長期は、参加者1人の変更で変わるため、長期の失業率見通しの引き下げを受け3.00%に上方シフトする可能性がある。

以上のような若干の上方シフトであるが、市場コンセンサスはFF金利の見通しが18年に3回の利上げを示唆する水準から変更がないと予想されていることもあり、長期金利の水準を押し上げ、株価は調整するとみられる。

【ドットチャート】

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			
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	4	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
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) F R B 資料より作成

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、6月FOMCの声明文を予想する。FOMC声明文は通常5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、1-3月期の実質GDP成長率が10-12月期よりも減速したが、潜在成長率を上回っていることから、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、経済活動は緩やかなペースで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、4、5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3.8%まで低下したことを受け、「雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低下した」と、前回の「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」から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、「家計支出が再加速したことを示している」と前回「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」から上方修正されよう。一方、設備投資は「企業の設備投資は強い伸びを続けた」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「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」と評価は変わらない見込み。5月のFOMC以降、市場ベースの期待インフレを示す指標は低い水準で安定しているほか、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FOMC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。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、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」と中期的に2%付近で推移すると予想を維持しよう。

リスクに関しては、前回と同様「経済見通しのリスクは概ね均衡しているようだ」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1.75-2.00%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なる改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく」と前回FOMCで一部の参加者が「緩和的」との文言の変更を指摘していたが、PCEコアデフレーターが依然2%を下回っていることもあり、「緩和的」との文言は変更されないと考えられる。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ことで、インフレは2%程度で安定する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」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るうえ、利上げ後の政策金利の水準は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%をかなり下回っているため変更されないと予想される。「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」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パラグラフでは、「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」とFF誘導目標のレンジ引き上げに全員が賛成票を投じる見込み。

議長の見聞はFOMC参加者の経済、金利見通し、声明文に沿った発言に

パウエル議長のFOMC後の記者会見では、ドットチャートの変化について質問された場合、参加者がそれぞれ様々な前提を元に見通しを作成したものであり、その中央値が変化しただけであること、FRBとして何のコミットメントもないことを指摘しよう。また、年4回でも緩やかなペースであることを指摘すると予想される。そのうえで、記者会見はFOMC参加者の経済、金利見通し、声明文に沿った発言にとどまると見込まれる。金融政策に関して、目先インフレ率が上昇しても、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FOMC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、FRBの金融政策の自由度が高いことを指摘しよう。

通商摩擦、地政学リスクなどについては、懸念要因であるものの、現時点では目立った影響はみられないとの判断を示す見込み。

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。

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いくつかの改善と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、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。

以上