

Fed Watching

米国 利上げペースの小幅加速を示唆（18年6月12、13日FOMC）

公表日：2018年6月13日（水）

～FRBは予想通り利上げを決定～

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25bpの引き上げを全会一致で決定

FRBはFFレート誘導目標（1.75～2.00%）の引き上げを決定

6月12、13日に開催されたFOMCで、予想通りFRBは政策金利であるFFレート誘導目標レンジを1.75～2.00%に引き上げることを全会一致で決定した。一方、市場予想に反して、ドット・チャートではFOMC参加者の政策金利誘導目標見通しの中央値が18年末2.375%、19年末3.125%に上方シフトし、利上げペースの加速が示唆された。また、パウエル議長は記者会見で、現在年4回行っているFOMC後のFRB議長の記者会見を19年から年8回に増やすことを発表した。パウエル議長は「記者会見を倍増するのは政策金利変更の時期やペースとは関係ない。情報発信を向上させたいだけ」と説明した。しかし、記者会見を行うようになって以降、記者会見が行われるFOMCで政策変更が決定されてきたことから、FRBの政策自由度が高まろう。

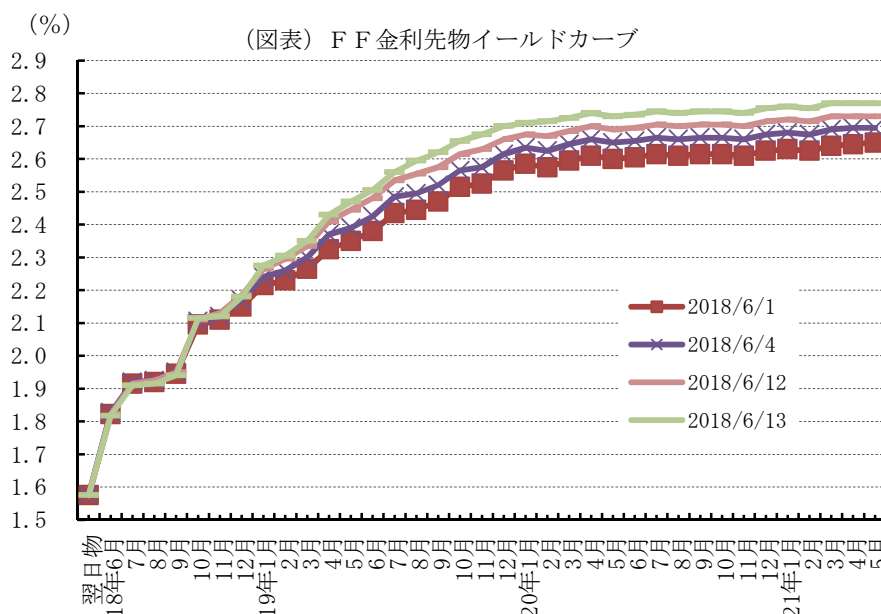
利上げ後の政策金利の水準に関しては、引き続き“緩和的”との判断が維持された。一方、フォワードガイダンスとされていた「FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である」との文言は削除された。パウエル議長は、経済成長が加速し、FF金利誘導目標が1.75～2.00%に引き上げられたことが、削除の理由と説明した。昨年の経済成長の加速や他の文言等で緩やかな利上げ継続の予想が示されるなかで、かなり以前から必要のない文言となっていた。議長交代の前後で文言を削除すると政策スタンスの変更とみられ市場が混乱するリスクがあったため残していたとみられるが、FRB議長の交代がスムーズに行われ、パウエル氏もFOMCの運営に自信を深めたことも、削除の一因になったと考えられる。結果、声明文は今回全体的にすっきりとした形に整理された。

今回のFOMCでは、FRBは経済成長の加速、労働市場の一段の逼迫を背景に、景気・雇用の現状・先行き判断を上方修正した一方、インフレ判断は概ね維持された。そのうえで、パウエル議長はインフレ目標の対称性により2%を小幅上回っても利上げを急がないことを指摘した。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。

他方、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6月中は米国債月額180億ドル、住宅ローン担保証券月額120億ドルで継続され、7月からは計画通り米国債月額240億ドル、住宅ローン担保証券月額160億ドルに拡大するとされた。

FRBがややタカ派になったとみられるような一連の公表結果を受け、FF先物は下

落し、利上げの織り込み水準が高まった。年内4度目の利上げ予想確率が上昇し、12月の利上げ予想確率は43%と、声明発表前の37%から上昇した。19年の利上げ予想確率も上昇した。



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声明文では、現状判断でインフレの見方が維持された一方、景気・雇用に関しては上方修正された。見通しについては、雇用・インフレについては変更がなかったが、景気は上方修正された。そして、さらなる緩やかなFF金利誘導目標の引き上げが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の維持、中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移するインフレ率と整合すると予想しているとの見方を示した。これらを勘案して、FRBは予想通り政策金利の引き上げを決定した。

総合判断は、今回「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」と前回「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」から上方修正された。通常GDP統計で成長率の加速が確認されてから判断を変更するが、今回は利上げのタイミングに合わせるため、月次統計での判断で変更したようだ。需要項目別では、家計支出が「最近のデータは家計支出が加速したことを示している」と前回の「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」と上方修正された。一方、設備投資は「一方、企業の設備投資は強い伸びを続けた」と変更されず、強い伸びが続いているとの認識が維持された。

雇用判断は、5月の失業率の一段の低下を受け今回「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、上方修正された。

インフレに関しては、PCEコアデフレーターが4月に前年同月比+1.8%に上昇したが、3月の数値が下方修正されたことから、「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」と変更がなかった。期待インフレについては今回「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」と前回「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

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。

示す指標は総じて小幅の変化にとどまった」とわかりやすく集約したが、判断は変更されず、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。

金融政策の見通しは、「委員会は、さらなる緩やかなF F金利誘導目標の引き上げが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の維持、中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移するインフレ率と整合すると予想している」とF R Bの目標を達成するためには緩やかな利上げ継続が必要との判断を示した。また、経済見通しのリスクでは前回同様「経済見通しのリスクは概ね均衡している」と判断された。

今回の金融政策の決定については、「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1.75-2.00%に引き上げることを決定した」と上述のような経済の現状、見通しに基づき利上げを決定したとの判断が示されたうえ、「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はいくらかの改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく」と引き続き金融政策は緩和的であり、2%のインフレ目標の回帰の妨げになっていないとの見方を示した。

今後の金融政策を決定するうえでの判断材料は、「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対称的な2%のインフレ目標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」とこれまでと全く変わっていない。

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F R Bの金融政策の当社見通しは変わらず、18年に4回の利上げを予想する。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、P C E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、9、12月にF R B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。ただし、12月は、11月の中間選挙の結果を受け金融市場が混乱すれば利上げを一時的に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、F R B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6月F O M CのS E P (the Summary of Economic Projections)】

F O M C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

F O M C参加者の新しい経済見通し(S E P : the Summary of Economic Projections)によると、F O M C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年の実質G D P成長率が0.1%p上方修正され、失業率は18年0.2%p、19年0.1%p、20年0.1%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、インフレは足下のインフレ統計の上振れやエネルギー価格の上昇等により、P C Eデフレーターが18年0.2%pの上方修正、P C Eコアデフレーターが0.1%pの上方修正された。P C Eデフレーターが19年0.1%pの上方修正にとどまった。F O M C参加者は労働市場が一段と逼迫する予想しているにもかかわらず、インフレ見通しは情報者技術革新などにより安定を続けるとの見方を維持した。

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：18年6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GDP	2.8	2.7	2.4	2.4	2.0	2.0	1.8	1.8
失業率	3.6	3.8	3.5	3.6	3.5	3.6	4.5	4.5
PCEデフレ率	2.1	1.9	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0
PCEコアデフレ率	2.0	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1		
FFレート	2.4	2.1	3.1	2.9	3.4	3.4	2.9	2.9

(注)実質GDP、PCEデフレ率、PCEコアデフレ率は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。

FOMC参加者は18年の利上げ回数を4回と3月予測から上方シフトした

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2.375%（前回3月2.125%）、19年末が3.125%（前回2.875%）から上方シフトした。一方、20年末は3.375%（前回3.375%）と変わらなかった。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回と、前回3月の18年3回、19年3回、20年2回から、18年が増加したが、20年は減少した。

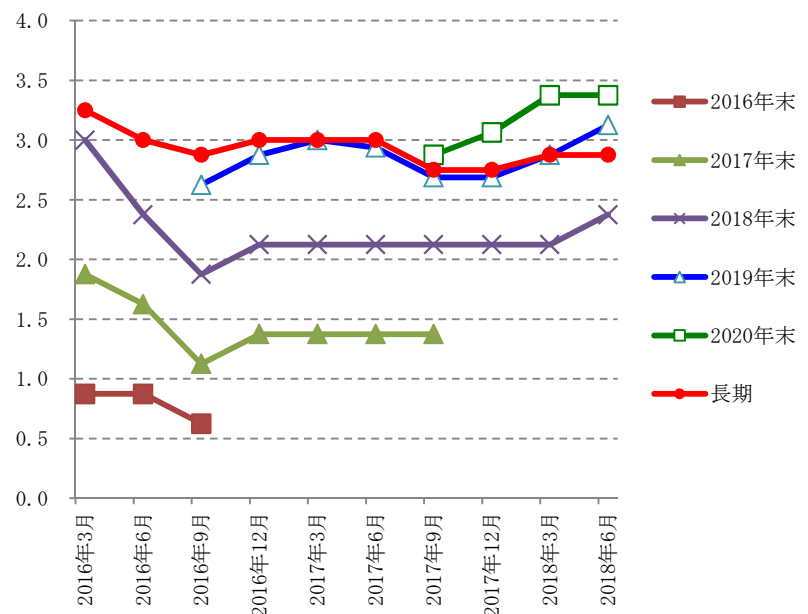
(図表) FOMC委員のFF金利予想中央値 (%)

	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	長期
2018年6月			2.375	3.125	3.375	2.875
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

(出所) FRB資料より作成

(%)

FOMC委員のFF金利予想中央値の変遷



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。

F O M C 委員の F F 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		4
3				5
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

F O M C 委員の F F 金利予想 (2018年6月)

(%)	18年末	19年末	20年末	長期
1.5				
1.625				
1.75				
1.875	2	1	1	
2				
2.125	5	1		
2.25				1
2.375	7			
2.5				1
2.625	1	1	2	1
2.75				4
2.875		4		4
3				5
3.125		4	1	
3.25			1	1
3.375		3	4	
3.5			1	1
3.625		1	3	
3.75				
3.875				
4				
4.125			2	
4.25				
4.375				
4.5				
4.625				
4.75				
4.875				
5				

(注) 青丸は中央値を示す



○18年6月12、13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、経済活動は堅調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、失業率は低下した。最近のデータは家計支出が加速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。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FF金利誘導目標の引き上げが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の維持、中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移するインフレ率と整合すると予想している。経済見通しのリスクは概ね均衡している。

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1.75-2.00%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対称的な2%のインフレ目標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。

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。

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、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、FF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。

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よりからの改善と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。