

## 第一生命経済研究所レポート selection

2017 年 7 月 27 日

団体年金事業部

**米国 政策金利据え置きもバランスシート縮小は比較的早期に開始  
(17 年 7 月 25 日、26 日 FOMC 速報)****～FRBはインフレの現状判断を下方修正も利上げ見通しを維持～**

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の桂畑主任エコノミストによる「米国政策金利据え置きもバランスシート縮小は比較的早期に開始（17 年 7 月 25 日、26 日 FOMC 速報）～FRBはインフレの現状判断を下方修正も利上げ見通しを維持～」をお届けいたします。（別添参照）

FRBは、政策金利であるフェデラルファンド（FF）レート誘導目標レンジを 1.00～1.25%に据え置くことを決定しました。また、バランスシート縮小の開始時期は、9 月決定・10 月開始の「比較的に早期」に実施する可能性が示唆されました。

本年金通信は、FOMC の内容解説及び声明文の和訳を掲載したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

# Fed Watching

## 米国 政策金利据え置きもバランスシート縮小は比較的早期に開始 (17年7月25日、26日 FOMC 速報)

公表日：2017年7月26日（水）

～F R Bはインフレの現状判断を下方修正も利上げ見通しを維持～

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

### ○ 政策金利の据え置きを決定。バランスシートの縮小を比較的早期に開始する方針

予想通り今回は政策変更なし

7月25日、26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1.00～1.25%に据え置くことを全会一致で決定した。前回利上げに反対したカシカリ・ミネアポリス地区連銀総裁も今回は賛成した。また、償還債券の再投資は当面継続することが決定された。

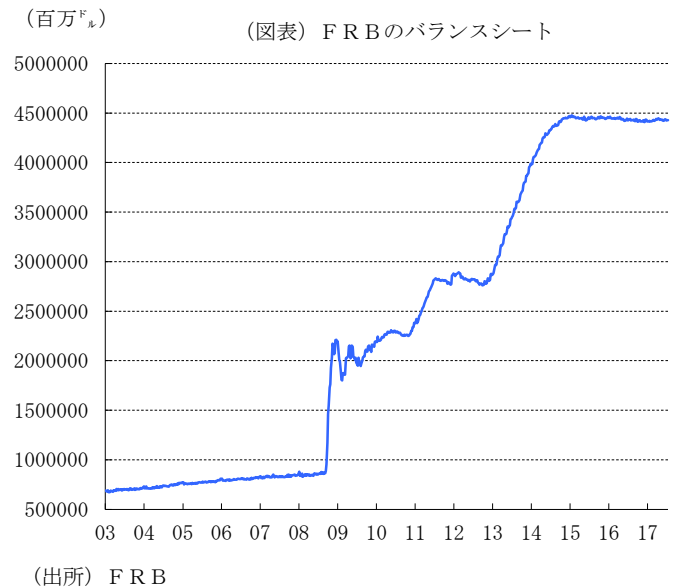
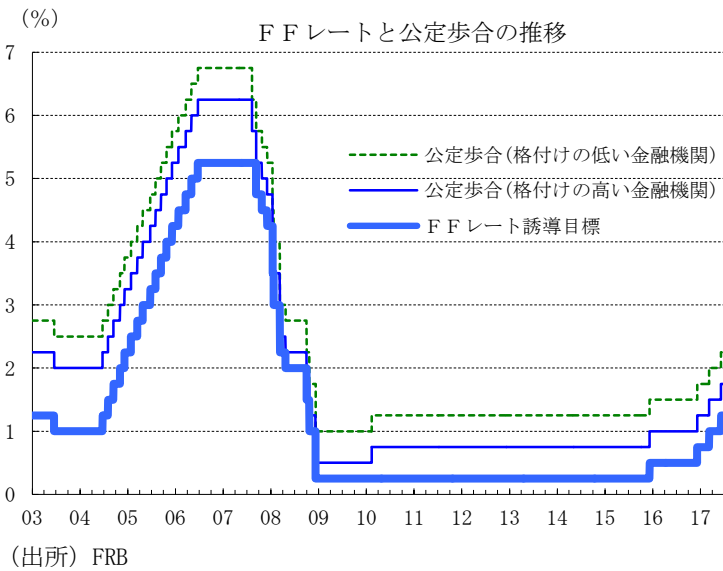
バランスシートの縮小を比較的早期に実施

注目されていたバランスシートの縮小の開始時期に関して、前回の「今年」から9月決定・10月開始を示唆する「比較的早期」に変更された。FOMC前からコンセンサスが9月決定、10月開始となっていたため、敢えて変更する必要性はなかったものの、インフレ判断の下方修正等によって、バランスシートの縮小時期のコンセンサスが後ずれすることを回避する狙いがあったと判断される。6月のFOMCでは、FOMCメンバー内で早期・比較的早期と年後半に意見が分かれていたが、金融環境の緩和が続く中で比較的早期派が多数を占めたことで、実施への強い意志が示された。

もう一つの注目点であったインフレの現状判断や見通しの修正、それによる利上げスタンスの変更の有無に関しては、各種物価統計の下振れを受け、インフレの現状判断は「前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除く消費者物価は低下し、2%を下回っている」と下方修正された。しかし、見通しについては「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」と2%へ回帰するとの見通しは維持された。FRBは、物価の下振れを警戒しつつも、雇用情勢の逼迫によってインフレ圧力が強まると考えており、雇用情勢の良好なものと見通しを修正する可能性は低い。このため、利上げについても「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」との見方は変更されなかった。

その他では、景気判断は「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」と前回から変更されなかった。雇用判断は、「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」と前回から上方修正された。また、個人消費、設備投資は「家計支出や企業の設備投資は拡大を続けた」と拡大が継続していると判断された。

今回のFOMCでの決定、声明文の変更は概ね市場で想定された範囲内であり、驚きはなかった。ただし、金融市場ではインフレ判断の下方修正が、次回の利上げが後ずれすると見方を強め、ドルが円、ユーロなど主要通貨に対して下落、金利は低下した。また株価は好決算もあり上昇トレンドを維持した。



(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

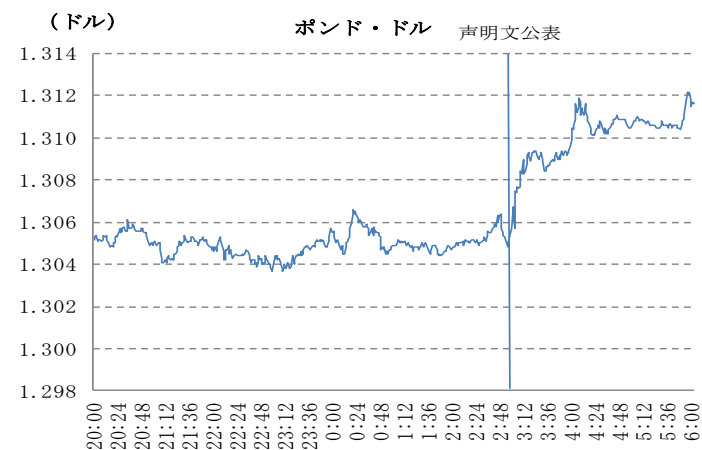
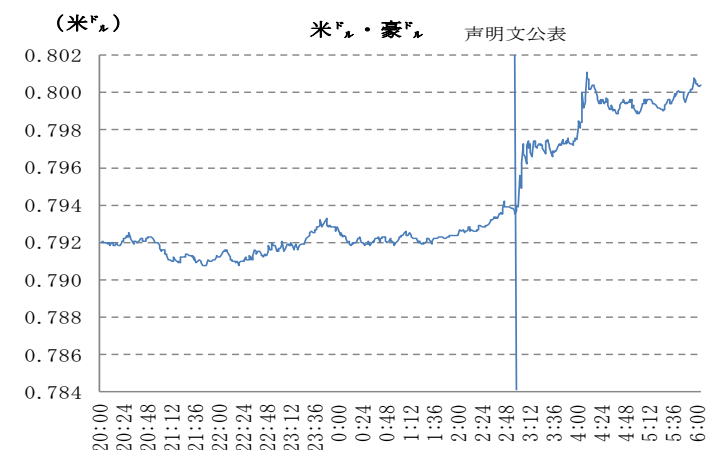
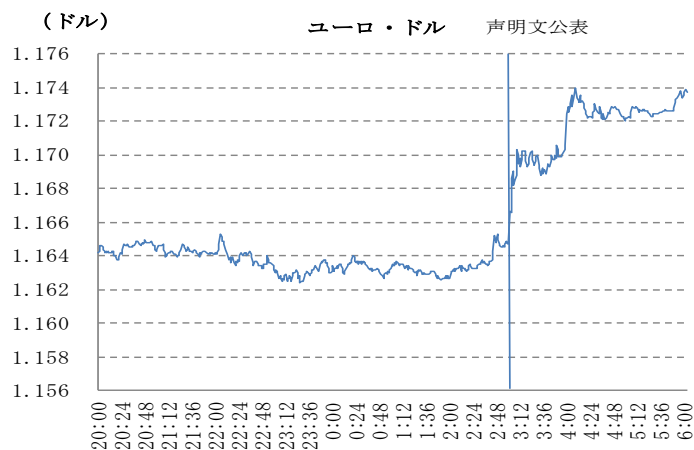
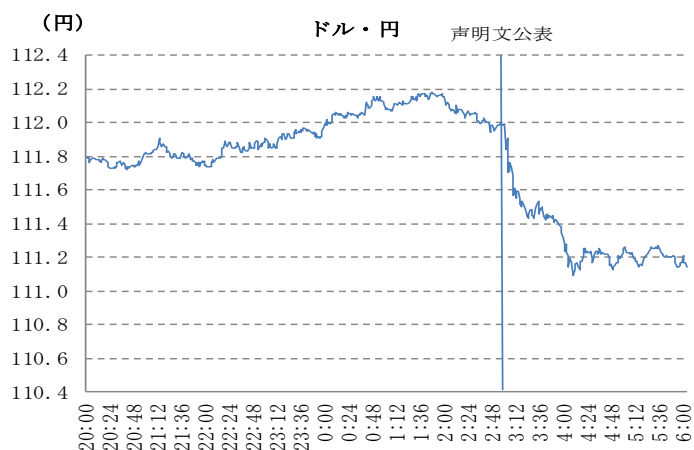
(注) 実質GDP、PCEデフレター、PCEコアデフレターは10～12月期の前年同期比の伸び率。  
失業率は10～12月期の平均値。

(図表) FOMC委員のFF金利予想中央値(%)

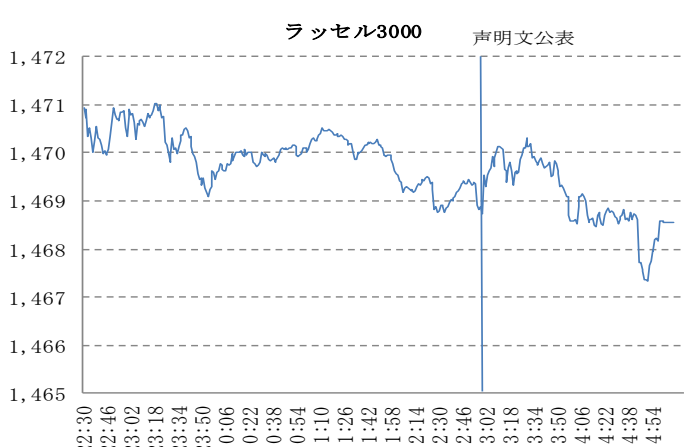
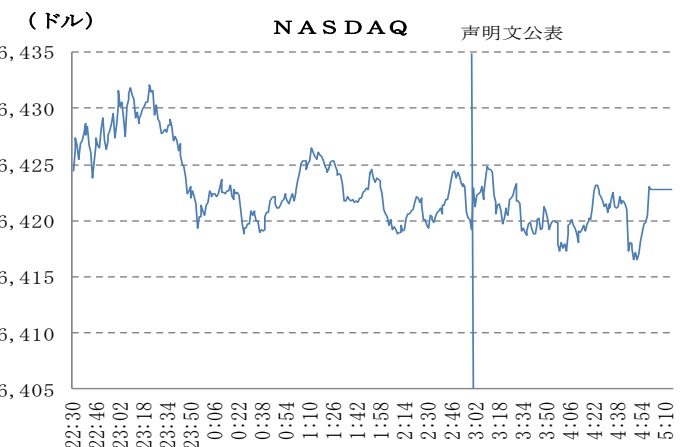
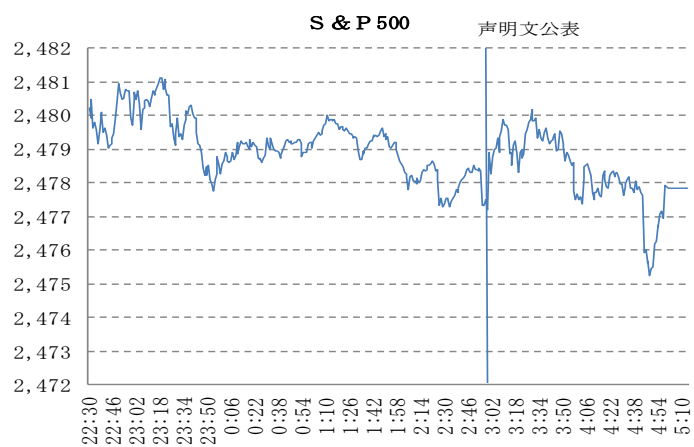
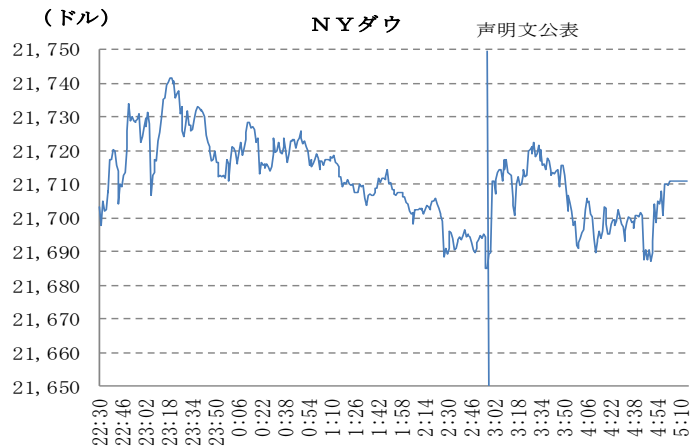
	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	長期
2017年6月			1.375	2.125	2.938	3.000
2017年3月			1.375	2.125	3.000	3.000
2016年12月			1.375	2.125	2.875	3.000
2016年9月		0.625	1.125	1.875	2.625	2.875
2016年6月		0.875	1.625	2.375		3.000
2016年3月		0.875	1.875	3.000		3.250
2015年12月	0.375	1.375	2.375	3.250		3.500

(出所) FRB資料より作成

【為替】

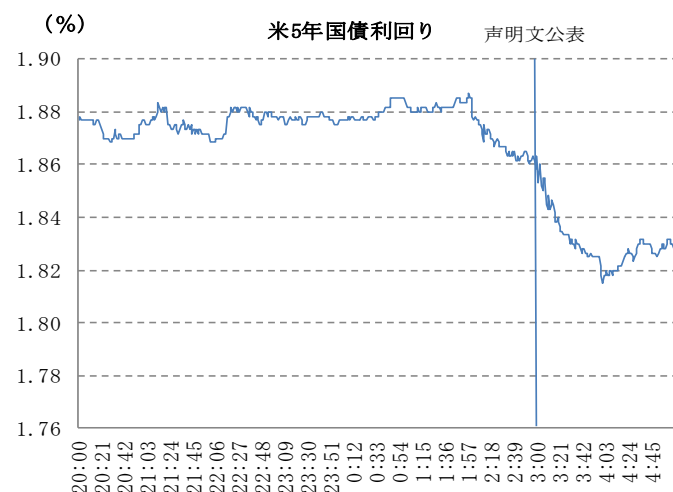
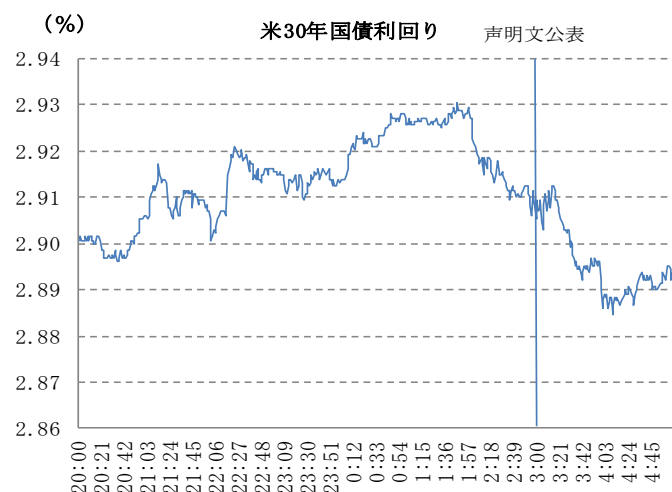
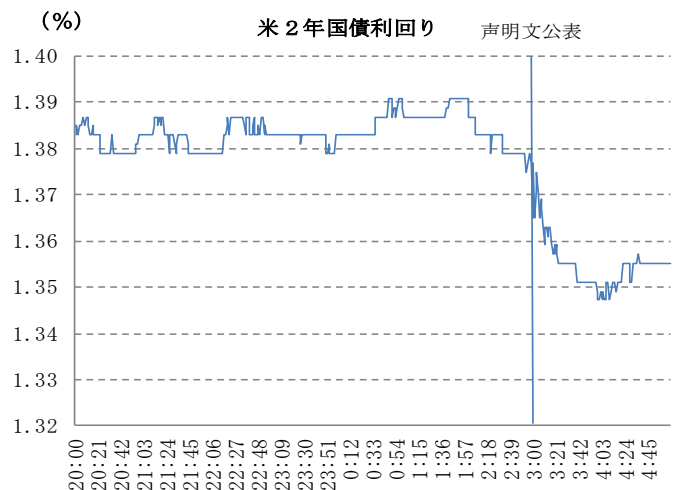
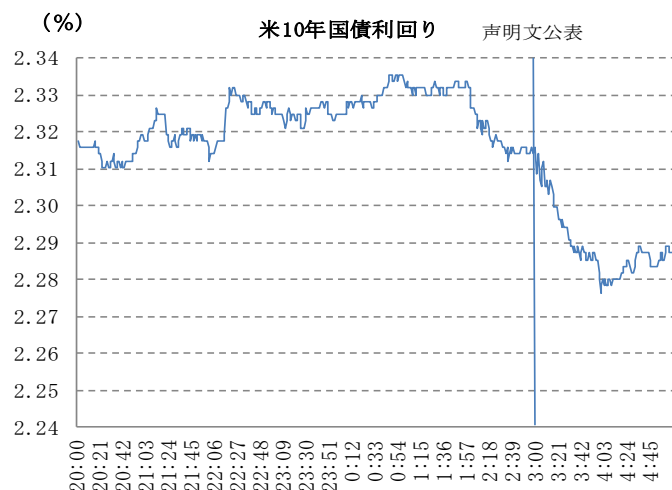


【株式】

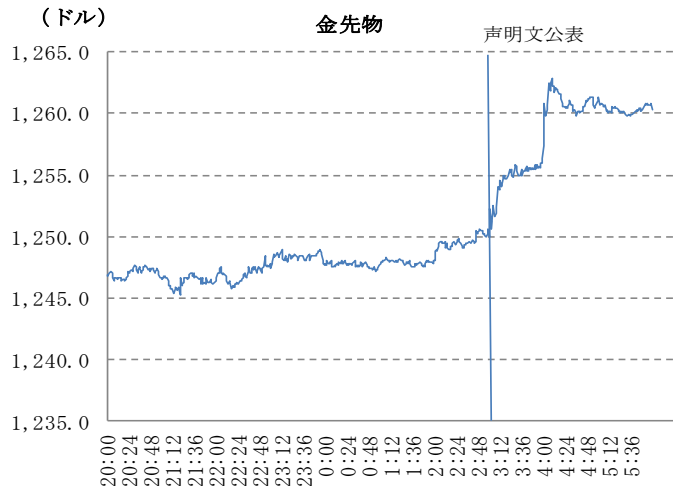
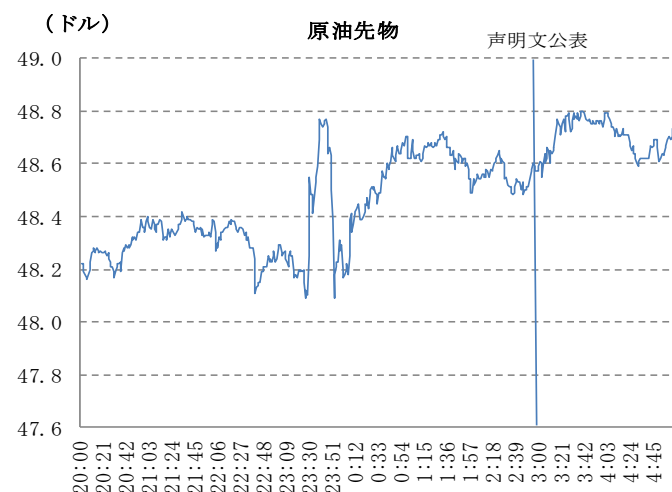


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 【金利】



## 【商品】



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。

## 【ドットチャート】

F O M C 委員の F F 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

F O M C 委員の F F 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7月25、26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)

6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、均して堅調だったうえ、失業率は低下した。家計支出や企業の設備投資は拡大を続けた。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除く消費者物価は低下し、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。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、F F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。

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。

当面、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。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比較的早期に開始するつもりである。このプログラムは、2017年6月の委員会の政策正常化の原則と計画の補足事項で説明されている。

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。

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、F F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。

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、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F F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。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。