

## FRBは漸進的な利上げにコミットメントせず

～今後の金融政策は最新のデータ次第に～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
主任エコノミスト 桂畑 誠治(Tel:03-5221-5001)

12月18、19日に今年最後のFOMCが開催される。世界経済の減速感の高まりや、金融市場の不安定な動きが強まるなか、FF金利先物の19年の利上げの織り込み度合いが急激に縮小しており、FRBのスタンスの変化に注目が集まっている。

今回のFOMCの注目点は、利上げの有無のほか、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)、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、FOMC参加者のFF金利誘導目標予想の中央値が19、20年の利上げ回数の減少を示すか否か、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を示す文言の変更の有無、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。

景気減速を過剰に警戒した米株式市場の軟調な動きを受け、FRBが利上げを控えるとの見方も台頭しているが、FRBは、米景気の堅調持続、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。ただし、声明文で漸進的な利上げを示唆する文言を削除することで、今後の金融政策は新たに入手される経済データ次第であると金融政策の柔軟性を強調するとみられる。FOMC後のパウエルFRB議長の記者会見でも、米国景気は依然堅調であり、当面堅調さを維持するとの見方を示す一方で、今後の金融政策はデータ次第で柔軟性のある決定を行うことを強調すると予想される。

今回公表される新しいSEPでは、インフレが全体的に小幅下方修正される一方、実質GDP成長率、失業率は前回と変わらない見込み。項目別では、実質GDP成長率(10-12月期前年同期比)の予測値(中央値)は、18年が+3.2%(前回9月+3.1%)と上方修正されるものの、19年が+2.4%(前回+2.5%)と下方修正されよう。一方、20年+2.0%、21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、18年3.7%(前回9月3.7%)、19年3.5%(前回3.5%)、20年3.5%(前回3.5%)、21年3.7%(前回3.7%)、長期4.5%(前回4.5%)と変わらず、予測期間を通じて労働市場の良好な状況が続くとの見通しが示されよう。

インフレでは、PCEデフレーター(10-12月期前年同期比)は18年+1.9%(前回9月+2.1%)と下方修正される見込み。19年+2.0%、20年+2.1%、21年+2.1%、長期+2.0%と前回から変わらず。また、PCEコアデフレーター(10-12月期前年同期比)は、18年+1.9%(+2.0%)、19年+2.0%(+2.1%)と下方修正される見込み。20年+2.1%、21年+2.1%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、19年末が2.875%（前回9月3.125%）、20年末は3.125%（前回9月3.375%）、21年末は3.125%（前回9月3.375%）、長期が2.875%（前回3.000%）と小幅下方シフトしよう。また、12月の利上げを受け、20年には利下げを予想する参加者が出る可能性がある。

予測中央値が示す利上げ回数は、19年2回、20年ゼロ回、21年ゼロ回（前回9月の19年3回、20年1回、21年ゼロ回）と減少すると予想される。

以下で、12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、10-12月期の実質GDP成長率が7-9月期よりも減速しているものの、潜在成長率（前期比年率+2%）を上回っていると予想されることから、「労働市場が強まり続け、経済活動は力強いペースで拡大していることを示している」と前回から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3.7%で推移したことを受け、今回「雇用は最近数か月に平均で強いペースを維持し、失業率は低いままとなった」と、前回「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」から若干修正される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して、コア小売が堅調だった一方、コアの資本財出荷等が減速したことから、「家計支出は強い伸びを続けた一方、企業の設備投資の伸びは今年早い時期の急速なペースから緩やかになった」と前回から変更されない見込み。前回と同様の拡大を続けたことが示されよう。

インフレに関しては、8、9月のPCEデフレーターの下振れを受け、「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%を下回った」と前回の「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%付近にとどまった」から下方修正される見込み。また、11月のFOMC以降、市場ベースの期待インフレを示す指標は低下した一方、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」から、今回「市場ベースの期待インフレを示す指標は低下したが、調査ベースの期待インフレ率は小幅の変化にとどまった」と市場ベースの判断のみ下方修正すると予想される。

第2パラグラフのFOMCの予想については、景気・労働市場・インフレ見通しについて今回「委員会は、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で推移すると予想している」と前回の「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」から、「さらなる緩やかなFF金利誘導目標の引き上げ」と目標達成のために利上げが必要との文言を削除すると予想される。この文言削除は、直ちに利上げ打ち止めを示すものではないが、今回の利上げによってFF金利誘導目標が中

立金利レンジ（2.5～3.5%）の下限に到達することもあり、景気への一段の配慮が必要になったことを示している。また、硬直的なフォワードガイダンスを止めることで、金融政策の自由度・柔軟性を高め、金融市場とのコミュニケーションを円滑化させる狙いがあると考えられる。

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」とされ、金融市場で高まる悲観的な見方を否定し、リスクが均衡していることを強調すると見込まれる。

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2.25-2.50%に引き上げることを決定した」と前回の据え置きの説明から、今回利上げの説明に変更されよう。

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」と利上げの条件が変わっていないことを示したうえで、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ことを指摘する可能性もある。

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、ジョン・ウィリアムズ副委員長、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、リチャード・クラリダ、メアリー・デイリー、ミッチェル・ボウマン、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ」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。

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。

景気に対しては、楽観的な見方を示しつつも、柔軟性を持って対応していくことを示し、株式市場に安心感をもたらそうとすると見込まれる。

通商摩擦、地政学リスクなどについては、企業は不安感を強めているが、現時点で景気には目立った影響はみられないとの判断を示す見込み。

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：18年9月

	2018年		2019年		2020年		2021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	3.1	2.8	2.5	2.4	2.0	2.0	1.8		1.8	1.8
失業率	3.7	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.7		4.5	4.5
PCE <sup>テ</sup> フレーター	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1		2.0	2.0
PCEコア <sup>テ</sup> フレーター	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1			
FFレート	2.4	2.4	3.1	3.1	3.4	3.4	3.4		3.0	2.9

(注)実質GDP、PCE<sup>テ</sup>フレーター、PCEコア<sup>テ</sup>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。

FOMC委員のFF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		5
3				
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			2	
4.125				
4.25				
4.375				
4.5				
4.625				
4.75				
4.875				
5				

(注) 青丸は中央値を示す

FOMC委員のFF金利予想（2018年9月）

(%)	18年末	19年末	20年末	21年末	長期
1.5					
1.625					
1.75					
1.875					
2					
2.125	4	1	1	1	
2.25					
2.375	12	1			
2.5					3
2.625		1	1	1	
2.75					4
2.875		4	1	3	
3				1	6
3.125		4	4	1	
3.25					1
3.375		4	2	4	
3.5				1	1
3.625		1	6	2	
3.75					
3.875			1	1	
4					
4.125				1	
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11月7、8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、経済活動は力強い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。家計支出は強い伸びを続けた一方、企業の設備投資の伸びは今年早い時期の急速なペースから緩やかになった。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%付近にとどまった。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2.00-2.25%に据え置くことを決定した。

FF金利の誘導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、ジョン・ウィリアムズ副委員長、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、リチャード・クラリダ、メアリー・デイリー、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ。

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、第一生命保険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。

