U.S. Trends

発表日:2019 年 12 月 10 日(火)

米国 12 月 FOMC 予想:据え置きと当面の様子見を示唆

～今後の金融政策の道筋はデータ次第であることを強調する見込み～

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)

ポイント

○12 月 10、11 日のＦＯＭＣでは、２％を下回るインフレ率、低いままの期待インフレ率、世界経済の減速継続、米中関税賦課の継続、ブレグジットの期限延期など不確実性が高いままであるものの、米経済が潜在成長率程度の成長ペースを維持しているほか、金融市場が安定していること、FRB が現在の金融政策が適切と判断していることから、据え置きを決定すると予想する。
○他の注目点は、①声明文や議長の記者会見において、ＦＲＢの景気・インフレの現状判断と見通しの変化、金融政策の運営方針の変化の有無、②ＦＯＭＣ参加者の経済見通し（ＳＥＰ：the Summary of Economic Projections）や③ＦＯＭＣ参加者の適切なＦＦレート誘導目標予測（中央値）の変化。
○FOMC 参加者の景気・インフレ見通しは概ね維持されるとみられるが、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 1.625%（前回 1.875%）、20 年末 1.625%（前回 2.125%）、21 年末 1.875%（前回 2.125%）に下方シフトすると予想される。
○パウエルＦＲＢ議長の記者会見では、楽観的な景気、インフレ見通しが示され、経済に関して今後得られる情報が見通しの大きな再評価につながらない限り、政策金利の据え置きが適切との見方が示されよう。不確実性が高いままであり、今後の金融政策の道筋は入手されるデータ次第であることを繰り返そう。

米国では、12 月 10、11 日にＦＯＭＣが開催され、当面の金融政策運営方針が決定される。今回はＦＯＭＣ声明文の公表(日本時間 11 日 4:00)と同時に、ＦＯＭＣ参加者の経済見通し(ＳＥＰ:the Summary of Economic Projections)、ＦＯＭＣ参加者の適切なＦＦレート誘導目標予測が公表される。その後、日本時間 11 日 4:30 にパウエルＦＲＢ議長の記者会見が１時間程度行われる。

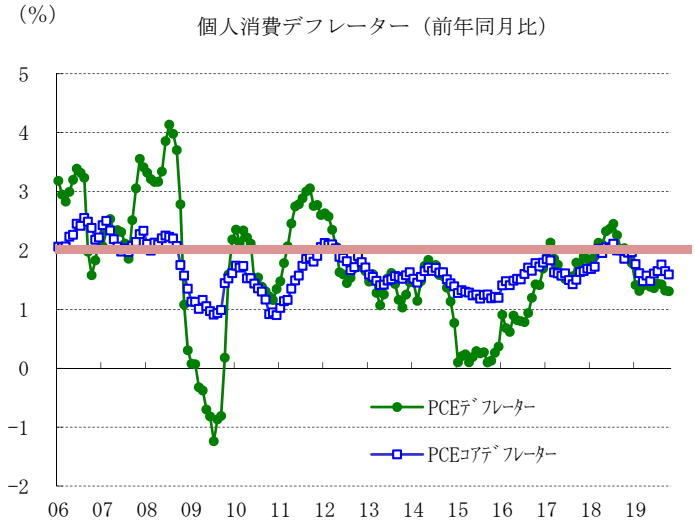
今回のＦＯＭＣで、ＦＲＢは４会合ぶりに政策金利を据え置くと予想する。インフレ環境をみると、10 月のＰＣＥコアデフレーターが前年同月比＋1.6%（９月同＋1.7%）と低下し、ＦＲＢの目標である２％を下回ったままである。また、期待インフレ率は調査ベース、市場ベースともに引き続き低い水準にとどまっている。

一方、景気では、製造業部門の調整や企業の設備投資の減少が続いているものの、経済全体では堅調さを維持しており、潜在成長率程度の拡大ペースを維持している。また、不確実性では米国は中国からの輸入製品に対する関税を引き上げたままであるが、10 月以降追加の関税賦課が見送られ、予定されて

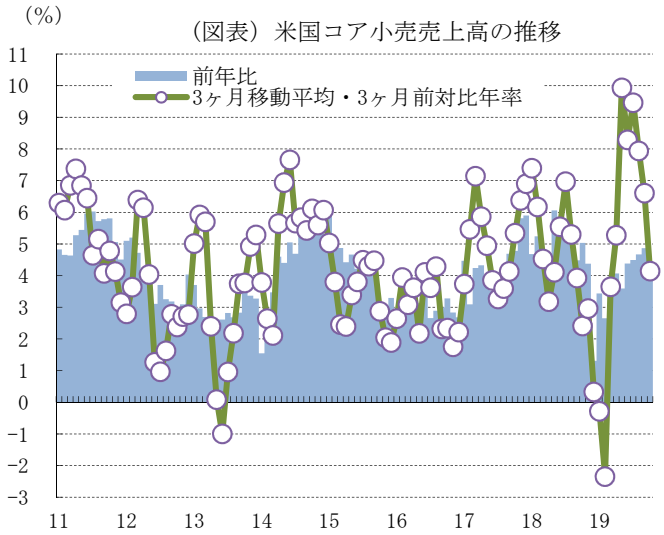
いる 12 月 15 日の関税賦課も見送られる可能性が高い等、状況の悪化に歯止めがかかっており、金融市場は落ち着いている。さらに、11 月の世界の総合ＰＭＩが新興国と先進国ともに改善する形で 51.5（前月 50.8）と前月から大幅に上昇するなど世界景気の減速に歯止めがかかった兆しもみられている。

このような情勢のもと、ＦＯＭＣ関係者はこれまでの３回の利下げによる米景気押し上げ効果もあり、現状の金融政策は適切との判断を示していること等を背景に、ＦＲＢは政策金利を据え置く公算が大きい。

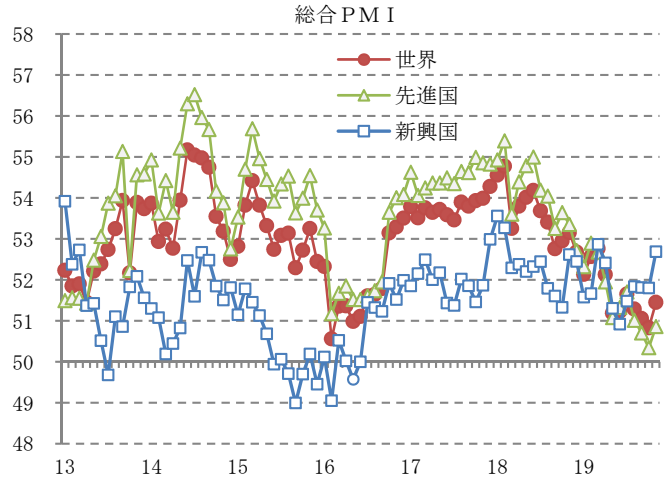
ＦＦ先物の織り込み度合いは、10 日時点で 25bp の利下げが 0.7%、据え置きが 99.3%となっている。ＦＲＢが様子見スタンスに変わったこと、米中貿易交渉が続いていること、11 月の雇用統計など経済指標が景気の堅調さを示すものが多かったことを受け、利下げの織り込み度合いは小幅なものとなっている。



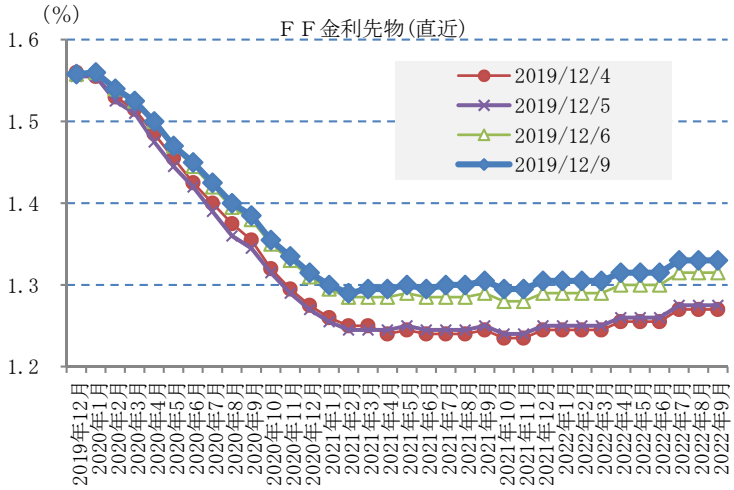
（出所）米商務省



（出所）米商務省



（出所）IHS Markit



他の注目点は、①ＦＯＭＣ参加者の経済見通し（ＳＥＰ：the Summary of Economic Projections）の修正内容、②ＦＯＭＣ参加者の適切なＦＦレート誘導目標予測（中央値）の変化、③声明文やパウエ

ルＦＲＢ議長の記者会見で、ＦＲＢの景気・インフレの現状判断と見通しの変化、金融政策の運営方針の変化の有無、が挙げられる。

①ＦＯＭＣ参加者の新しい経済見通し（ＳＥＰ：the Summary of Economic Projections）では、実質ＧＤＰ成長率見通しは、予測全期間で修正されない見込み。

一方、失業率は、11 月に 3.5%まで低下したことから、19 年の見通しは 3.6%に 0.1%ｐ下方シフトし、20、21、22 年は変更されないだろう。労働市場の逼迫が 22 年にかけて続くとの見方が維持されているにもかかわらず、ＰＣＥデフレーター、ＰＣＥコアデフレーターなどのインフレ見通しは、インフレが加速しないとの見方が維持されよう。ＰＣＥデフレーター、ＰＣＥコアデフレーターは、足元の下振れを反映して、19 年が＋1.4%、＋1.7%とそれぞれ 0.1%下方シフトしよう。20 年以降はＦＲＢの目標付近の予測になっていることから変更されない見込み。

（図表）ＦＯＭＣ参加者の経済金利予測：19年9月

	2019年		2020年		2021年		2022年		長期	
	中央値		中央値		中央値		中央値		中央値	
		前回		前回		前回		前回		前回
実質ＧＤＰ	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8		1.9	1.9
失業率	3.7	3.6	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9		4.2	4.2
PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	1.5	1.5	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0		2.0	2.0
PCEｺｱﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0			
ＦＦレート	1.9	2.4	1.9	2.1	2.1	2.4	2.4		2.5	2.5

（注）実質ＧＤＰ、PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ、PCEｺｱﾃﾞﾌﾚｰﾀｰは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。

②上記のようなファンダメンタルズ予測のもと、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1.625%（前回1.875%）、20年末1.625%（前回1.875%）、21年末1.875%（前回2.125%）、22年末2.375%（前回2.375%）。また、長期は、2.50%（前回の2.50%）と変わらないと予想される。結果、予測中央値が示す金融政策の変更は、20年は据え置き、21年は１回の利上げ、22年は２回の利上げになると見込まれる。

ＦＯＭＣ委員のＦＦ金利予想（2019年9月）

（%）	19年末	20年末	21年末	22年末	長期
1.5					
1.625	7	8	4	1	
1.75					
1.875	5	2	3	3	
2					1
2.125	5	6	4	4	
2.25					1
2.375		1	5	5	1
2.5					8
2.625			1	2	
2.75					3
2.875				2	
3					1
3.125					
3.25					1
3.375					
3.5					
3.625					

（注）青丸は中央値を示す

③今回の声明文は、家計が若干下方修正されるとみられるが、景気の総括判断、設備投資、インフレ判断が維持され、限定的な変更にとどまろう。以下で、12 月ＦＯＭＣの声明文を予想する。ＦＯＭＣ声明文は４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パラグラフの景気の総括判断は、７－９月期の実質ＧＤＰ成長率が前期比年率＋2.1％と４－６月期の同＋2.0％から加速、潜在成長率を上回っており、堅調さを維持していることから、前回と同様に「労働市場は力強いままで、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」との判断が維持されると見込まれる。

雇用情勢については、雇用の増加基調をみると、３ヵ月移動平均（９、10、11 月）では、非農業部門は前月差＋205 千人（前月同＋189 千人）と加速した。９、10 月の上方改定や民間部門の同＋200 千人（前月同＋170 千人）への加速により、高い伸びとなった。また、より一時的な変動の影響を排除できる６ヵ月移動平均の非農業部門（19 年６－11 月）も前月差＋196 千人（前月同＋162 千人）と加速した。雇用の増加基調は、トランプ政権の強硬な通商政策や中国の自国企業の保護政策に伴う終わりのみえない貿易戦争の継続、世界景気の減速、ドルの高止まり等の影響を受け鈍化していたが、ＦＲＢによる金融緩和などによる国内需要の堅調を背景に巡航速度（前月差＋10 万人程度）を大幅に上回るペースに再加速している。

また、失業率は 3.5％と低下したことを受け、前回と同様「雇用の増加ペースは最近数か月平均で堅調であり、失業率は低いままだった」と、雇用環境は良好との判断が維持される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して、10 月にかけて小売売上高の拡大ペースが小幅鈍化した一方、弱い設備投資の一致指数が公表されたことを受け、前回の「家計支出は力強いペースで増加している一方、企業設備投資や輸出は弱いままである」から今回「家計支出は堅調さを維持している一方、企業設備投資や輸出は弱いままだった」と家計支出の堅調と、企業の設備投資の軟調が続いていることを指摘する見込み。

インフレに関しては、10 月のＰＣＥデフレーターが前年同月比＋1.3％、ＰＣＥコアが同＋1.6％と低下しており、目標である同＋２％を下回ったままであることを受け、前回と同様に「前年比で、全体のインフレ率とエネルギー・食品を除くインフレ率は２％を下回っている」と判断が維持される見込み。また、市場ベースの期待インフレを示す指標は低いままのほか、調査ベースのインフレ期待を示す統計は安定しており、前回と同様に「市場ベースの指標は低いままであり、調査に基づいた長期的なインフレ期待の指標は小幅の変化にとどまった」と市場ベースの金利が低い水準にとどまっているほか、期待インフレ率の変化は乏しいとの判断が維持されると見込まれる。

第２パラグラフの今回の政策決定に関する説明箇所は、前回「景気見通しに対する国際的な情勢の影響、および抑制されたインフレ圧力を考慮して、委員会はＦＦ金利目標の誘導レンジを 1.50-1.75％に引き下げることを決定した」から、今回「景気見通しに対する国際的な情勢の影響、および抑制されたインフレ圧力を考慮して、委員会はＦＦ金利目標の誘導レンジを据え置くことを決定した」とＦＦ金利目標の誘導レンジの据え置きの部分だけの変更にとどめ、前回と同じ要因で目標達成を支援するために据え置きが適切であることが示されよう。

ＦＯＭＣの予想については、前回と同様に「この行動は、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である２％に近いインフレ率という結果になる可能性が高いとの委員会の見通しを支援する」と今回の据え置きによって、潜在成長率程度の成長の継続、雇用の堅調な増加、ＰＣＥデフレーターの２％前後へ回帰するとの見通しがサポートされるとの認識を示そう。

不確実性に関しては、米中貿易交渉が続いているが、合意は不透明であるほか、低インフレの状況が続いていることなどから、前回と同様に「しかし、このような見通しの不確実性は続いている。委員会は、ＦＦ金利目標の誘導レンジの適切な道筋を見極めるに当たり、経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを監視し続ける」とほとんど変化していないとの認識を改めて示す見込み。

第３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」と金融政策決定の条件は変わらず、データ次第で判断することが示されよう。

第４パラグラフでは、今回「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、エスター・ジョージ、エリック・ローゼングレン、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、ジェームズ・ブラード、リチャード・クラリダ、チャールズ・エバンス、ランダル・クオールズ」と全会一致での決定となろう。前回は「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、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、ジェームズ・ブラード、リチャード・クラリダ、チャールズ・エバンス、ランダル・クオールズ。この決定に反対票を投じたのは、エスター・ジョージとエリック・ローゼングレンは今回の会合でＦＦ金利誘導目標のレンジを 1.75-2.00％に維持することが好ましいとした」と２人が反対していた。

最後にパウエルＦＲＢ議長の記者会見では、「経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である２％に近いインフレ率という結果になる可能性が高い」と景気やインフレの楽観的な見通しを示したうえで、「経済に関して今後得られる情報が見通しの大きな再評価につながらない限り、据え置かれる可能性が高い」と当面政策金利の据え置きが適切との見方を示そう。ただし、不確実性が高いままであり、今後の金融政策は引き続きデータ次第で判断することを強調すると見込まれる。不確実性として、引き続き世界景気の下ぶれ、貿易摩擦、インフレ率が目標まで上昇するタイミングがＦＯＭＣ参加者の予想よりも遅れる可能性などを挙げたうえで、景気やインフレ見通しが下振れれば目標達成に向けて適切に対応することを強調する公算が大きい。

金融政策の見直し作業については、インフレ目標の解釈の変更（長期間の平均値を目標にするなど）など議論が分かれており、現時点で具体的な発言は回避すると予想される。

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。