

# Fed Watching

発表日：2019年12月11日(水)

## 米国FOMC(19年12月11日)で当面の据え置きを示唆

～データ次第で柔軟な政策運営を行う方針は変わらず～

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10、11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の据え置きを全会一致で決定した。4会合ぶりの据え置きの決定であるほか、5会合ぶりの全会一致での決定となった。FRBは、世界情勢、および現在認識されているリスクにもかかわらず、一連の金融政策によって米国経済の見通しが依然良好であること、金融市場の安定が続いていること等を背景に、政策金利の据え置きが適切と判断した。

今後の金融政策に関してパウエルFRB議長は、「経済に関する新たな情報が我々の見通しと概ね一致する限り、現状の金融政策は適切であり続けるだろう」と当面の政策金利の据え置きを示唆した。また、見通しに影響するようなデータが入手されれば、適切に対応するとしたが、利下げのハードルが低い一方、利上げのハードルが高いことを強調した。

FOMC参加者の新しい経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)の中央値で、実質GDP成長率は変わらず、失業率は全期間で下方修正された。インフレ見通しでは19年が下方修正されたが、20年以降は変更されなかった。このような見通しのもと、FOMCの政策金利予想(ドットチャート)の中央値は、20年中の政策金利の据え置きを示す水準となっており、FOMC参加者の多くは、当面の政策金利の据え置きが成長継続、力強い労働市場、2%の目標に近いインフレの維持に適切と考えていることを示した(SEPの詳細は3、4p)。

FOMC声明文やパウエル議長の記者会見を受け、米国債利回りは低下し、米株価は小幅上昇、ドルは主要な通貨に対して下落した。

(図表) FOMC委員のFF金利予想中央値(%)

	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	長期
2019年12月	1.625	1.625	1.875	2.125	2.500
2019年9月	1.875	1.875	2.125	2.375	2.500
2019年6月	2.375	2.125	2.375		2.500
2019年3月	2.375	2.625	2.625		2.750
2018年12月	2.875	3.125	3.125		2.750
2018年9月	3.125	3.375	3.375		3.000
2018年6月	3.125	3.375			2.875

(出所) FRB資料より作成

声明文では、景気、雇用、インフレなどの判断、見通しが全く変更されなかった一方、見通しのリスク判断が楽観的な方向に修正された。

景気判断は、前回と同様「労働市場は強いままで、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」と緩やかな成長の持続を指摘した。雇用判断は、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」と良好な雇用情勢が持続しているとの判断が維持された。また、需要項目別判断は、前回と同様「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」と消費の良好、設備投資や輸出の減少が続いていることが指摘された。また、インフレ判断は、前回と同様「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。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」とインフレ圧力が弱いままでであると判断が維持された。

一方、リスク判断が変更された。前回までの利下げ要因であった「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た」との文言を削除したうえ、景気見通しのリスクについて、前回「今回の利下げは、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、FRB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。しかし、このような見通しの不確実性は続いている」から、今回「委員会は現在の金融政策スタンスが、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%に近いインフレ率の維持に適切に貢献すると判断した」と“見通しの不確実性は続いている”との文言を削除した。見通しが楽観的になったことで、現在の政策金利の水準が適切であると判断し、FRBは政策金利の据え置きを決定した。

ただし、今後の金融政策について声明文では前回「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」から、今回「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、国際的な情勢や弱いインフレ圧力を含む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」と国際的な情勢や弱いインフレ圧力を含むとの文言を加えることで、FRBが引き続き国際的な情勢や弱いインフレ圧力を警戒していることを強調し、FRBが楽観的になり過ぎていないことを示した。

パウエル議長は、記者会見で「世界情勢、および現在見られているリスクにもかかわらず、米国経済の見通しはなお良好である」とリスクが残存しているが、見通しは良好であるとの楽観的な判断を示した。また、議長は「昨年からの一連の政策判断により、FRBの金融政策は持続的な経済成長、力強い労働市場、2%の目標に近いインフレを支援することで、米国民に貢献していると信じている」と、これまでの金融政策スタンスの変化や3回の利下げの効果によって、持続的な経済成長、強い雇用、2%のインフレ目標を維持できていることを自画自賛した。

今後の金融政策に関して、議長は「経済に関する新たな情報が我々の見通しと概ね一致する限り、現状の金融政策は適切であり続けるだろう」とFOMC参加者の予想通り2%程度の実質GDP成長率が持続し、インフレ率が2%程度で推移すると予想される限り、政策金利を据え置くことが適切になるとの判断を改めて示した。ただし、「今後も我々は見通しに影響を及ぼす情報とともに直近の政策の効果を注視する。そして適切な政策金利の道筋を評価する」とし、今後入手されるデータで政策を判断することを示したうえ、「我々の見通しの変更が必要になるような事象が起きれば対応する。政策はあらか

じめ道筋を決められたものではない」とし、引き続き政策決定はデータ次第で柔軟に行う方針であることを強調した。

議長は利上げに関する質問に対して、金融政策の枠組みの見直しの過程で物価上昇圧力を高めずに失業率が長期間にわたりかなり低い水準で推移し続けられることを学んだとしたうえで、90年代の予防的な利下げ後に労働市場の逼迫によって利上げを行った状況と現在を比較して、現在は利上げの必要性が低下していることを指摘した。良好な労働市場がさらに強まっても利上げにつながり難いことを指摘し、強い経済統計に金融市場が過剰反応しないように促した。

弊社の金融政策見通しについては、20年も貿易摩擦など経済見通しに影響を及ぼすような不確実性の残存による成長率押し下げ圧力を受けながらも、雇用・所得・保有資産残高の増加等による個人消費の拡大、政策期待による金融環境の大幅な緩和、世界景気の持ち直し等を背景に、均して潜在成長率（+1.8%）程度の成長が維持されると見込まれ、FRBが20年中政策金利を据え置くと予想している。

#### 【12月時点のFOMC参加者予測】

FOMC参加者の新しい経済見通し（SEP：the Summary of Economic Projections）の中央値では、実質GDP成長率は変わらなかった。一方、失業率は19年が0.1%p、20、21、22年が0.2%p、長期は0.1%p下方シフトした。長期的な失業率の見通しである4.1%を下回って推移すると予想されており、22年にかけて労働市場の逼迫した状態が続くとの見方を維持した。

インフレ見通しでは、PCEデフレーターは変わらなかった。一方、PCEコアデフレーターは19年が0.2%p下方シフトした以外は変わらなかった。FOMC参加者は労働市場の逼迫が続くと予想しているにもかかわらず、インフレ見通しは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：19年12月

	2019年		2020年		2021年		2022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	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
失業率	3.6	3.7	3.5	3.7	3.6	3.8	3.7	3.9	4.1	4.2
PCEデフレーター	1.5	1.5	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
PCEコアデフレーター	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0		
FFレート	1.6	1.9	1.6	1.9	1.9	2.1	2.1	2.4	2.5	2.5

(注) 実質GDP、PCEデフレーター、PCE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。

上述のような楽観的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、下方シフトした。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2.125%（前回2.375%）と下方シフトした。長期は2.50%（前回の2.50%）と変わらず。

予測中央値が示す政策変更の有無回数は、20年据え置き、21年1回の利上げ、22年は1回の利上げとなった。20年に利下げを予想する参加者はゼロ、利上げを予想する参加者は4人にとどまった。

F O M C 委員の F F 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



F O M C 委員の F F 金利予想 (2019年12月)

(%)	19年末	20年末	21年末	22年末	長期
1.5					
1.625	17	13	5	1	
1.75					
1.875		4	4	5	
2					1
2.125			5	3	
2.25					2
2.375			3	4	1
2.5					8
2.625				2	
2.75					2
2.875				2	
3					
3.125					
3.25					1

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。