

2018年12月20日 全5頁

FOMC ドットは下方修正も、利上げ継続

2019年は2回の利上げ見通し、先行きはより「経済指標次第」に

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2018年12月18日～12月19日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来の2.00-2.25%から0.25%pt引き上げ、2.25-2.50%にすることが決定された。金融市場では今回会合での利上げが事前に確実視されていたため、利上げの決定にサプライズはない。
- 声明文では、経済の現状認識については、ほぼ前回声明文のまま据え置かれた。また、経済見通し、金融政策運営方針に関する部分についても、基本的な見方は変わっておらず、経済の拡大、力強い労働市場、2%近傍のインフレ率の上昇が続く中、さらなる緩やかな利上げを続けるという見方が維持された。
- 今回のFOMCにおける最大の注目点であった、FOMC参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）では、2019年末、2020年末、2021年末が、それぞれ前回見通しから▲0.250%pt低下した。だが、FOMC参加者による中立金利見通しである、FF金利の長期見通しの中央値も、前回見通しから▲0.250%pt引き下げられており、中立金利を上回る水準まで利上げを続けるという政策スタンス自体は変化していないと解釈できる。
- 金利正常化に一定の目途が立つ中、FOMC参加者内では政策決定に際して経済指標の重要性が高まっていることが共有されている。原油価格下落やドル高によってインフレ率が減速すれば、一部のFOMC参加者が追加利上げに対して慎重になる可能性があるだろう。

全会一致で今年4回目の利上げを実施、サプライズなし

2018年12月18日～12月19日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来の2.00-2.25%から0.25%pt引き上げ、2.25-2.50%にすることが決定された。利上げの実施は2018年9月会合以来、2会合ぶりであり、2018年4回目の利上げとなる。決定に際して反対票はなく、全会一致での政策決定となった。前回、11月のFOMCの時点で、大半のFOMC参加者が「かなり近いうち(fairly soon)」に追加利上げが必要になるという見解を示していたことが、議事要旨によって明らかになっていた。金融市場では今回会合での利上げが事前に確実視されていたため、利上げの決定にサプライズはない。

なお、今回の利上げにあたって、FFレートの誘導目標レンジの上限の役割を果たす、超過準備に対する付利金利（IOER）の引き上げ幅は0.20%ptとされ、誘導目標レンジの引き上げ幅よりも小幅な引き上げとなった。これは、2018年6月の利上げの際にも行われた、実効FFレートとIOERのスプレッドが縮小している（実効FFレートがレンジ上限に近付いている）ことに対応した、技術的な調整である。パウエル議長は11月のFOMCで、IOERの追加的な調整が適切である可能性を指摘しており、こちらも市場予想通りの内容である。

声明文では経済の下振れリスクを強調も、利上げ継続見通しを維持

今回公表された声明文の内容を確認すると、経済の現状認識については、前回声明文のままほぼ据え置かれた。変更点は、失業率に関する文言が従来の「低下した」から「低いままである」へと変更されたのみであり、経済全体としては「労働市場の改善が続き、経済活動は力強いペースで拡大している」という判断が据え置かれた。

経済見通し、金融政策運営方針に関する部分についても、基本的な見方は変わっておらず、経済の拡大、力強い労働市場、2%近傍のインフレ率の上昇が続くという見方が維持された。声明文公表後の記者会見でも、パウエル議長は2019年の経済に強気の見通しを持っていることを繰り返し強調した。ただし、経済見通しのリスクは、従来通り「概ねバランスしている」としつつも、「世界経済と金融市場の動向を注視し、その経済見通しに対するインプリケーションを見極めていく」という一文が追加されており、経済の下振れリスクがやや強調される形となったと言える。

一方、11月のFOMCの議事要旨で、変更が検討されていることが明らかとなっていた、「さらなる緩やかな利上げ（further gradual increases）」の文言は変更されなかった¹。また同様に11月のFOMCで議論された、政策判断において経済指標がより重視されることを強調するような文言も今回の声明文では付け加えられなかった。

¹ 厳密には前回声明文の“further gradual increases”に“some”の一語が加えられ、“some further gradual increases”へと変更されている。

経済見通し、インフレ見通しはいずれも小幅に引き下げ

今回公表された FOMC 参加者による経済見通しを見ていくと、実質 GDP 成長率見通し（10-12 月期前年比、中央値）は、2018 年末見通しが前回見通し（2018 年 9 月）の前年比+3.1%から、同+3.0%へと下方修正された。また、2019 年末についても、前回見通しの同+2.5%から同+2.3%へと引き下げられている。これは声明文における下振れリスクへの言及に対応したものと考えられる。ただし、下方修正されつつも 2019 年の成長率は、長期見通し（=潜在成長率見通し）の+1.9%（前回見通しは+1.8%）を上回っており、これが経済見通しに対して強気であるというスタンスが強調された要因と考えられる。2020 年末見通しは同+2.0%、2021 年末見通しは同+1.8%と前回見通しから変わらず、中央値ベースでは 2021 年には潜在成長率を下回る成長へと鈍化する見通しとなっている。

失業率の見通し（10-12 月期平均値）については、2018 年末が 3.7%、2019 年末が 3.5%と前回見通しから据え置かれる一方、2020 年末が 3.6%、2021 年末が 3.8%と、それぞれ+0.1%pt 引き上げられた。2019 年末を底にして、2020 年、2021 年は失業率が徐々に上昇していくものの、それでも長期見通しの 4.4%を下回る推移が続くという見通しが示されている。なお、長期見通し（=自然失業率）については、前回見通しの 4.5%から 4.4%へと引き下げられた。

インフレ率の見通しについては、前回見通しからわずかに引き下げられた。食品、エネルギーを除くコア PCE（個人消費支出）価格指数（10-12 月期前年比）は、2018 年から 2021 年の全てで前回見通しから▲0.1%pt ずつ下方修正されたが、これは GDP 成長率見通しの下方修正、および失業率見通しの上方修正に対応したものと考えられる。ただし、それでも声明文で言及された通り、2%近辺での安定的な推移が見込まれているという点については大きく変わっていない。食品、エネルギーも含む PCE 価格指数に関して、2018 年は同+1.9%（前回見通し：同+2.1%）とコア PCE 価格指数よりも大きく下方修正されたが、これは足下の原油価格の低下などを反映したものと考えられる。

図表 1 FOMC 参加者による経済見通し

(単位：%)		中央値					大勢見通し									
		2018	2019	2020	2021	長期	2018		2019		2020		2021		長期	
							下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質 GDP 成長率 (4Qの前年比)	18年12月	3.0	2.3	2.0	1.8	1.9	3.0	3.1	2.3	2.5	1.8	2.0	1.5	2.0	1.8	2.0
	18年9月	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8	3.0	3.2	2.4	2.7	1.8	2.1	1.6	2.0	1.8	2.0
失業率 (4Qの平均)	18年12月	3.7	3.5	3.6	3.8	4.4	3.7		3.5	3.7	3.5	3.8	3.6	3.9	4.2	4.5
	18年9月	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5	3.7		3.4	3.6	3.4	3.8	3.5	4.0	4.3	4.6
PCE 価格上昇率 (4Qの前年比)	18年12月	1.9	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8	1.9	1.8	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	
	18年9月	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2	2.0	
コア PCE 価格上昇率 (4Qの前年比)	18年12月	1.9	2.0	2.0	2.0	-	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	-	-
	18年9月	2.0	2.1	2.1	2.1	-	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2	-	-

(注) 大勢見通しは上位・下位 3 名を除いた数値。

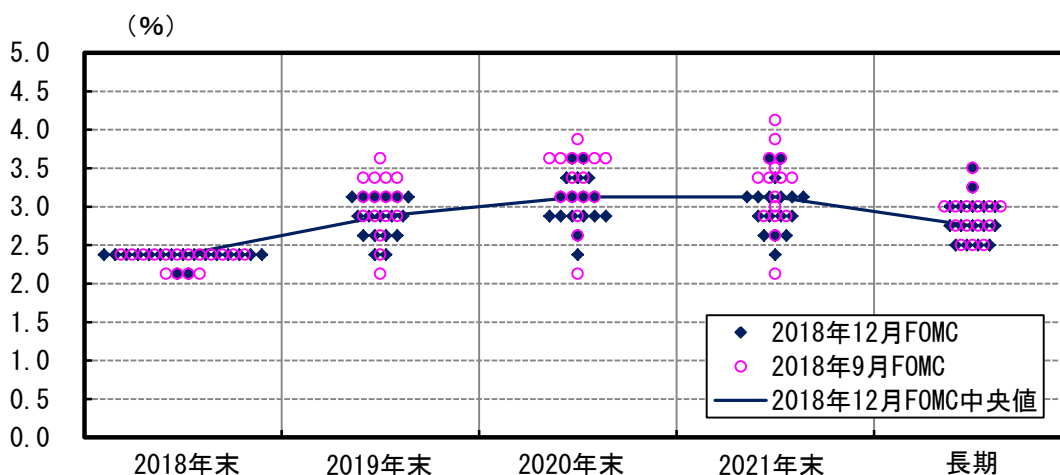
(出所) FRB より大和総研作成

ドットチャートは下方修正も、政策スタンスは大きくは変わらず

今回の FOMC における最大の注目点であった、FOMC 参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）では、2019 年末の中央値は 2.875%と、前回見通しの 3.125%から▲0.250%pt 低下した。また、2020 年末、2021 年末はいずれも 3.125%となり、これらもそれぞれ前回見通しから▲0.250%pt 低下している。利上げペースに注目すると、2019 年は 2 回、2020 年は 1 回の利上げを見込んでいることになり、前回見通し（2019 年：3 回、2020 年：1 回）よりも緩やかな利上げペースが示された。

だが、注意が必要なのは、FOMC 参加者による中立金利見通しである、FF 金利の長期見通しの中央値も、前回見通しの 3.000%から 2.750%へと▲0.250%pt 引き下げられていることである。パウエル議長が会見で強調したように、中央値が必ずしも正しく FOMC 参加者のコンセンサスを反映しているわけではない点には留意が必要だが、少なくとも中央値ベースでは中立金利を上回る水準まで利上げを続けるという政策スタンス自体は変化していないと解釈できる。

図表 2 ドットチャート



(注) ドットチャートの長期見通しについては、2018年9月、2018年12月ともに1名が未提出。
(出所) FRB より大和総研作成

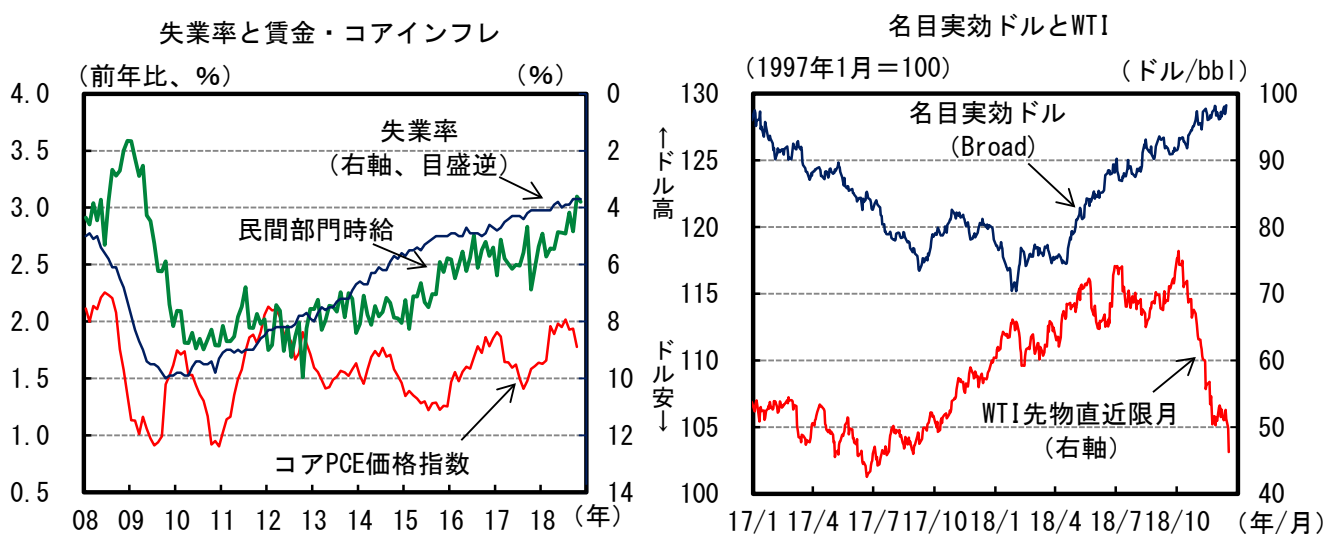
金融政策の先行きはより経済指標次第に

今回、利上げを決定したことで、政策金利は FOMC 参加者の中立金利見通しの下限に到達しており、FRB は今後、これまで以上に利上げの決定に慎重にならざるを得ないだろう。ドットチャートでは、2019 年に 2 回の利上げが見込まれる結果となったが、これはあくまで経済が FOMC 参加者の見込む通りに推移したと仮定した際の金利パスにすぎず、実際の景気動向を見極めつつ金融政策運営を行っていくことになる。金利正常化に一定の目途が立つ中、FOMC 参加者内では政策決定に際して経済指標の重要性が高まっていることが既に共有されており、ドットチャートの重要性は低下している。

2019 年にとりわけ注視が必要と考えられるのは、インフレ率の動向である。労働需給のひっ

迫を背景とした、賃金・インフレ上昇圧力が強まる半面、足下の原油価格の大幅な下落とドル高の進展は、インフレ率の下押し要因となる可能性が高い。市況要因によるインフレ率の押し下げは、あくまで一時的なものとして判断される可能性があるが、インフレ率の変動のうち明確に市況要因のみを取り出すことは困難である。経済指標の重要性が増す中、原油価格下落やドル高によってインフレ率が減速すれば、一部の FOMC 参加者が追加利上げに対して慎重になる可能性があるだろう。

図表3 失業率と賃金上昇率、名目実効ドルと WTI



(出所) BLS、FRB、EIA、Haver Analytics より大和総研作成

なお、2019年のFOMCの投票権を確認すると、輪番制による地区連銀総裁の投票権は、エバンズ・シカゴ連銀総裁、ローゼングレン・ボストン連銀総裁、ブラード・セントルイス連銀総裁、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁の4名が持つことになる。FOMC参加者の中でもタカ派傾向が強いことで知られるジョージ総裁が加わる一方で、ブラード総裁については以前から利上げサイクルの停止を主張しておりハト派傾向が強い。2018年に比べて、FOMC参加者の意見は二極化が進むとみられ、コンセンサスの形成が難しくなることが想定される。

他方、現在2つの空席があるFRB理事に関して、トランプ大統領はカーネギー・メロン大教授であるマービン・グッドフレンド氏、および元FRB金融安定局長（現在はブルッキングス研究所シニアフェロー）のネリー・リャン氏を指名しており、議会で承認され次第、FOMCに参加することになる。両者の金融政策スタンスは現時点ではっきりしていないが、両者が加わることによってFOMC参加者内のパワーバランスが2019年中にも変わる可能性がある点には注意が必要である。