

2019年12月12日 全6頁

FOMC 政策金利は予想通り据え置き

2020年以降の金融政策の注目点：新たな金融政策の枠組みと FOMC における投票権

ニューヨークリサーチセンター
研究員 矢作 大祐

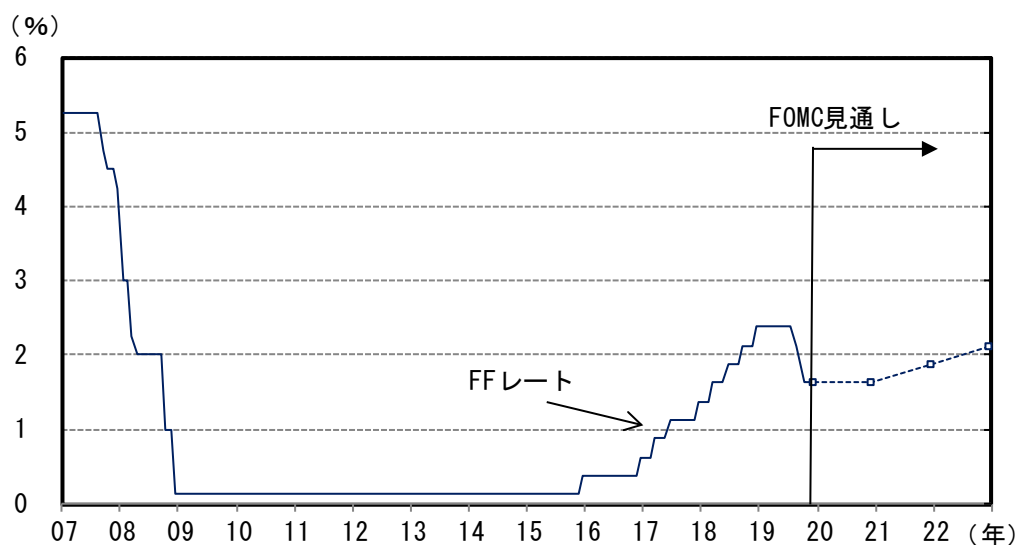
[要約]

- 2019年12月10・11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、1.50-1.75%と前回から据え置いた。今回の決定自体にサプライズはない。
- 今回公表された声明文において、経済の現状認識は前回と同様の表現で据え置かれた。他方で、経済見通しに関しては不確実性に関する文言が削除された。不確実性の推移に関して FRB が注意を払っていくということに変わりはないものの、予防的利下げからより距離を置いたと考えられる。
- 今回の FOMC での最大の注目点であった FOMC 参加者の FF 金利の見通し（ドットチャート）に関しては、2020年は政策金利の据え置きという見立てが多かった。2021年以降は、緩やかなペースで利上げが行われるとの見通しが示された。
- 2020年以降の金融政策を考える上での注目点は、新たな金融政策枠組みである。現在検討されているメイクアップ戦略やレンジ化といった新たなインフレ目標は、現状維持バイアスが働きやすく、利上げ可能性を左右するだろう。
- 2020年の FOMC 投票権も注目点である。輪番制による地区連銀総裁の投票権を見ると、2020年はタカ派が減少する見込みである。また、承認されるかは予断を許さないものの、新理事候補2名はハト派である。もし承認されれば、金融緩和バイアスの高まりに留意する必要があるだろう。

政策金利は全会一致で据え置き、サプライズなし

2019年12月10・11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、1.50-1.75%と前回から据え置いた。予防的利下げを決定した7月・9月・10月は意見が分かれたものの、今回のFOMCは全会一致であった。CME（シカゴ・マーカントイル取引所）が算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によれば、12月10日時点で97%が今回のFOMCにおいて据え置きを予想していたため、今回の決定自体にサプライズはない。

図表1 FFレート（中央値）の推移



(注) FOMC見通しは、12月のFOMC時点。

(出所) FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

経済の現状認識は据え置きも、「不確実性」は削除

今回公表された声明文において、経済の現状認識は前回と同様の表現で据え置かれている。「労働市場は力強いままであり、経済活動は緩やかなペースで拡大している」という全体の評価の下、個別項目のうち設備投資、輸出については「弱いままである」、個人消費は「力強いペースで拡大している」と判断が据え置かれた。インフレに関しても、「2%を下回っている」、インフレ期待はマーケットベースが「低いままである」、サーベイベースは「ほぼ変わっていない」と特段の変更はなかった。

他方で、経済見通しに関しては変更があった。「この行動は経済活動の持続的な拡大と力強い労働市場、そして対称的な目標である2%付近でのインフレ率の推移が最も可能性の高い判断であることをサポートするが、こうした見通しへの不確実性は残ったままである」という10月の表現は、「委員会は足元の金融政策のスタンスが経済活動の持続的な拡大と力強い労働市場、そして対称的な目標である2%付近でのインフレ率の推移を達成する上で適切である」と変更され、不確実性に関する文言が削除された。こうした経済見通しの下、フォワードガイダンスに

関しては、10月の「FF レートの誘導目標レンジの将来の道筋を検証するにあたり、入手した情報が経済見通しに与える示唆を引き続き注視する」から、「FF レートの誘導目標レンジの将来の道筋を検証するにあたり、世界的な動向と落ち着いたインフレ圧力を含めて、入手した情報が経済見通しに与える示唆を引き続き注視する」へと変更された。

声明文発表後のパウエル FRB 議長による記者会見で、不確実性に関する文言が削除されたことについて記者が質問したところ、パウエル議長は足元の金融政策が適切である中で「世界的な動向と落ち着いたインフレ圧力」という文言に不確実性を含ませたと説明し、不確実性自体は消え去っていないと答えている。また、パウエル議長は、「我々の金融政策のスタンスを変える上で、我々の見通しを変更させる事態の発生が必要」と、前回の FOMC と同様の表現を繰り返した。

パウエル議長の説明を踏まえれば、前回の FOMC に引き続き、不確実性の推移に関して FRB が注意を払っていくということに変わりはないだろう。しかし、新 NAFTA (USMCA) に関する修正の合意や米中通商交渉の歩み寄りといった状況の改善が見られる中、不確実性という 7 月・9 月・10 月の FOMC における予防的利下げと密接に関連していた文言を削除し、予防的利下げからより距離を置いたとも考えられよう。

経済見通しは失業率を下方修正（改善）

FOMC 参加者による経済見通し（中央値）に関しては、実質 GDP 成長率の見通しは 9 月の FOMC から据え置かれた。他方で、失業率の見通しに関しては、いずれの年も下方修正（改善）された。足元の失業率が歴史的低水準で推移する中、FOMC 参加者は見通しを下方修正（改善）したと考えられる。また、失業率の長期見通し（≒自然失業率）に関しても、4.1%と 9 月の FOMC での 4.2%から下方修正（改善）された。

失業率の長期見通しの引き下げは、2019 年の 3 度にわたる予防的利下げとの整合性をとる意味があると考えられる。足元の失業率が自然失業率を大きく下回り、労働環境のタイト化を示唆する一方で、インフレ率は低位安定的に推移しており、フィリップスカーブのフラット化が注目されていた。こうした中、パウエル議長は 11 月の講演の中で、自然利子率（緩和的でもなく、引き締めのでもなく景気に中立的な状態にある実質利子率）や自然失業率の低下が、現在のやや低めに設定された FF 金利水準が適切であることの根拠の一つであると指摘していた¹。今回の失業率の長期見通しもこうしたパウエル議長の説明に沿ったものと言えよう。

また、足元のコア PCE 価格上昇率が低位で推移する中、2019 年 10-12 月期のコア PCE 価格上昇率（10-12 月期の前年比）も 1.6%と 9 月の見通し（1.8%）から下方修正されている。2020

¹ なお、FRB や民間エコノミストが推計した自然利子率の平均値及び自然失業率の平均値は、2018 年末から足元までの期間で自然利子率が 0.3%pt、自然失業率が 0.2%pt 低下した。こうした自然利子率と自然失業率の低下は、テイラールールに基づけば 0.5%pt の利下げと整合的であると説明している。Jerome H. Powell (2019), "Building on the Gains from the Long Expansion," (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20191125a.htm>) を参照。

年以降はインフレ目標である 2.0%に向かって上昇していくという構図に変わりはない。

図表 2 FOMC 参加者による経済見通し

(単位：%)		中央値					大勢見通し									
		2019	2020	2021	2022	長期	2019		2020		2021		2022		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)	19年12月	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1	2.2	2.0	2.2	1.8	2.0	1.8	2.0	1.8	2.0
	19年9月	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1	2.3	1.8	2.1	1.8	2.0	1.7	2.0	1.8	2.0
失業率 (4Qの平均)	19年12月	3.6	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5	3.6	3.5	3.7	3.5	3.9	3.5	4.0	3.9	4.3
	19年9月	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2	3.6	3.7	3.6	3.8	3.6	3.9	3.7	4.0	4.0	4.3
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	19年12月	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.4	1.5	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.2	2.0	
	19年9月	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5	1.6	1.8	2.0	2.0		2.0	2.2	2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	19年12月	1.6	1.9	2.0	2.0		1.6	1.7	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.2		
	19年9月	1.8	1.9	2.0	2.0		1.7	1.8	1.9	2.0	2.0		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 2020 年まで据え置き、2021 年以降に緩やかに利上げ

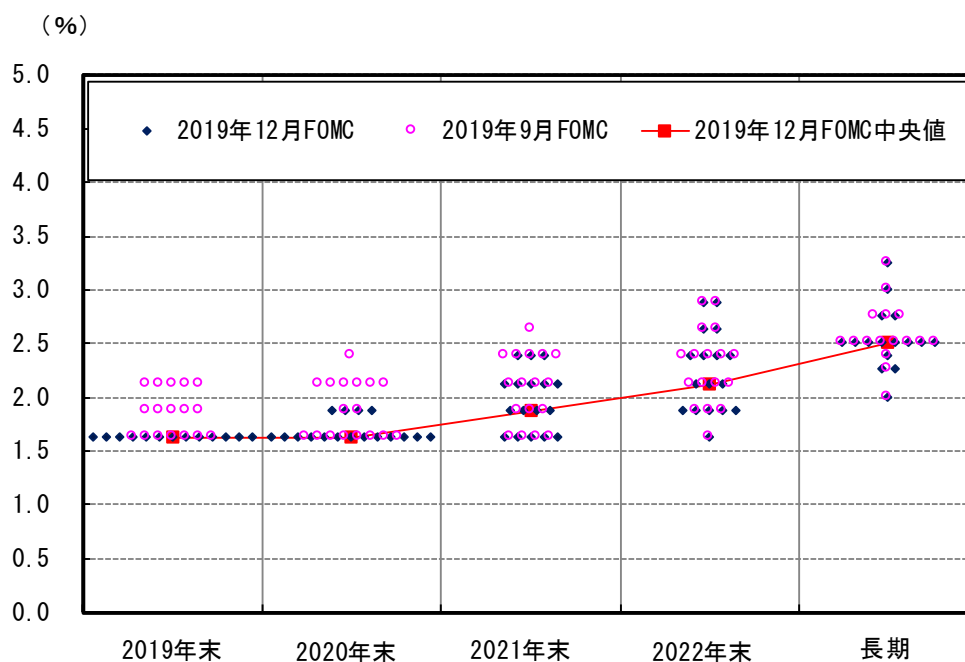
今回の FOMC での最大の注目点は、FOMC 参加者の FF 金利の見通し（ドットチャート）であった。①2020 年以降の政策金利の変更可能性、②中立金利（FOMC 参加者による FF 金利の長期見通し）の水準修正が焦点であった。

①に関して、2020 年末の中央値は 1.625%と 2019 年から据え置きとなり、市場参加者にとってサプライズはなかった。2021 年以降に関しては、2021 年末の中央値が 1.875%、2022 年末の中央値が 2.125%となった。2021 年、2022 年ともに 1 回ずつ利上げを実施するという想定である。

ドットチャートの形状を見ると、2020 年に関しては 17 名中 13 名が現状から据え置きとの見立てである。2021 年に関しては、現状据え置きが 5 名、1 回分の利上げが 4 名、2 回分の利上げが 5 名、3 回分の利上げが 3 名と分かれている。ただし、大勢見通し（上位・下位 3 名を除いた数値）は、9 月のドットチャートでは 2021 年は 1.6%-2.4%であったのに対し、12 月は 1.6%-2.1%と見通しのレンジが縮小した。9 月のドットチャートは、9 月・10 月の FOMC の利下げが決まる前の数値であることから幅をもって解釈すべきだが、12 月のドットチャートは 2021 年に利上げが行われたとしても緩やかなペースになることを示唆していると言えよう。

②に関しては、中立金利の水準は 2.5%と 9 月の FOMC での長期見通しから据え置かれた。他方で、ドットチャートの形状を見ると、2.5%未満との見方が 4 名と、9 月の 3 名から増加した。前述の通り、パウエル議長による自然利子率と自然失業率の低下が現在のやや低めに設定された FF 金利水準が適切であることの根拠であるとすれば、今回の FOMC で 2.5%未満の人数が増加したということは、将来にわたって FF 金利水準を低いままで維持すべきという見方の FOMC 参加者が増えたことを意味するだろう。

図表3 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、2019年9月、2019年12月ともに1名が未提出。
 (出所) FRB より大和総研作成

2020年以降の金融政策の注目点：新たな金融政策の枠組みと新理事の承認

今回のFOMCの声明、経済見通し、ドットチャートを踏まえれば、2020年は政策金利を維持することがFOMC参加者の見立てである。ただし、パウエル議長は記者会見で「我々の見通しを変更させる事態が発生した場合には、状況に応じて対応する。金融政策にあらかじめ決まった道筋はない」と繰り返したように、見通しを変更させる事態の発生があれば、利上げも利下げもありうるということに変わりはない。

利上げに関しては、パウエル議長が記者会見で述べたように、インフレ率の上昇とその継続がトリガーとなる。しかし、パウエル議長の記者会見で、記者からFOMCの参加者のインフレ率の見通しが2021年の10-12月期に2%に到達するだけであり、2%以上まで上昇していない中で、利上げをするのはなぜかという質問があった。パウエル議長は、インフレ率の引き上げが難しいことを認める一方で、目標値がある中でその目標値に収斂するような見立てを設定すると説明している。また、2021年以降の経済状態に関して誰も正確な予測はできないとも指摘している。つまり、2021年以降の利上げも既定路線とは捉えるべきではないだろう。

また、インフレ目標の達成と利上げの蓋然性は、FRBが現在検討している新たな金融政策の枠組み次第となろう。新たなインフレ目標としては、一時的な目標未達分をその後の超過分で埋め合わせるメイクアップ戦略（一定の物価水準を目標に置くインフレ水準目標や、一定期間の平均インフレ率が一定の伸び率になることを目標とする平均インフレ目標など）、インフレ目標値に幅を持たせるインフレ目標のレンジ化などがある。

メイクアップ戦略では、インフレ率が既存の目標である 2%を超えても過去の未達分を埋め合わせるまで政策の変更は猶予され得る。また、インフレ目標のレンジ化も既存の目標の 2%を超えてもそのレンジ内に入っていれば、金融政策は維持されるだろう。こうした新たなインフレ目標が導入されれば、既存のインフレ目標よりも現状維持バイアスが働きやすい可能性があるといえる²。こうした新たな金融政策の枠組みは、今後の利上げ可能性を左右する要因として注目されよう。

利下げに関しては、声明文における不確実性の削除ということ踏まえれば、ハードルは高い。パウエル議長は記者から米中通商交渉が破談に終わった場合の経済に対する悪影響や FRB の対応策について質問された際、仮定についてあれこれと推測したくないと一蹴している。また、通商交渉に関するニュースに反応しないように努めているとも答えている。しかし、パウエル議長も認めるように不確実性自体は消えておらず、2019 年 5 月以降のように追加関税等を契機に市場参加者による FRB への利下げ期待が高まれば、利下げの蓋然性も大きく変わり得る。とりわけ、12 月 15 日に実施予定の対中追加関税第四弾リスト B は先送りされるとの見立てが多いが、こうした予想が覆されれば FRB への利下げ期待を高めることになるだろう。

そして、FOMC の投票権を踏まえれば、FOMC におけるハト派傾向が強まる可能性もある。輪番制による地区連銀総裁の投票権は、2019 年のエバンス・シカゴ連銀総裁、タカ派のジョージ・カンザスシティ連銀総裁、ローゼングレン・ボストン連銀総裁、ハト派であるブラード・セントルイス連銀総裁から、2020 年のメスター・クリーブランド連銀総裁、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁、カプラン・ダラス連銀総裁、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁へと移る。メスター・クリーブランド連銀総裁は相対的にタカ派、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は相対的にハト派、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁、カプラン・ダラス連銀総裁は中道派とされる。2019 年に比べて、2020 年はタカ派が 1 名減少することになる。

また、現在空席である FRB 理事に関して、トランプ大統領はジュディ・シェルトン欧州復興開発銀行 (EBRD) 米国理事と、ブラード・セントルイス連銀総裁の部下のクリストファー・ウォラー執行副総裁を候補者として挙げており、いずれもハト派とされる。FRB に対して更なる利下げを要求しているトランプ大統領にとっては、金融緩和を推進するハト派的な候補者を推挙したいという思惑があるだろう。こうした候補者が理事として議会で承認されるか否かは予断を許さないが、もし承認されれば投票権を保有する FOMC 参加者のうちハト派が多くなり得る。2020 年は金融緩和バイアスの高まりにも留意しておく必要があるだろう。

² 10 月末にニューヨーク・ワシントンで政府機関、金融機関、メディア等にヒアリングした際に、新たなインフレ目標は緩和的な金融政策を維持することは容易になる一方で、今後 2-3 年後に利上げフェーズに至っても利上げは難しくなるとの指摘があった。大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐・鳥毛拓馬 (2019) 「米国ヒアリング報告：経済・金融の注目点は？」(2019 年 11 月 28 日付レポート) (https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20191128_021157.html) を参照。