

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

12 月 FOMC～政策金利は据え置き、当面は様子を見る意向を示す

【要旨】

- ☆ 連邦公開市場委員会（FOMC）は本日の定例会合で、広く予想されていた通り、政策金利の誘導目標レンジを 1.5%～1.75% で据え置いた。政策金利は 7 月から 10 月にかけて 3 会合連続で引き下げられてきたため、据え置きは 6 月以来である。採決は全会一致だった。
- ☆ パウエル FRB 議長の FOMC 後の記者会見は前回 10 月と概ね同内容で、当面は政策金利を据え置いて様子を見る意向であることを示唆した。
- ☆ 今後利上げを実施する可能性については、前回同様「個人的な見解だが、利上げの前にはインフレ率の大幅且つ持続的な上昇を目にしたい」と述べている。また、今年行った利下げの類似例としてパウエル議長が指摘してきた 1995 年（～96 年）と 1998 年はその後に利上げに転じているが、「長期にわたる景気拡大の途中で若干の利下げが必要になった点は同じだが、経済構造で当時と現在には大きな違いがある。現在は失業率が半世紀ぶりの低水準にあるなかでもインフレ率が加速していない」等と述べており、短期的に利上げに転じるハードルが高いことを強調したと解釈できる。
- ☆ 一方、今後利下げを再び実施する可能性については、発表された政策金利見通しで更なる利下げを予想する FOMC 参加者がいなかったためか、本日の記者会見ではやり取りが少なかった。利下げを再び実施するケースとしては例えば、①「政治・政策・地政学要因（米中通商摩擦の再激化、来年 11 月の大統領選挙の予想外の展開等）により景気の先行きに対する不透明感が予想以上に強まり、且つ株式市場等の金融市場の動揺も招く」、②「インフレ率が一段と下振れる」、③「FRB が現在行っている金融政策運営の枠組みの再検証の結果、FRB の政策運営スタンスがハト派方向へ変化する」等が挙げられそうである。

政策金利を据え置き

連邦公開市場委員会（FOMC）は本日の定例会合で、広く予想されていた通り、政策金利の誘導目標レンジを 1.5%～1.75%で据え置いた。政策金利は 7 月から 10 月にかけて 3 会合連続で引き下げられてきたため、据え置きは 6 月以来である。採決は全会一致だった。

FOMC 声明文における景気・物価の現状判断は前回と同一

FOMC 声明文における景気の現状判断は前回と同一だった。総括部分は「労働市場は引き続き力強く、経済活動は緩やかな（moderate）ペースで拡大してきた」とされ、労働市場については「雇用者数の増加ペースは均してみると堅調で、失業率は低位にとどまっている」、経済活動の内訳は「個人消費は力強いペースで増加したが、設備投資と輸出は引き続き弱い」とされた。

物価の現状判断も前回から不変で、総合インフレ率と食品・エネルギーを除いたインフレ率（前年比）は「2%を下回っている」とされ、インフレ期待については、金融市場から観察されるブレイク・イーブン・インフレ率は「引き続き低位」、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」とされた。

金融政策の判断部分では「見通しに対する不確実性は依然残る」との文言を削除

金融政策の判断部分では「金融政策の現在のスタンスは、持続的な経済活動の拡大、力強い労働市場の状態、対称的な^{（注 1）} 2%の目標近くでのインフレ率の推移をサポートするために適切であると判断している」とされ、前回まで記載されていた「見通しに対する不確実性は依然残る」との文言は削除された。

今後については、「政策金利誘導目標レンジの適切な道筋を判断するに際し、世界経済の動向やインフレ圧力の弱さを含め、今後入手される情報から得られる経済見通しに関する示唆を引き続き観察する」とされ前回同様の方針が示された。

（注 1）インフレ率が 2%目標を挟んで上下に振れることが許容されること。

FOMC 参加者の経済予測では、失業率が改善方向へ遷移

3 ヶ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測（中央値）は、主に失業率が変化した。実質 GDP 成長率は前回（9 月時点）に比べて何れの期間も不変だった（次頁第 1 表）。失業率は 2019 年が 0.1%ポイント、2020 年が 0.2%ポイント、2021 年が 0.2%ポイント、2022 年が 0.2%ポイント、中長期が 0.1%ポイント夫々低下（改善方向へ遷移）した。物価は、個人消費支出（PCE）インフレ率は何れの期間も前回から不変で、コア PCE インフレ率は 2019 年のみ 0.2%ポイント低下した。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2019	2020	2021	2022	中長期	2019	2020	2021	2022	中長期
実質GDP成長率	前々回（6月）	2.1	2.0	1.8	-	1.9	2.0 - 2.2	1.8 - 2.2	1.8 - 2.0	-	1.8 - 2.0
	前回（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
	今回（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
失業率	前々回（6月）	3.6	3.7	3.8	-	4.2	3.6 - 3.7	3.5 - 3.9	3.6 - 4.0	-	4.0 - 4.4
	前回（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
	今回（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
PCEインフレ率	前々回（6月）	1.5	1.9	2.0	-	2.0	1.5 - 1.6	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-	2.0
	前回（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
	今回（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
コアPCEインフレ率	前々回（6月）	1.8	1.9	2.0	-	-	1.7 - 1.8	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-	-
	前回（9月）	1.8	1.9	2.0	2.0	-	1.7 - 1.8	1.9 - 2.0	2.0	2.0 - 2.2	-
	今回（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	-

(注) 1. 『中心傾向』は上下夫々三つの予測値を除いたもの。

2. 『GDP』と『インフレ率』は第4四半期の前年同期比。『失業率』は各年第4四半期の平均値。

(資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

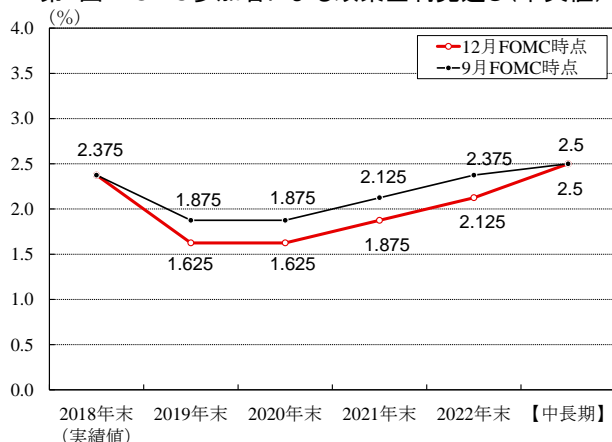
FOMC 参加者の政策金利見通しは下方に遷移

FOMC 参加者による政策金利（FF 金利）見通しは、中央値でみると、2020 年末が 1.625%、2021 年末が 1.875%、2022 年末が 2.125% となり前回（9 月時点）から夫々 0.25% ポイント低下した（第 1 図）。中立水準と捉えられる中長期は 2.5% で前回から不変だった。

また、政策金利見通しを平均値でみると、2020 年末は 1.684% で前回から 0.191% ポイント低下、2021 年末は 1.963% で 0.103% ポイント低下、2022 年末は 2.228% で 0.044% ポイント低下、中長期は 2.539% で 0.031% ポイント低下した（第 2 図）。

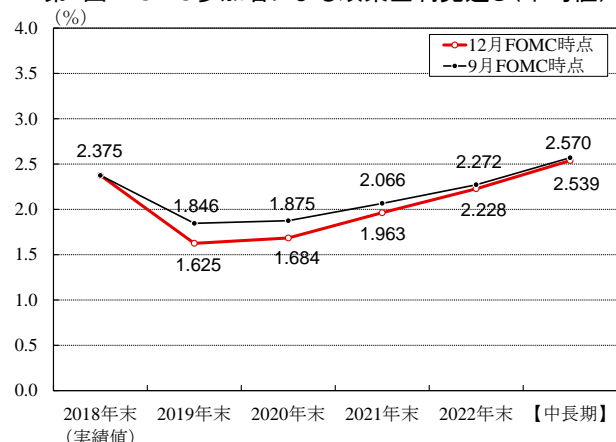
2020 年末の政策金利見通しを参加者個々にみると、現在と同じ政策金利水準を予想する参加者が 13 人、0.25% ポイント高い政策金利水準を予想する参加者が 4 人となっている。現在よりも低い政策金利水準を予想する参加者はいなかった。

第1図：FOMC参加者による政策金利見通し（中央値）



(資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：FOMC参加者による政策金利見通し（平均値）



(資料) FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

パウエル FRB 議長の FOMC 後の記者会見は前回 10 月と概ね同内容

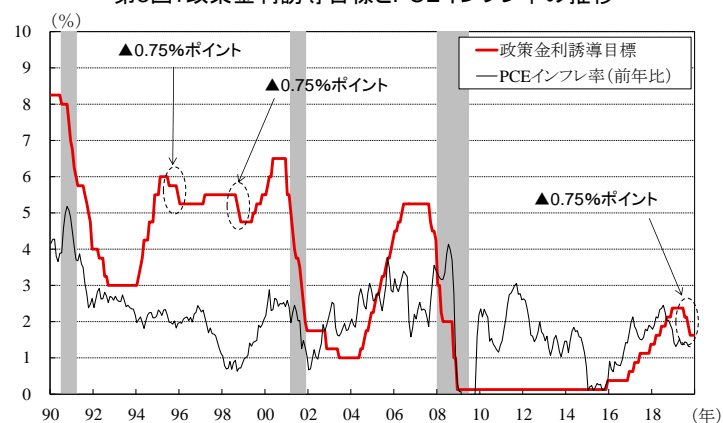
パウエル FRB 議長の FOMC 後の記者会見は前回 10 月と概ね同内容で、当面は政策金利を据え置いて様子を見る意向であることを示唆した。

今後利上げを実施する可能性については、前回同様「個人的な見解だが、利上げの前にはインフレ率の大幅（significant）且つ持続的な（persistent）上昇を目にしたい」と述べている。また、今年行った利下げの類似例としてパウエル議長が指摘してきた 1995 年（～96 年）と 1998 年はその後に利上げに転じているが（第 3 図）^{（注 2）}、「長期にわたる景気拡大の途中で若干の利下げが必要になった点は同じだが、経済構造で当時と現在には大きな違いがある。現在は失業率が半世紀ぶりの低水準にあるなかでもインフレ率が加速していない」等と述べており、短期的に利上げに転じるハードルが高いことを強調したと解釈できる。何れにしても利上げ判断の鍵を握るのはインフレ率とみられるが、足元のインフレ率を確認しておく、個人消費支出（PCE）インフレ率は直近 10 月に総合指数が前年比 +1.3%、コア指数が同 +1.6%であり、FRB が目標とする同 +2%を下回って低めで推移している。

一方、今後利下げを再び実施する可能性については、発表された政策金利見通しで更なる利下げを予想する FOMC 参加者がいなかったためか、本日の記者会見ではやり取りが少なかった。利下げを再び実施するケースとしては例えば、①「政治・政策・地政学要因（米中通商摩擦の再激化、来年 11 月の大統領選挙の予想外の展開等）により景気の先行きに対する不透明感が予想以上に強まり、且つ株式市場等の金融市場の動揺も招く」、②「インフレ率が一段と下振れる」、③「FRB が現在行っている金融政策運営の枠組みの再検証の結果、FRB の政策運営スタンスがハト派方向へ変化する」等が挙げられそうである。

（注 2）1995 年（～96 年）は最後の利下げから 14 ヶ月後、1998 年は 7 ヶ月後に夫々利上げを行っている。

第3図: 政策金利誘導目標とPCEインフレ率の推移



（注）2008年12月以降は誘導目標レンジの中間値。網掛け部分は景気後退期間。
（資料）FRB、米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（2019 年 12 月 11 日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp）

FOMC 声明文

前回(10月29日・30日)	今回(12月10日・11日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in September indicates that the labor market remains strong and that economic activity has been rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although household spending has been rising at a strong pace, business fixed investment and exports remain weak. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>景気・物価の見通し/金融政策 Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In light of the implications of global developments for the economic outlook as well as muted inflation pressures, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate to 1-1/2 to 1-3/4 percent. This action supports the Committee's view that sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective are the most likely outcomes, but uncertainties about this outlook remain. The Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook as it assesses the appropriate path of the target range for the federal funds rate.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p>投票結果 Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; and Randal K. Quarles. Voting against this action were: Esther L. George and Eric S. Rosengren, who preferred at this meeting to maintain the target range at 1-3/4 percent to 2 percent.</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in October indicates that the labor market remains strong and that economic activity has been rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although household spending has been rising at a strong pace, business fixed investment and exports remain weak. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>景気・物価の見通し/金融政策 Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <u>The Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1-1/2 to 1-3/4 percent. The Committee judges that the current stance of monetary policy is appropriate to support</u> sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective. The Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook, <u>including global developments and muted inflation pressures</u>, as it assesses the appropriate path of the target range for the federal funds rate.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p>投票結果 Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; <u>Esther L. George</u>; Randal K. Quarles; and <u>Eric S. Rosengren</u>.</p>

(注) 下線部分は前回からの変更箇所。
(資料) FOMC 資料より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.