



米国で予想通りの利上げ決定

来年の利上げ予想ペースは鈍化したものの、市場が期待したほどのハト派スタンスとはならず

2018年12月20日

- FOMCは0.25%の利上げを決定
- FOMC声明は前回声明から多少の変更にとどまったが、変更内容はいずれも、ハト派的（利上げペースを緩める可能性も示唆する変更）
- FOMCメンバーは堅調な経済見通しを見込むものの、若干、成長鈍化・インフレ圧力緩和方向に修正
- FOMCメンバーの2019年の利上げ回数の予想は、9月時点の3回から今回は2回に下方修正（一方、市場が見込む2019年の利上げはわずか1回）
- パウエル議長の会見では、FRBのバランスシートの縮小（保有有価証券の再投資額の減額）規模を現在の毎月500億米ドルで継続する方針を表明
- 金融市場では、期待したよりはハト派色が薄い（株安にもかかわらず、FRBの態度が淡々とし過ぎて、市場への配慮が感じられない）との見方から、株式市場が下落し、米国債利回りは低下、米ドルは下落幅を縮小

FOMCは0.25%の利上げを決定

12月18-19日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利誘導目標を0.25%ポイント引き上げ、2.25-2.50%のレンジとすることが決定されました。今年4度目の利上げとなります。

FOMC後に公表されたEconomic projection Materials（FOMCメンバーの予想をまとめた資料）では、メンバー予想の中央値として、①引き続き堅調な経済見通しが見込まれているものの、②数値は成長鈍化・インフレ圧力緩和方向に若干修正され、③2019年の利上げ回数の予想は、9月時点の3回から今回は2回（2019年末時点の政策金利水準が2.75～3.00%との予想）に下方修正されました（次ページの表1・2をご参照）。

FOMC後の会見で、ホワイトハウスからの緩和圧力について問われたパウエル米連邦準備理事会（FRB）議長は、政治的な配慮は政策決定に一切影響しないと答えたほか、現行の毎月500億米ドルのペースでFRBのバランスシートの縮小（保有有価証券の再投資額の減額）を続ける方針を表明しました。

最近の株安を受けて、FRBが金融政策スタンスをかなり緩和方向に修正するのではないかと期待が高まっていた金融市場では、今回のFOMCを受けて、株安、長期金利低下、米ドル買い戻しの反応が見られました。

表1 今回のFOMCメンバーの予想（中央値）

	2018年	2019年	2020年	2021年	長期平均
実質GDP成長率	3.0	2.3	2.0	1.8	1.9
失業率	3.7	3.5	3.6	3.8	4.4
コア・インフレ率	1.9	2.0	2.0	2.0	-
政策金利	2.4	2.9	3.1	3.1	2.8

出所：FRB資料をインベスコにて抜粋。2018年12月19日現在。各年10-12月期の水準（実質GDP成長率とコア・インフレ率は前年同期比）、単位：%、コア・インフレ率は食品とエネルギーを除いた個人消費支出（PCE）デフレーター、政策金利はFF金利誘導目標。黄色のハイライトは、前回予想から成長鈍化・インフレ圧力緩和方向に変更された数値。ピンク色はその逆。

表2 2018年9月時点のFOMCメンバーの予想（中央値）

	2018年	2019年	2020年	2021年	長期平均
実質GDP成長率	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
失業率	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
コア・インフレ率	2.0	2.1	2.1	2.1	-
政策金利	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0

出所：FRB資料をインベスコにて抜粋。2018年9月26日現在。各年10-12月期の水準（実質GDP成長率とコア・インフレ率は前年同期比）、単位：%、コア・インフレ率は食品とエネルギーを除いた個人消費支出（PCE）デフレーター、政策金利はFF金利誘導目標。

今回のFOMCを受けたインベスコの担当者の見解

ジェームズ・オング（インベスコ・フィクスト・インカム（IFI）シニア・マクロ・ストラテジスト）

- FOMCでは、声明にはそれほどの変更がありませんでしたが、ドット・チャートが引き下げられ、結果的に「短期的にはタカ派、長期的にはハト派」のメッセージが示されました。しかし、市場は明らかに「短期的にハト派」のメッセージを求めていました。FOMC声明では、「インフレ期待の低下」や「データ次第で政策を調整する」などといった市場を安心させるような文言への言及は一切ありませんでした。パウエルFRB議長は確かに会見で、ドット・チャートが金融環境のタイト化を反映して下方修正されたと発言しましたが、併せて言及した「インフレ・リスクが上下にバランスが取れている」との発言は、市場にとってそれほどの励ましとはなりません（FRBは過去8年間もインフレが目標に届いていなかったにもかかわらず、特に何もしてこなかったからです）。FOMCメンバーの予想は、成長、インフレ、政策金利のいずれも、9月時点から若干の下方修正にとどまりました。ただし、（株式市場がネガティブな反応を示した）FRBのバランスシート減額継続に関するパウエル議長の発言は、これを金融政策の手段には用いないだろうとの私たちの予想と整合的なものです。
- FOMC後の市場の反応を見る限り、イールドカーブがフラット化し、株価が下落し、（インフレ連動債から導かれる）ブレイクイーブン・インフレ率が低下するなど、今回のFOMCの決定は政策の誤りと解釈されたようです。
- 市場が現在織り込んでいる2019年の利上げは0.5%（0.25%×2回）未満であり、2020年には利下げが予想されています。しかし、こうした市場の予想に沿うような減速が経済データで見られるまで、FRBが見通しを変更することは期待しにくいですし、現在の経済データの堅調さに沿うように市場の予想が上振れすることも期待しにくいでしょう。私たちの2019年の経済成長に関するメイン・シナリオは、もともとコンセンサスよりも少し弱気なものであったため、現時点で変更の必要性は感じていませんが、もし金融環境がさらにタイト化するようであれば、予想を下方修正することになるでしょう。

ロブ・ワルドナー（IFI チーフ・ストラテジスト）

- 今回の決定は、リスク資産の安定化のため、その可能性ありと私たちが見込んでいた「"Fed Relent"（FRBによる安心）」シナリオとはまったく異なるものです。パウエル議長が、さらなる金利引き上げが適切だと思われると、ためらいもなく言い切ったことは、市場の期待から非常にかけ離れたことでした。
- 金融環境のタイト化は続き、「FRBプット」（景況感が悪化すればFRBが金融緩和という助け舟をだし、それによって資産価格の下落リスクが限定される様子をプット・オプションにと例えたもの）は、依然としてかなりの「アウト・オブ・ザ・マネー」（そのオプションが価値を全く有していない）状態といえます。現在のクレジットに慎重なスタンスを変更する理由はないでしょう。

一方で、肯定的な意見もあります。

クリスティーナ・フーパー（チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジスト）

- FRBは、政策金利を引き上げるものの、2019年についてはよりハト派的スタンスを示すという、市場が期待していたことを行いました。
- FRBは悲観的な見方に迎合したと受け取られるリスクを無視してまでハト派的スタンスを強めることはできなかったでしょうから、今回の決定はバランスに腐心した判断だったと言えます。この先、変更を加える（ハト派色を強める）余地はいつでもありますから、私は今回のFRBは適切なバランスを取ったと考えています。FRBは非常によい状態で2018年を締めくくったと言えるでしょう。
- 私は最近の市場ほど懸念を抱いてはいません。減速したとはいえ、景気の状態は依然として堅調で、米国が傑出しているとはいえ、他の国々の景気も相応に堅調です。リスクは確かに高まっていますが、私は引き続き緩やかな成長をメイン・シナリオに据えています。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「作成者」）がインベスコの他拠点の情報などを基に作成したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。作成には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会