

2024年12月19日

タカ派サプライズとなったFOMC、日銀も動けず



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

レポート要旨

FOMC：利下げは想定通りだが金利見通しの上方修正はサプライズ

12月17～18日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、FF金利の誘導目標が25bp（＝0.25%）引き下げられたのは市場予想通りでした。しかし、FOMC参加者が見通す2025年中の利下げ回数が、前回（9月）の4回から2回に縮小された点は大きなサプライズとなりました。FRBの金利政策は、これまでよりもペースを落として利下げを実施するという、新しい局面に入りました。

米国市場では、株価・債券価格が共に下落、ただし市場は早晩落ち着く公算

FOMCでのサプライズを受け、米国市場では、株価・債券価格が共に下落しました。今後については、数日間はボラティリティーが上昇する可能性があるものの、景気好調の下で企業業績の緩やかな拡大が見込まれる中では、株価下落が続く可能性は小さいと考えられます。

日銀は政策金利を維持—市場が動揺する中で利上げは先送り

日本銀行は、12月18～19日に開催された政策決定会合において、政策金利を維持する決定を行いました。グローバル市場が動揺する中、これは妥当な決定であったと考えられます。先行きについては、日本の景気が緩やかに拡大を続けるとみられる中、1月20日に就任するトランプ大統領が打ち出す新たな政策によってグローバル株価が大きく下落しない限り、2025年1月23～24日に予定される次回日銀会合で利上げが実施されると予想します。

※今週号の発行は12月20日を予定しておりましたが、市場の急変をうけ、1日早めてお届けいたします。

※本号が2024年の最終号となります。次号は2025年1月9日に発行する予定です。今年1年間のご愛読を感謝いたします。

FOMC：利下げは想定通りだが金利見通しの上方修正はサプライズ

12月17～18日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、市場の想定通り、FF金利の誘導目標が、前回見通し（3カ月前）の4.50～4.75%から、4.25～4.50%へと、25bp（=0.25%）引き下げられました。一方、FOMC参加者の2025年末のFF金利についての見通し（中央値）が、前回見通しの3.375%から、3.875%に上方修正された点は、金融市場にとって大きなサプライズとなりました（図表1）。これにより、2025年における想定利下げ回数（1回の利下げ幅を25bpとして計算）は、前回の4回から、一気に2回に減らされ、事前に市場で予想されていた3回を下回ることになりました。

パウエルFRB（米連邦準備理事会）議長は、記者会見において、2025年のFF金利見通しを上方修正した理由として、①9月、10月のインフレが上振れてしまい、インフレが足元で想定していたほど低下しなかったこと、②FOMC参加者の一部が、2025年1月に発足するトランプ政権による政策を見通しに反映させたこと一を挙げ、とりわけ①の要素が大きかったと述べました。②については、新政権の政策がまだ決まっていない以上、FOMCの見通しにはっきりと織り込むことはできないものの、政策がインフレに影響する不確実性が上昇したことで、利下げに対してより慎重な見通しになったとのことでした。

今回の記者会見で注目されるのは、金利政策が新しい局面を迎えたというパウエル議長の発言です。パウエル氏は、非常に高水準の政策金利の下、100bpにわたる利下げを積極的に実施してきたこれまでの局面から、これからは、景気へのリスクとインフレのリスクがバランスする中で、より慎重に利下げを進めていく局面になったと述べました。これは、9月会合以来続いてきた毎回の会合での利下げペースが、今後はインフレ情勢をみながらの、より緩慢なペースに変わっていくことを印象付ける発言だったと思います。

（図表1）FOMC参加者による政策金利・経済見通し（中央値）

指標	公表時点	(単位：%)					長期均衡水準
		24年	25年	26年	27年		
政策金利	24年3月	4.6	3.9	3.1			2.6
	24年6月	5.1	4.1	3.1			2.8
	24年9月	4.4	3.4	2.9			2.9
	24年12月	4.4	3.9	3.4	3.1		3.0
コアPCEデフレーター 上昇率	24年3月	2.6	2.2	2.0			
	24年6月	2.8	2.3	2.0			
	24年9月	2.6	2.2	2.0			
	24年12月	2.8	2.5	2.2	2.0		
実質GDP成長率	24年3月	2.1	2.0	2.0			1.8
	24年6月	2.1	2.0	2.0			1.8
	24年9月	2.0	2.0	2.0			1.8
	24年12月	2.5	2.1	2.0	1.9		1.8
失業率	24年3月	4.0	4.1	4.0			4.1
	24年6月	4.0	4.2	4.1			4.2
	24年9月	4.4	4.4	4.3			4.2
	24年12月	4.2	4.3	4.3	4.2		4.2

（注）政策金利はFFレートのレンジの中央値であり、年末の計数。実質GDP成長率、コアPCEデフレーター上昇率は各年の10-12月期における前年同期比。失業率は、各年の10-12月期における平均値。

（出所）FOMC資料よりインベスコ作成

米国市場では、株価・債券価格が共に下落、ただし市場は早晚落ち着く公算

当レポートでは、これまで、FRBによる2025年内の利下げ回数について2回になる可能性が高いという見方をご紹介してきましたが（「2025年のグローバル経済見通し」（当レポート11月28日号）をご参照ください）、これまでの金融市場ではインフレに対する見通しがやや楽観的過ぎたのではと思われま

す。FOMCによる2025年末のFF金利見通しが想定以上に上方修正されたことで、米国市場では、債券価格・株価は共に大きく下落しました。12月18日は、米10年国債金利が、4.51%と、前日の4.40%から大きく上昇しました。これは、今年5月2日以降で最も高い水準となります。一方、株式市場では、S&P500種指数の12月18日における終値が前日比で2.95%下落しました。テクノロジー関連銘柄は、米大統領選挙以降に他のセクターを上回るパフォーマンスを達成してきましたが、高値警戒感が出てきていたこともあり、ブルームバーグ・マグニフィセント7指数（この指数を構成するのは、エヌビディア、マイクロソフト、アルファベット、アップル、アマゾン・ドット・コム、メタ・プラットフォームズ、テスラです）の前日比下落率は、4.1%に達しました。

金融市場の動揺は、FF金利見通しの上方修正を受けた自然な動きであったと言えますし、今後2～3日はその余波で株式・債券市場のボラティリティが上昇する可能性があります。しかし、FF金利見通しの上方修正を織り込んだ後は、金融市場、特に株式市場は比較的速やかに落ち着きを取り戻す公算が大きいと見込まれます。今回のパウエル氏の記者会見では、米国景気が非常に堅調であるとの見方が示されました。FOMC参加者による2024年10-12月期の実質GDP成長率見通しは、前回の2.0%から今回は2.5%へと上方修正されましたが、これを基に2024年10-12月期の成長率を計算しますと、2.6%となり、潜在成長率をかなり上回る水準が想定されていることがわかりました。FOMC参加者による2025年10-12月期の前年同期比の成長率は前回の2.0%から今回は2.1%に上方修正されました。景気好調の下で企業業績の緩やかな拡大が見込まれる中では、株価下落が続く可能性は小さいと考えられます。

（図表2） S&P500種指数および米10年国債金利、金利先物市場に織り込まれた2025年末のFFレート推移



（出所）ブルームバーグよりインベスコ作成

日銀は政策金利を維持—市場が動揺する中で利上げは先送り

一方、日本銀行は、12月18～19日に開催された政策決定会合において、政策金利を維持する決定を行いました。会合2日目の早朝にFOMCの発表があり、米国株の下落を受けて日本株が下落する中での決定となったことから、日銀としては株価をさらに押し下げリスクを冒してまで利上げをする必要はなかったと判断できます。ただ、私は、経済ファンダメンタルズ（基礎的諸条件）面からは、今回の会合で利上げを実施しても問題なかったと考えています。2024年10月の毎月勤労統計では、フルタイム労働者の所定内給与が、実質ベースで前年比0.2%と、2022年1月以来、ほぼ3年ぶりにプラスとなりました（共通事業所ベース）。賃金がいよいよ実質ベースで有意に上昇する中、民間消費は緩やかに拡大しており、内需主導での成長率の底上げが視野に入ってきました。今回の日銀の声明文における景気の見方も、10月末に公表された展望レポートでの景気判断とほとんど変わりませんでした。前回の利上げからはほぼ5カ月も経過していることをふまえると、今回の会合で利上げが実施されていたとしてもおかしくなかったと考えられます。今回は、メディアによる事前の報道によって、日銀は利上げをしないとの見方が広く共有されていましたが、ひょっとしたら来年夏に実施予定の参議院選を前に政治面での配慮があったのかも知れません。

先行きについては、日本の景気が緩やかに拡大を続けるとみられる中、2025年1月23～24日に予定される次回会合では、その直前の1月20日に就任するトランプ大統領が打ち出す新たな政策によってグローバル株価が大きく下落しない限り、利上げが実施される可能性が高いと考えられます。とりわけ、今後、1月会合までに1ドル＝160円程度までの大幅な円安が進行する場合は、日銀が利上げを実施する可能性がさらに高くなると見込まれます。仮に1月に利上げが実施されない場合には、2025年春闘の第1次速報値が公表される直後の3月18～19日に開催される3月会合での利上げが視野に入ります。

為替市場では、FOMCの公表直前の1ドル＝153円台後半から、FOMC後には1ドル＝154円台後半へと円安が進行しました。日銀会合で利上げを実施しないとの判断が出ると、円は1ドル＝155円台前半へとさらに下落しました（日本時間で12月19日13:30時点）。円は前日と比べると対ドルで1.2%程度下落したことになります。実は、この下落率は、ユーロが同じく前日比でドルに対して1.2%程度下落したのと同程度でした。FOMC後からこれまでの動きは、世界的なドル高が進行する中、円は他の先進国通貨とほぼ同じ程度下落したと言えます。

他方、株式市場では、FOMC後の日経平均株価の前日比での下落率は0.7%弱（12月19日13:30時点）と、S&P500種指数に比べると下落幅は限定的でした。これは、為替市場で円安方向への動きが生じたことで、株安の動きが米国株に比べて抑制されたことによると考えられます。今後については、上で触れたように、米国株市場が早晚落ち着くのに合わせて日本株市場も落ち着いていく展開を予想します。

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
12月12日	2025年のグローバル金融市場見通し
11月28日	2025年のグローバル経済見通し
11月21日	トランプトレード後の日本市場
11月8日	(フラッシュレポート) 11月FOMC：ややハト派的
11月7日	トランプ氏勝利の市場インパクトと注目点
10月31日	日銀は利上げを見送り。先行きのポイントは？
10月24日	ユーロ圏：強まる景気減速圧力と金融政策対応
10月17日	中国とデフレ圧力カー(1)生成メカニズムと政策対応
10月10日	米景気への懸念が後退し、市場の局面が変化
10月3日	日本：金融市場から見た石破新政権
9月26日	中国：広範囲の金融緩和政策とその評価
9月19日	9月FOMC：利下げを開始。市場は複雑に反応
9月12日	日本：景気、株価が共に内需主導色を強める
8月29日	ドル円レートの先行きを考える
8月22日	戻ったものと、戻っていないもの—日米株市場を展望

当資料ご利用上のご注意

本書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、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書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。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆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。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

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