

## 米国 18年9月25、26日FOMC

～貿易戦争でも景気堅調を背景に利上げを決定、今後も漸進的な利上げの継続を示す～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
主任エコノミスト 桂畑 誠治(Tel:03-5221-5001)

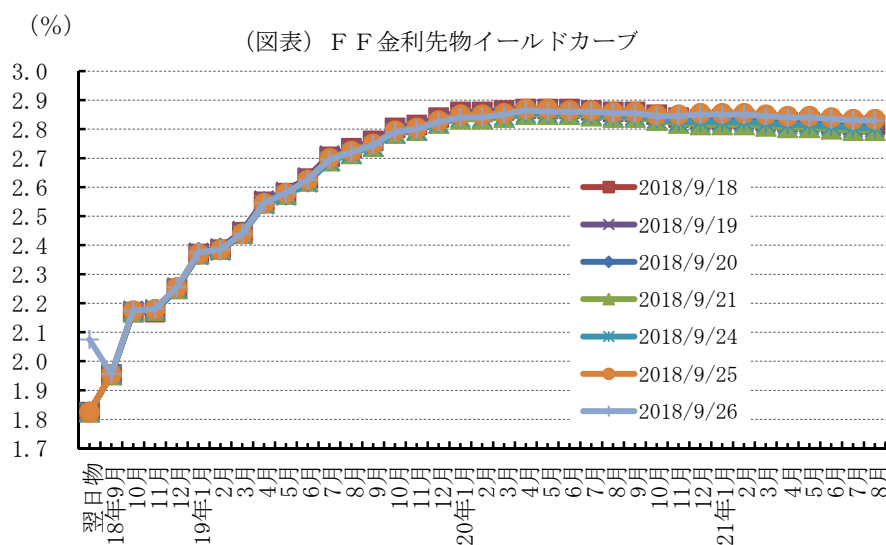
9月25、26日に開催されたFOMCで、FRBは予想通り政策金利であるFFレート誘導目標レンジを2.00～2.25%に引き上げることを全会一致で決定した(9人賛成)。一方、声明文や、FOMC参加者の経済・金利見通しの変更は限定的だった。声明文、FRB議長記者会見、FOMC参加者の経済・金利予想から、今後の金融政策の見方を変える材料はなかった。FF金利先物が織り込む利上げ回数は18年12月に1回、19年に2回と、声明発表前と変わらなかった。

ただし、声明文から金利水準が緩和的との文言が削除されたほか、2021年に利上げが行われぬとのFOMC参加者の見通しが公表されたため、これらに注目が集まった。声明文から今回「金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらにはいくらかの改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく」との文言が削除されたことについては、パウエルFRB議長は記者会見で「政策金利は依然緩和的である」と、政策金利が中立金利に達したとの見方を否定した。政策金利が中立金利を達成したときにこの文言を削除するよりも緩和的な水準の間に削除したほうが、計測の難しい中立金利の水準をめぐる金融政策スタンスの評価が金融市場の混乱を招くことを回避できると判断したためと考えられる。

また、FOMC参加者の金利見通しでは、今回追加された2021年の利上げが予想されていなかったため利上げが2020年に停止することを示唆していると評価されている。ただし、パウエル議長はこれまでと同様に経済見通しが変われば金利見通しも変わるうえ、経済見通しは良く変更されるとの見方を示しており、引き続き中長期の見通しに注目が集まることを回避しようと努めている。

今回のFOMC声明文では、現状・見通し判断で、景気・雇用・インフレの見方が変更されなかったほか、見通しのリスク判断は貿易戦争の本格化、ドル高にもかかわらず、概ね均衡しているとの見方が維持された。そして、金融政策については、雇用、インフレ目標が概ね達成されたなかで政策金利が緩和的な水準にあり景気が力強さを増しているものの、「さらなる緩やかなFF金利誘導目標の引き上げが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の維持、中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移するインフレ率と整合すると予想している」と、漸進的な利上げペースが適切との判断が維持された。経済成長が高まるなかでFRBは慎重な金融政策運営を継続する姿勢を示した。これらを勘案して、FRBは予想通り政策金利を引き上げた。

他方、17年10月に開始されたバランスシートの正常化計画に関しては、保有債再投資額の縮小額は、9月の米国債月額240億ドル、住宅ローン担保証券月額160億ドルから、10月に計画通り米国債月額300億ドル、住宅ローン担保証券月額200億ドルとなる。また、地区連銀から申請のあったプライマリ金利を25bp引き上げ2.75%とすることが全会一致で承認された。



声明文の詳細をみていく。総合判断は、4－6月期の実質GDP成長率が前期比年率+4.2%に加速したことを受け、今回「労働市場が強まり続け、経済活動は力強いペースで拡大していることを示している」との判断が維持された。

需要項目別では、家計支出と設備投資が「強い伸びとなった」と前回から変わらず、国内需要が強い伸びを続けているとの認識が示された。雇用判断は、8月の失業率が3.9%にとどまったことを受け今回「雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低いままだった」と前回から変更されず、雇用判断に変化はなかった。

インフレに関しては、PCEコアデフレーターが7月に前年同月比+2.3%、PCEコアデフレーターが同+2.0%と2%程度で安定していたことから、前回と同様に「前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%付近にとどまった」と、インフレが目標付近で安定していることを確認された。期待インフレについては前回と同様に「中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった」と判断は変更されず、物価統計の上振れが、期待インフレに影響していないとの見方が示された。

金融政策の見通しは、「委員会は、さらなる緩やかなFF金利誘導目標の引き上げが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の維持、中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移するインフレ率と整合すると予想している」とFRBの目標を達成するためには緩やかな利上げ継続が必要との判断を示した。また、経済見通しのリスクでは前回同様「経済見通しのリスクは概ね均衡している」と判断された。

今回の金融政策の決定については、「委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを2.00-2.25%に引き上げることを決定した」と前回「委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.75-2.00%に据え置くことを決定した」から、上述のような経済の現状、見通しに基づき政策金利の引き上げを決定したとの判断が示された。ただし、金融政策のスタンスについて「金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらなる改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく」との文言が削除された。

今後の金融政策を決定するうえでの判断材料は、「F F金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と対称的な2%のインフレ目標との比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する」とこれまでと全く変わっていない。

F R Bの金融政策の当社見通しは、今後18年12月、19年3月、6月に利上げが実施されるとの見方を維持する。今後の米国景気は貿易戦争の影響を受けるものの関税賦課のペースは当初想定されていたよりも時間をかけており、悪影響は徐々に顕在化しよう。トランプ政権は中間財や資本財への関税賦課によって企業にサプライチェーンの見直し圧力をかけているため、企業のコスト上昇圧力を一時的に強めるものの、関税賦課実施のペースの遅れで企業が対応する時間的余裕も若干生じている。また、現状では中間財への関税賦課が中心であるほか、法人税率引き下げなどで余力のある企業は競争力維持のため最終消費財への価格転嫁を抑制するとみられ、小売価格の大幅上昇は回避されよう。さらに、所得減税や歳出拡大等もあり、19年前半にかけて景気の拡大基調は変化しないと考えられ、労働市場は一段と逼迫すると予想される。このため、F R Bは18年12月、19年3月、6月のF O M Cで25bpの利上げを決定すると見込まれる。ただし、ドル高の継続による早い時期の景気減速のほか、株価が過剰なリスク回避の動きを強め、急落する場合には利上げを見送る可能性がある。

一方、7月のP C Eデフレーターが前年同月比+2.3%、P C Eコアデフレーターが前年同月比+2.0%とF R Bの目標に達しているが、昨年携帯サービス価格が大幅に下落したベース効果の影響が大きいほか、賃金の上昇ペースが緩やかなものとなっているため、四半期に1回程度の利上げペースを速める可能性は低い。

#### 【18年9月F O M CのS E P (the Summary of Economic Projections)】

F O M C参加者の新しい経済見通し(S E P : the Summary of Economic Projections)によると、F O M C参加者が税制改革、歳出拡大などの効果を見直す形で実質G D P成長率が18年0.3%p、19年0.1%p上方修正された。一方、失業率は18年だけ0.1%p上方修正されたが、21年にかけて労働市場の逼迫が続くとの見方になっている。

インフレ見通しは、P C Eデフレーターが19年0.1%p下方修正された以外は変更されなかった。F O M C参加者は労働市場が一段と逼迫する予想しているにもかかわらず、インフレ見通しは情報技術革新などにより安定を続けるとの見方を維持した。

(図表) F O M C参加者の経済金利予測：18年9月

	2018年		2019年		2020年		2021年		長期	
	中央値		中央値		中央値		中央値		中央値	
		前回		前回		前回		前回		前回
実質G D P	3.1	2.8	2.5	2.4	2.0	2.0	1.8		1.8	1.8
失業率	3.7	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.7		4.5	4.5
P C Eデフレーター	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1		2.0	2.0
P C Eコアデフレーター	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1			
F Fレート	2.4	2.4	3.1	3.1	3.4	3.4	3.4		3.0	2.9

(注) 実質G D P、P C Eデフレーター、P C Eコアデフレーターは10～12月期の前年同期比の伸び率。  
失業率は10～12月期の平均値。

## FOMC参加者の利上げ予想は19年3回、20年1回、21年ゼロ回

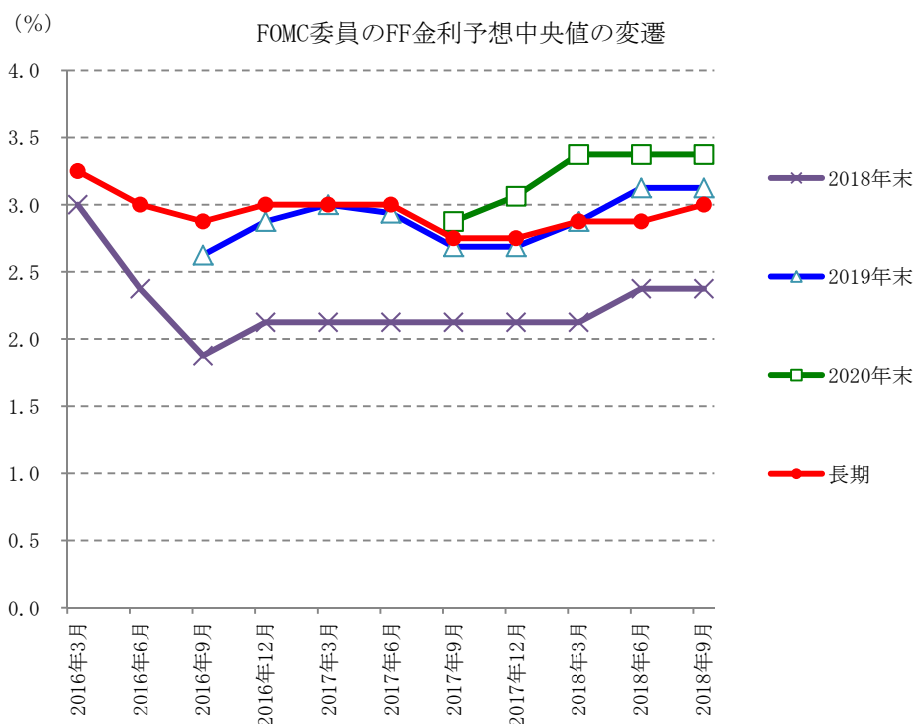
このようなファンダメンタルズの予測のもと、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測（中央値）は、18年末2.375%（前回6月2.375%）、19年末3.125%（前回3.125%）、20年末3.375%（前回3.375%）と変わらなかった。今回から加わった21年末の予測値は3.375%と20年末から据え置きが予想された。長期は3%と前回の2.875%から上方シフトした。

予測中央値が示す利上げ回数は6月と変わらず。18年4回、19年3回、20年1回、21年ゼロ回となった。

（図表）FOMC委員のFF金利予想中央値（%）

	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	長期
2018年9月	2.375	3.125	3.375	3.375	3.000
2018年6月	2.375	3.125	3.375		2.875
2018年3月	2.125	2.875	3.375		2.875
2017年12月	2.125	2.688	3.063		2.750
2017年9月	2.125	2.688	2.875		2.750
2017年6月	2.125	2.938			3.000
2017年3月	2.125	3.000			3.000
2016年12月	2.125	2.875			3.000
2016年9月	1.875	2.625			2.875
2016年6月	2.375				3.000
2016年3月	3.000				3.250

（出所）FRB資料より作成



F O M C 委員の F F 金利予想 (2018年6月)

(%)	18年末	19年末	20年末	長期
1.5				
1.625				
1.75				
1.875	2	1	1	
2				
2.125	5	1		
2.25				1
2.375	7			
2.5				1
2.625	1	1	2	1
2.75				4
2.875		4		5
3				
3.125		4	1	
3.25			1	1
3.375		3	4	
3.5			1	1
3.625		1	3	
3.75				
3.875				
4				
4.125			2	
4.25				
4.375				
4.5				
4.625				
4.75				
4.875				
5				

(注) 青丸は中央値を示す

F O M C 委員の F F 金利予想 (2018年9月)

(%)	18年末	19年末	20年末	21年末	長期
1.5					
1.625					
1.75					
1.875					
2					
2.125	4	1	1	1	
2.25					
2.375	12	1			
2.5					3
2.625		1	1	1	
2.75					4
2.875		4	1	3	
3				1	6
3.125		4	4	1	
3.25					1
3.375		4	2	4	
3.5				1	1
3.625		1	6	2	
3.75					
3.875			1	1	
4					
4.125				1	
4.25					
4.375					
4.5					
4.625					
4.75					
4.875					
5					

(注) 青丸は中央値を示す

---

## 〇18年9月25、26日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

8月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は力強いペースで拡大していることを示している。雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低いままだった。家計支出と企業の設備投資は強い伸びとなった。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%付近にとどまった。中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、さらなる緩やかなFF金利誘導目標の引き上げが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の維持、中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移するインフレ率と整合すると予想している。経済見通しのリスクは概ね均衡している。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを2.00-2.25%に引き上げることを決定した。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と対称的な2%のインフレ目標との比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ジョン・ウィリアムズ副委員長、トーマス・バーキン、ラファエル・ボスティック、ラエル・ブレイナード、リチャード・クラリダ、エスター・ジョージ、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ。

---

## 〇18年7月31日、8月1日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

6月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は力強いペースで拡大していることを示している。雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低いままだった。家計支出と企業の設備投資は強い伸びとなった。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%付近にとどまった。中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、さらなる緩やかなFF金利誘導目標の引き上げが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の維持、中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移するインフレ率と整合すると予想している。経済見通しのリスクは概ね均衡している。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.75-2.00%に据え置くことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらなる改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と対称的な2%のインフレ目標との比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ジョン・ウィリアムズ副委員長、トーマス・バーキン、ラファエル・ボスティック、ラエル・ブレイナー、エステル・ジョージ、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ。

---

## 〇18年6月12、13日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

5月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は堅調なペースで拡大していることを示している。雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低下した。最近のデータは家計支出が加速したことを示している。一方、企業の設備投資は強い伸びを続けた。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%に近づいた。中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、さらなる緩やかなFF金利誘導目標の引き上げが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の維持、中期的に委員会の対称的な目標である2%付近で推移するインフレ率と整合すると予想している。経済見通しのリスクは概ね均衡している。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.75-2.00%に引き上げることを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらにいくつかの改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と対称的な2%のインフレ目標との比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、トーマス・バーキン、ラファエル・ボスティック、ラエル・ブレイナード、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ、ジョン・ウィリアムズ。



## 〇18年5月1、2日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

3月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は緩やかなペースで拡大していることを示している。雇用は最近数か月に平均で増加ペースを強め、失業率は低いままとなった。最近のデータは家計支出が第4四半期の堅調なペースから鈍化したことを示している。一方、企業の設備投資は強い伸びを続けた。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%に近づいた。市場ベースの期待インフレを示す指標は低いまま、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、さらなる緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は中期的に緩やかなペースで拡大を続け、労働市場は力強さを維持すると予想している。インフレ率は、中期的には委員会の対称的な目標である2%付近で推移すると予想される。経済見通しのリスクは概ね均衡しているようだ。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.50-1.75%に据え置くことを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらなるいくらかの改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。対称的なインフレ目標との比較で、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利のさらなる緩やかな引き上げを正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、トーマス・バーキン、ラファエル・ボスティック、ラエル・ブレイナード、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ、ジョン・ウィリアムズ。

## 〇18年3月20、21日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

1月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は緩やかなペースで拡大していることを示している。雇用は最近数カ月増加ペースを強め、失業率は低いままとなった。最近のデータは家計支出、企業の設備投資の伸びが昨年第4四半期の堅調な伸びから鈍化したことを示している。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標は最近数か月に上昇したが低いまま、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。経済見通しは最近数カ月に強くなった。委員会は、さらなる緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は中期的に緩やかなペースで拡大を続け、労働市場は力強さを維持すると予想している。インフレ率は今後数か月で上昇し、中期的には委員会の目標である2%付近で安定すると予想される。短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡したようだが、委員会はインフレ動向を注視する。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.50-1.75%に引き上げることを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらなる改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。対称的なインフレ目標との比較で、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利のさらなる緩やかな引き上げを正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジェローム・パウエル委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、トーマス・バーキン、ラファエル・ボスティック、ラエル・ブレイナード、ロレッタ・メスター、ランダル・クオールズ、ジョン・ウィリアムズ。

## 〇18年1月30、30日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所。削除された箇所は表記していない）

12月の会合以降に入手した情報は、労働市場が強まり続け、経済活動は堅調なペースで拡大していることを示している。雇用、家計支出、企業の設備投資の伸びは堅調で、失業率は低いままとなった。前年比で、全体のインフレ率、エネルギー・食品を除くインフレは、2%を下回り続けた。市場ベースの期待インフレを示す指標は最近数か月に上昇したが低いまま、調査ベースの中長期のインフレ期待を示す指標は総じて小幅の変化にとどまった。

法律に定める責務に従って、委員会は最大限の雇用と物価安定の促進を目指す。委員会は、さらなる緩やかな金融政策スタンスの調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大を続け、労働市場は力強さを維持すると予想している。インフレ率は今年上昇し、中期的には委員会の目標である2%付近で安定すると予想される。短期的な経済見通しのリスクは概ね均衡したようだが、委員会はインフレ動向を注視する。

委員会は、労働市場の状況とインフレの実績と見通しを考慮して、FF金利目標の誘導レンジを1.25-1.50%に維持することを決定した。金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、それにより労働市場の状況のさらなる改善と2%のインフレ率への回帰を支えていく。

FF金利の誘導目標レンジの将来の調整の時期と規模の決定には、委員会は目標の最大雇用と2%のインフレとの比較で経済状況の実績と見通しで評価する。この評価は、労働市場の状況を示す指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢に関するデータを含む幅広い情報を考慮する。対称的なインフレ目標との比較で、委員会はインフレ目標達成に向けた進展の実績と予測を注視する。委員会は、経済状況がFF金利のさらなる緩やかな引き上げを正当化する形で改善すると予測する。FF金利は当面、長期的に到達すると見込まれる水準を下回って推移する可能性がある。ただ、FF金利の実際の道筋は、今後入手するデータがもたらす経済見通し次第である。

FOMCの金融政策行動に賛成したのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、トーマス・バーキン、ラファエル・ボスティック、ラエル・ブレイナード、ロレッタ・メスター、ジェローム・パウエル、ランダル・クオールズ、ジョン・ウィリアムズ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

