

U.S. Trends

発表日:2019年9月18日(水)

米国9月FOMC予想:25bp利下げとFF金利予測の大幅下方シフト

～追加利下げを明言しないものの不確実性の高まりに適切に対応する方針を強調～

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)

ポイント

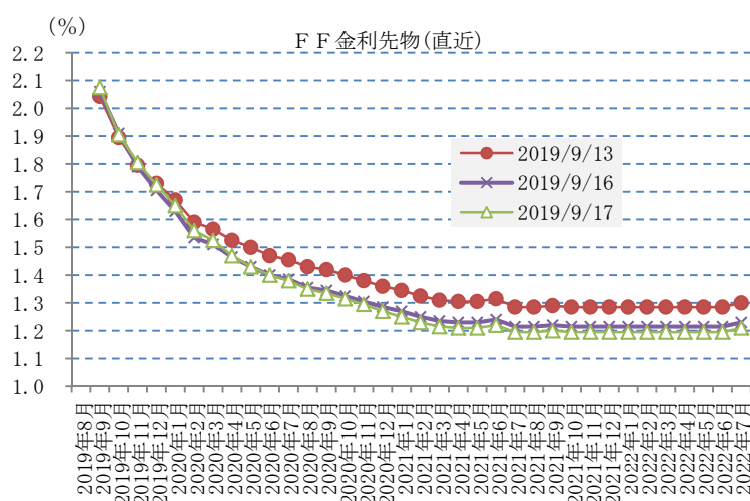
- 9月17、18日のFOMCの注目点は、①利下げの有無。25bpの利下げがコンセンサスとなっているが、織り込みは急激に低下、据え置きの見方も。②FOMC参加者の経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)の変更、③FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測(中央値)が、どの程度下方シフトするか、④声明文や議長の記者会見で、追加利下げの示唆の有無、FRBの景気・インフレの現状判断と見通しの変化、金融政策の運営方針の変化の有無など。
- 9月FOMCでは、実体経済は堅調さを維持しているものの勢いが徐々に鈍化しているほか、中立金利の低下、2%を下回るインフレ率、9月1日に米中がお互いに一段の関税を賦課、世界経済の減速継続などを背景に、25bpの利下げを決定すると予想する。
- FOMC参加者の景気・インフレ見通しは概ね維持されるとみられるが、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測(中央値)は19年末1.625%(前回2.375%)、20年末1.375%(前回2.125%)、21年末1.375%(前回2.375%)と大幅に下方シフトすると予想され、追加の金融緩和期待は維持されよう。
- パウエルFRB議長の記者会見では、声明文と同様に先行きの利下げについて明言しないと見込まれる。これは、先行きの見通しの不確実性が高いため、次回の政策を示唆することは不適切との判断であろう。ただし、今後の金融政策は入手されるデータによって、柔軟に対応する方針を繰り返すなかで、不確実性として、引き続き世界景気の下ぶれ、貿易摩擦などを挙げ、景気見通しが下振れれば目標達成に向けて適切に対応(積極的な金融緩和)を行うことを強調する公算が大きい。

米国では、9月17、18日にFOMCが開催され、当面の金融政策運営方針が決定される。今回は、FOMC声明文の公表(日本時間19日3:00)と同時に、FOMC参加者の経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測が公表される。その後、日本時間19日3:30にパウエルFRB議長の記者会見が1時間程度行われる。

今回のFOMCでの注目点は、①利下げの有無、②FOMC参加者の経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)の修正内容、③FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測(中央値)がどの程度下方シフトするか、④声明文やパウエルFRB議長の記者会見で追加利下げの示唆の有無、FRBの景気・インフレの現状判断と見通しの変化、金融政策の運営方針の変化の有無、が挙げられる。

①利下げ幅に関しては、F F先物の織り込み度合いは、18日時点で25bpの利下げが54.2%、据え置きが45.8%と、25bpの織り込み度合いが大幅に低下している。米中貿易交渉が再開されること、9月に公表された経済指標が景気の堅調さを示すものが多かったことを受け、利下げの織り込み度合いが低下している。

しかし、実体経済は堅調さを維持しているものの、製造業部門の調整や、企業の設備投資の減少などによって拡大ペースが徐々に鈍化している。インフレでは、7月のPCEコアデフレーターが前年同月比+1.6%と、FRBの目標である2%を下回ったままである。また、9月1日に米中がお互いに新たに関税を賦課した。その後、米中は再び交渉を行うことを決定したが、“包括的な合意”が早期に成立する可能性はない。世界経済は、欧州、中国を中心に減速を続けるなど、不確実性はより高まっている。このような中、1%台への利下げを織り込んだ株価や金利の低下などによって足下の米景気の堅調さが支えられている部分もあることなどを背景に、FRBは25bpの利下げを決定すると予想する。



②FOMC参加者の新しい経済見通し（SEP：the Summary of Economic Projections）では、GDP統計が7月に過去に遡って改定されたこともあり、19年の実質GDP成長率見通しは0.1%p上方修正されるが、20年、21年は修正されない見込み。

失業率は、8月に3.7%を維持しており、見通しに変更はないだろう。労働市場の逼迫が続くとの見方が維持されるにもかかわらず、PCEデフレーター、PCEコアデフレーターなどのインフレ見通しは変更されず、インフレが加速しないとの見方が維持されよう。

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：19年6月

	2019年		2020年		2021年		長期	
	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回
実質GDP	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
失業率	3.6	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9	4.2	4.3
PCEデフレーター	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
PCEコアデフレーター	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0		
F Fレート	2.4	2.4	2.1	2.6	2.4	2.6	2.5	2.8

(注)実質GDP、PCEデフレーター、PCE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。

③上記のようなファンダメンタルズ予測のもと、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測（中央値）は、19年末は1.625%（前回2.375%）、20年末は1.375%（前回2.125%）、21年末が1.375%（前回2.375%）と大幅に下方シフトしよう。また、長期は、2.50%（前回の2.50%）と変わらないと予想される。結果、予測中央値が示す金融政策の変更は、19年に3回、20年に1回の利下げ、21年は低水準で据え置きになると見込まれる。

FOMC委員のFF金利予想（2019年3月）

(%)	19年末	20年末	21年末	長期
1.875				
2				
2.125				
2.25				
2.375	11	7	5	
2.5				6
2.625	4	4	5	
2.75				4
2.875	2	3	4	
3				4
3.125		2	1	
3.25				1
3.375		1	1	
3.5				1
3.625			1	

(注) 青丸は中央値を示す

FOMC委員のFF金利予想（2019年6月）

(%)	19年末	20年末	21年末	長期
1.875	7	7	5	
2				
2.125	1	2	2	
2.25				
2.375	8	5	5	1
2.5				8
2.625	1	2	3	
2.75				3
2.875			1	
3				2
3.125		1	1	
3.25				
3.375				
3.5				
3.625				

(注) 青丸は中央値を示す

④今回の声明文の変更は、景気の総括判断、家計、設備投資、インフレ判断が維持され、限定的なものにとどまろう。以下で、9月FOMCの声明文を予想する。FOMC声明文は4つのパラグラフで構成されており、パラグラフ順にみていく。

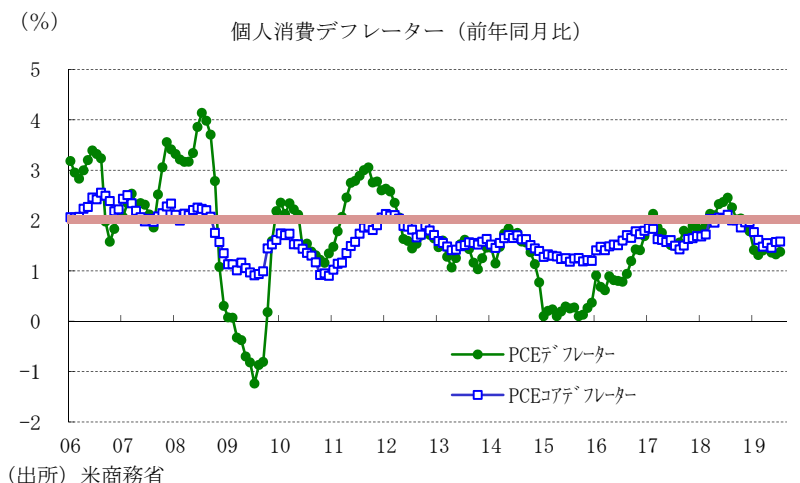
第1パラグラフの景気の総括判断は、4-6月期の実質GDP成長率が前期比年率+2.0%と1-3月期の同+3.1%から鈍化したものの、潜在成長率を上回っており、堅調さを維持していることから、前回と同様に「労働市場は強いままで、経済活動は緩やかなペースで拡大していることを示している」との判断が維持されると見込まれる。

雇用情勢については、8月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差+13.0万人に減速したが、3ヵ月移動平均（6、7、8月）では、前月差+156千人（前月同+133千人）と加速し、堅調な増加ペースを維持している。6ヵ月移動平均の非農業部門（19年3-8月）は前月差+150千人（前月同+137千人）と加速し、高い伸びを維持している。また、失業率は3.7%と低い水準を維持したことを受け、

前回と同様「雇用の増加ペースは最近数か月平均で堅調であり、失業率は低いままだった」と、雇用環境は良好との判断が維持される見込み。

需要項目別では、消費や設備投資に関して、7、8月に小売上が好調を維持した一方、弱い設備投資の一致指数が公表されたことを受け、前回の「家計支出の伸びは今年初めのころから加速している一方、企業設備投資の伸びは軟調だった」から今回「家計支出の伸びは堅調なままである一方、企業設備投資の伸びは軟調なままであることが示されている」と家計支出の堅調と、企業の設備投資の軟調が続いていることを指摘する見込み。

インフレに関しては、7月のPCEデフレーターが前年同月比+1.4%、PCEコアが同+1.6%と目標である同+2%を下回ったままであることを受け、前回と同様に「前年比で、全体のインフレ率とエネルギー・食品を除くインフレ率は2%を下回っている」と判断が維持される見込み。また、市場ベースの期待インフレを示す指標は低いままのほか、調査ベースのインフレ期待を示す統計は安定しており、前回と同様に「市場ベースの指標は低いままであり、調査に基づいた長期的なインフレ期待の指標は小幅の変化にとどまった」と市場ベースの金利が低い水準にとどまっているほか、期待インフレ率の変化は乏しいとの判断が維持されると見込まれる。



第2パラグラフの今回の政策決定に関する説明箇所は、前回の「景気見通しに対する国際的な情勢の影響、および抑制されたインフレ圧力を考慮して、委員会はFF金利目標の誘導レンジを2.00-2.25%に引き下げることを決定した」から、今回「これらの目標を支援するために、委員会はFF金利目標の誘導レンジを1.75-2.00%に引き下げることを決定した」とFF金利目標の誘導レンジ引き下げの部分だけの変更にとどめ、前回と同じ要因で目標達成を支援するために追加利下げが必要であることが示されよう。

FOMCの予想については、前回と同様に「この行動は、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である2%に近いインフレ率という結果になる可能性が高いとの委員会の見通しを支援する」と今回の利下げによって、見通しがサポートされるとの認識を改めて示そう。潜在成長率程度の成長の継続、雇用の堅調な増加、PCEデフレーターの前年同月比2%前後へ回帰するとの予想が維持されよう。

そのうえで、前回と同様に「しかし、このような見通しの不確実性は続いている。委員会は、FF金

利目標の誘導レンジの将来的な道筋を熟慮しながら、委員会は経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを監視し続け、景気拡大や力強い労働市場、対称的な2%目標近くのインフレの維持に向けて適切に行動するだろう」と、今後も不確実性の高まり、その影響を見極めながら、景気拡大や力強い労働市場の維持、対称的な2%目標近くのインフレの維持のために、適切に行動（金融緩和）する方針継続すると見込まれる。

第3パラグラフの金融政策に関しては、変更されない見込み。金融政策を決定する条件は、前回と同様に「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」と金融政策決定の条件は変わらず、データ次第で判断することが示されよう。

第4パラグラフでは、「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、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナー、ジェームズ・ブラード、リチャード・クラリダ、チャールズ・エバンス、ランダル・クオールズ」とし、「この決定に反対票を投じたのはエスター・ジョージとエリック・ローゼングレンで、今回の会合でFF金利誘導目標のレンジを2.00-2.25%に維持することを主張した」と2人の反対が続く見込み。

最後にパウエルFRB議長の記者会見では、声明文と同様に先行きの利下げについて明言しないと見込まれる。これは、先行きの見通しの不確実性が高いが、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、委員会の対称的な目標である2%に近いインフレ率という結果になる可能性が高いと予想しているため、次回の政策を示唆することは不適切との判断と考えられる。ただし、今後の金融政策は入手されるデータによって、柔軟に対応する方針を繰り返すなかで、不確実性として引き続き世界景気の下ぶれ、貿易摩擦、インフレ率が目標まで上昇するタイミングがFOMC参加者の予想よりも遅れる可能性などを挙げ、景気見通しが下振れれば目標達成に向けて適切に対応（積極的な金融緩和）を行うことを強調する公算が大きい。

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。

