

## 米国FOMC(19年10月30日)で3会合連続利下げ

～今後の様子見を示唆もデータ次第であることを強調～

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)

10月29、30日に開催されたFOMCで、FRBは政策金利であるFFレート誘導目標レンジを、25bp引き下げ1.50～1.75%にすることを8対2で決定した。FOMCの政策金利予想(ドットチャート)に反して3会合連続の利下げとなった。反対したエスター・ジョージ・カンザスシティ連銀総裁とエリック・ローゼングレン・ボストン連銀総裁はFF金利誘導目標のレンジの据え置きを主張した。不確実性が高いなかで、その影響についてFOMC内の意見が分かれていることが示された。前回50bpの利下げを主張したジェームズ・ブラード・セントルイス連銀総裁は今回25bpの利下げに賛成した。

FRBは、リスク管理の強化を背景に、予想通り25bpの利下げを決定した。パウエルFRB議長は、今年3回目の利下げについて世界の情勢を踏まえて米国経済の力強さを保ち、継続的なリスクに対して幾らかの保険を提供するために実施したとし、利下げは引き続き景気に意味ある支持を提供すると説明した。

声明文では、景気・インフレ判断や、景気見通し、リスクの見方が全く変更されなかったが、金融政策について変更された。声明文によると、景気判断が「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」、インフレ判断が「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」と前回から変更されず、今回利下げを実施した背景として「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た」とし、引き続き世界経済の一段の減速やインフレ率の下振れの継続を挙げ、今回もリスク管理の強化による金融緩和であることを指摘した。

景気見通しについては「今回の利下げは、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、FRB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」と楽観的な見方が維持された。また、「しかし、このような見通しの不確実性は続いている」と引き続き見通しの不確実性が続いていることも指摘した。

それでも、今後の金融政策について声明文では前回までの「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」と景気拡大の維持に向けて適切に行動するとの文言を削除し、今回「委員会は、FF金利目標の誘導レンジの適切な道筋を見極めるに当たり、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る」と緩和の方向性を示さない文言に変更された。

前回までの「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」との文言でも次回FOMCでの利下げを示唆している訳ではなかったため、あえて変更

する必要性は乏しかったが、この文言のもと3回連続で利下げを決定したことで、金融市場参加者が次回FOMCでの利下げのシグナルと見始めていたため、利下げ期待が高まりすぎないように、変更したと考えられる。

また、FOMC内で不確実性の経済への影響に対する意見が分かれているなか、米景気が堅調さを維持するも一段の利下げを決定したことを映じて、政策金利引き上げを予想する参加者の意見を考慮せざるを得なかったとみられる。一方、景気悪化を懸念するFOMC参加者は、これまでと状況が大きく変化したわけではないが、景気の堅調が持続していることや、不確実性の要因として挙げていた米中貿易交渉が合意に向かっていること、合意なきブレグジットの可能性が低くなったことを受け、これまでの利下げの効果で景気・雇用情勢が維持されると判断したようだ。

基本的には、目標達成のためにデータ次第で政策を決定する方針は変わっていないことが繰り返されており、個人消費などが減速すれば、追加の利下げを実施すると見込まれる。一方で、利上げはインフレが持続的に2%を上回ると確信を持ってない限り、慎重になると予想される。

議長は、今後の金融政策について、経済に関して今後入ってくる情報が引き続きFOMC参加者の見通しと概ね整合する限り、現行の政策スタンスは適切であり続ける可能性が高いとの見方を示した。

議長は、米経済には過去2回の利下げによる景気押し上げ効果が依然波及していないうえ、3度目の利下げの影響が加わることから、「金融政策は望ましい状況にある」との判断を示し、一旦様子見姿勢にはいる可能性が高いことを示唆した。一方、「政策の既定路線はない」、「見通しの大幅な見直しを招くような状況になれば適切に対応する」とも発言しており、今後の金融政策はデータ次第であることを強調した。

12月の金融政策に関しては、現在の経済・金融情勢が続けば様子見の可能性が高い。しかし、米国経済は足下で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鈍化傾向を辿るとみられる。インフレでは、PCEコアデフレーターが前年同月比で低下するとみられるほか、市場の期待インフレ率は低い水準にとどまる可能性が高い。

不確実性では、米中貿易協議の進展が期待されているが、現時点で部分的でさえ合意内容が文書化されていないほか、合意内容に米中両国の関税引き下げが含まれるか否か不透明である。また、対EUとの貿易摩擦は11月の米国による通商拡大法232条に基づく自動車関税賦課の対象国の決定などを背景に深刻化する可能性が高い。さらに、国際機関の世界経済見通しの下方修正が続くとみられる。このような状況のもと、株価の調整幅が拡大すれば、FRBは利下げに追い込まれると予想される。

## 【9月時点のFOMC参加者予測】

FOMC参加者の新しい経済見通し（SEP：the Summary of Economic Projections）では、19年と21年の実質GDP成長率が0.1%p上方修正された。一方、失業率は19年が0.1%p上方修正されたが、20、21年、長期は修正されなかった。長期的な失業率の見通しである4.2%を下回って推移すると予想されており、22年にかけて労働市場の逼迫した状態が続くとの見方を維持した。

インフレ見通しでは、PCEデフレーター、PCEコアデフレーターがともに修正されなかった。FOMC参加者は労働市場の逼迫が続くと予想しているにもかかわらず、インフレ見通しは安定を続けるとの見方を維持した。

(図表) FOMC参加者の経済金利予測：19年9月

	2019年		2020年		2021年		2022年		長期	
	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回	中央値	前回
実質GDP	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8		1.9	1.9
失業率	3.7	3.6	3.7	3.7	3.8	3.8	3.9		4.2	4.2
PCEデフレーター	1.5	1.5	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0		2.0	2.0
PCEコアデフレーター	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0			
FFレート	1.9	2.4	1.9	2.1	2.1	2.4	2.4		2.5	2.5

(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。

上述のような楽観的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、下方シフトした。19年末1.875%（前回2.375%）、20年末1.875%（前回2.125%）、21年末2.125%（前回2.375%）と下方シフトした。長期は2.50%（前回の2.50%）と変わらず。今回加えられた22年末の見通しは2.375%と21年末の中央値から上昇している。

予測中央値が示す政策変更の有無回数は、19年2回の利下げ、20年据え置き、21年1回の利上げ、22年は1回の利上げとなった。

FOMC参加者17人のうち7人が19年にさらに25bpの利下げが適切になると予想している一方、5人が据え置き、5人が年内に利上げが必要になるとの見方を示すなど、FOMC内での見解が分かれている。

FOMC委員のFF金利予想（2019年6月）

(%)	19年末	20年末	21年末	長期
1.5				
1.625				
1.75				
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

FOMC委員のFF金利予想（2019年9月）

(%)	19年末	20年末	21年末	22年末	長期
1.5					
1.625	7	8	4	1	
1.75					
1.875	5	2	3	3	
2					1
2.125	5	6	4	4	
2.25					1
2.375		1	5	5	1
2.5					8
2.625			1	2	
2.75					3
2.875				2	
3					1
3.125					
3.25					1
3.375					
3.5					
3.625					

(注) 青丸は中央値を示す

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。