

# 第一生命経済研究所レポート selection

2019 年 8 月 1 日

団体年金事業部

## 米国FOMC（19年7月31日）で金融緩和を決定したが

### ～10年7ヵ月ぶりの利下げと保有資産の縮小終了前倒しを決定も市場との対話に失敗？～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の桂畑主任エコノミストによる「米国FOMC（19年7月31日）で金融緩和を決定したが～10年7ヵ月ぶりの利下げと保有資産の縮小終了前倒しを決定も市場との対話に失敗？～」をお届けいたします。（別添参照）

7月30、31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2.00～2.25%に引き下げることが8対2で決定しました。

本年金通信は、FOMC参加者の新しい経済見通し・政策金利見通し及びFOMCの声明文の内容を掲載したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

# Fed Watching

発表日: 2019 年 7 月 31 日(水)

## 米国FOMC(19 年 7 月 31 日)で金融緩和を決定したが

～10 年 7 カ月ぶりの利下げと保有資産の縮小終了前倒しを決定も市場との対話に失敗?～

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)

7 月 30、31 日に開催された FOMC で、F R B は政策金利である F F レート誘導目標レンジを 2.00 ～2.25% に引き下げることを 8 対 2 で決定した（エスター・ジョージ・カンザスシティ連銀総裁とエリック・ローゼンブレン・ボストン連銀総裁が政策金利の据え置きを主張し、利下げに反対）。利下げは、08 年 12 月以来、10 年 7 カ月ぶり。加えて、9 月末に予定していた F R B の保有資産の縮小の終了時期を 8 月に、2 カ月前倒しすることを発表した。

F R B は、リスク管理の強化を背景に、予想通りに 25bp の利下げを決定したうえ、保有資産の縮小終了の前倒しなど金融緩和を決定したにもかかわらず、パウエル議長の緩和サイクルの開始ではないとの発言により、F R B は市場の期待ほど利下げを行わないとの見方が台頭した。このパウエル F R B 議長の発言を受け、株価は下落幅を拡大、ドル高が進んだ。F F 先物は 9 月の利下げの織り込み度合いを強めた一方、2 年国債利回りは上昇、10 年国債利回りは低下した。

もっとも、緩和サイクルの開始ではなくサイクルの中盤での調整との発言の背景として、6 月の F O M C 参加者の経済・金利予想やドットチャートで、F O M C 参加者は景気後退を予想していなかったうえに、20 年に様子見となった後、21 年に利上げに転じると予想していた。さらに、7 月に公表された経済指標が予想を上回っているものが多かったことや、市場の利下げ予想も景気後退を意識したような予想にはなっていないことから、議長が景気後退時のような緩和サイクルに入ったと説明しなかったのは当然ある。

実際、パウエル議長は、サイクル中盤での調整としながらも、1 回の利下げで終わるわけではないとも発言しており、市場の追加利下げ予想を否定していない。また、中立金利が低下しているとの発言も再び行っており、世界経済やインフレの動向を考慮しながら、今後もファインチューニングを続ける姿勢を示している。

声明文で、景気・インフレ判断が「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」、「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」と前回から変わらないなかで、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、世界経済の減速やインフレ率の下振れの継続を挙げ、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「今回の利下げなどは、経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場の状況、F R B 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。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残っていることを強調した。

今後の金融政策について、声明文では「委員会は、F F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7月に公表された経済指標が市場やF R Bが予想していたものよりも良い内容だったことを受け、急激な景気動向の変化への警戒を弱めたものの、既に織り込まれた金融緩和の影響などを考慮しながら、追加緩和など適切に行動する方針を強調した。基本的には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も繰り返されたが、中立金利など判断基準が変化しているため、ファインチューニングによる利下げは否定されていない。

今後のF R Bの金融政策の見通しでは、今後も米中対立に伴う関税賦課を利用した通商・安全保障等の政策実行、中国企業への規制強化による企業活動の縮小等が予想されるほか、欧州、中国の景気底打ちの遅れなど世界景気の一段の減速など不確実性が残存するとみられる。このような中、19年後半の米景気は、財政による景気押し上げ効果の弱まりやドル高、世界経済減速の影響等を受けるものの、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が堅調さを維持し、潜在成長率程度の経済成長が続くとみられる。ただし、F R Bは中立金利が低下してく可能性を示唆しており、P C Eコアデフレーターが前年比+2%を下回って推移すると予想されるなか、緩和的な金融政策を維持するために、10月に追加利下げを実施すると見込まれる。

## 【2019年6月FOMC参加者の経済見通し】

FOMC参加者の新しい経済見通し（SEP：the Summary of Economic Projections）では、実質GDP成長率が19年変わらず、20年0.1%p上方修正された。一方、失業率は19、20、21年、長期の全てで0.1%p下方修正された。長期的な見通しである4.2%（前回の4.3%から下方修正）を下回っており、21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。

インフレ見通しは、PCEデフレーターが19年0.3%pと大幅に下方修正され、20年も0.1%p引き下げられた。一方、PCEコアデフレーターは19年0.2%p、20年0.1%p下方修正された。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6月

	2019年		2020年		2021年		長期	
	中央値		中央値		中央値		中央値	
		前回		前回		前回		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		
FF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。

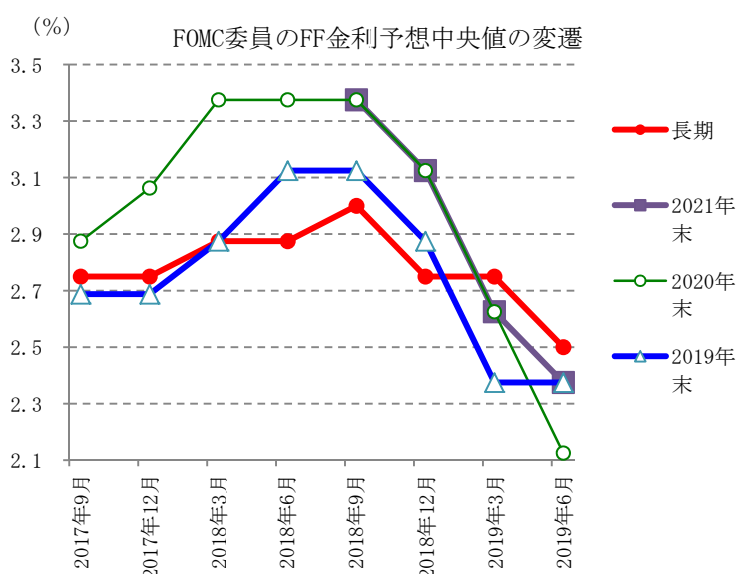
上述のような楽観的なファンダメンタルズ予測のもと、FOMC参加者の適切なFFレート誘導目標予測（中央値）は、下方シフトした。19年末2.375%（前回2.375%）、20年末2.125%（前回2.625%）、21年末2.375%（前回2.625%）、長期は2.50%（前回の2.75%）と下方シフトした。

予測中央値が示す政策変更の有無回数は、19年ゼロ回、20年1回の利下げ、21年1回の利上げとなった。小幅の利下げで安定成長が維持できるとの楽観的な見方となっており、FF金利見通しの一段の引き下げは避けられないだろう。

（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
2019年6月	2.375	2.375	2.125	2.375	2.500
2019年3月	2.375	2.375	2.625	2.625	2.750
2018年12月	2.375	2.875	3.125	3.125	2.750
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

（出所）FRB資料より作成



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

## 〇19年7月30、31日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所）

6月の会合以降に入手した情報は、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。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。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。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。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。

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。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。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委員会の見通しを支援する。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。

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。

委員会はシステム・オープン・マーケット・アカウントで保有する証券総額の縮小を、従来示唆していた時期より2か月早く、8月に終える。

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、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、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。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2.25-2.50%に維持することを主張した。

## 〇19年6月18、19日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所）

5月の会合以降に入手した情報は、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。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。家計支出の伸びは、今年初めのころから加速したようにみえる一方、企業設備投資の指標は軟調だった。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。市場ベースの指標は低下しており、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。

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。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2.25-2.50%に据え置くことを決定した。委員会は、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委員会は引き続きみている。しかし、このような見通しの不確実性が高まった。これらの不確実性と落ち着いたインフレ圧力を考慮し、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注視し、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。

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、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、リチャード・クラリダ、チャールズ・エバンス、エスター・ジョージ、ランダル・クオールズ、エリック・ローゼンブレン。この決定に反対票を投じたのはジェームズ・ブラード総裁で、今回の会合でFF金利誘導目標のレンジを0.25ポイントの引き下げを主張した。



## 〇19年4月30日、5月1日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所）

3月の会合以降に入手した情報は、労働市場は強いままで、経済活動は堅調ペースで拡大したことを示している。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。第1四半期に家計支出、企業の設備投資の伸びは減速した。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低下し、2%を下回っている。市場ベースの指標は総じて最近数か月低いままであり、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。

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。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2.25-2.50%に据え置くことを決定した。委員会は、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委員会は引き続きみている。世界経済と金融の動向、落ち着いたインフレ圧力を考慮し、どのようなFF金利の目標誘導レンジの将来的な調整がこれらの結果になるために適切かを決める際に、委員会は忍耐強くなるだろう。

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、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、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、エスター・ジョージ、ランダル・クオールズ、エリック・ローゼングレン。



## ○19年3月19、20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、労働市場は強いままだったが、経済活動は堅調だった第4四半期から減速していることを示している。雇用は2月に僅かの変化にとどまったが、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。最近の指標は、第1四半期に家計支出、企業の設備投資の伸びが減速したことを示している。前年比で、全体のインフレ率が主にエネルギー価格の下落によって低下し、エネルギー・食品を除くインフレは2%付近にとどまった。市場ベースの指標は総じて最近数か月低いままであり、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。

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。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2.25-2.50%に据え置くことを決定した。委員会は、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委員会は引き続きみている。世界経済と金融の動向、落ち着いたインフレ圧力を考慮し、どのようなFF金利の目標誘導レンジの将来的な調整がこれらの結果になるために適切かを決める際に、委員会は忍耐強くなるだろう。

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、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、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、エスター・ジョージ、ランダル・クオールズ、エリック・ローゼンブレン。

## ○19年1月29、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、経済活動は底堅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、失業率は低下した。家計支出は強い伸びを続けた一方、企業の設備投資の伸びは昨年早い時期の急速なペースから緩やかになった。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。将来のインフレを示す市場ベースの指標は最近数カ月で低下したが、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。

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。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2.25-2.50%に据え置くことを決定した。委員会は、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委員会は引き続きみている。世界経済と金融の動向、落ち着いたインフレ圧力を考慮し、どのようなFF金利の目標誘導レンジの将来的な調整がこれらの結果になるために適切かを決める際に、委員会は忍耐強くなるだろう。

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、ミシェル・ボウマン、ラエル・ブレイナード、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、エスター・ジョージ、ランダル・クオールズ、エリック・ローゼングレン。

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。

