

2019年6月20日 全6頁

FOMC 今後の利下げ可能性を示唆

低調なインフレ率と不確実性の高まりを懸念

ニューヨークリサーチセンター
研究員 矢作 大祐

[要約]

- 2019年6月18日～6月19日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来通りの2.25-2.50%で据え置くことが決定された。
- 他方で、今回の注目点は経済成長の鈍化懸念に伴う今後の利下げ可能性の有無である。今回公表された政策金利の見通しを示すドットチャートの中央値については、2020年末が2.125%と将来的な利下げを示唆する結果となった。また、声明文においても、「経済見通しに関する不確実性は増加した」という文言が追加されたことに加え、「景気拡大を維持するために適切な行動をとる」という表現が盛り込まれるなど、今後の利下げ可能性を示唆するものであった。
- 今回のFOMCを受け、マーケット参加者は利下げへの確信を強めたようである。6月19日の声明文発表後の米国マーケットは、米国債利回りの低下、株高、ドル安となった。ただし、次回会合における利下げを過信すべきではないだろう。パウエルFRB議長は、利下げの実施に際し、不確実性の高まりが実体経済に悪影響を及ぼすかを確認したいと釘を刺している。今後の金融政策の行方を探る上で、米中貿易戦争といった不確実性の推移と経済指標を丁寧にフォローする必要があるだろう。

政策金利の据え置きを決定

2019年6月18日～6月19日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来通りの2.25-2.50%で据え置くことが決定された。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）が算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によれば、6月のFOMCにおいて7割以上が政策金利の据え置きを予想していたため、今回の決定自体にサプライズはない。ただし、投票参加者10名のうち、9名が据え置きに賛成したものの、セントルイス連銀のブラード総裁が0.25%ptの利下げを主張し、反対票を投じた。

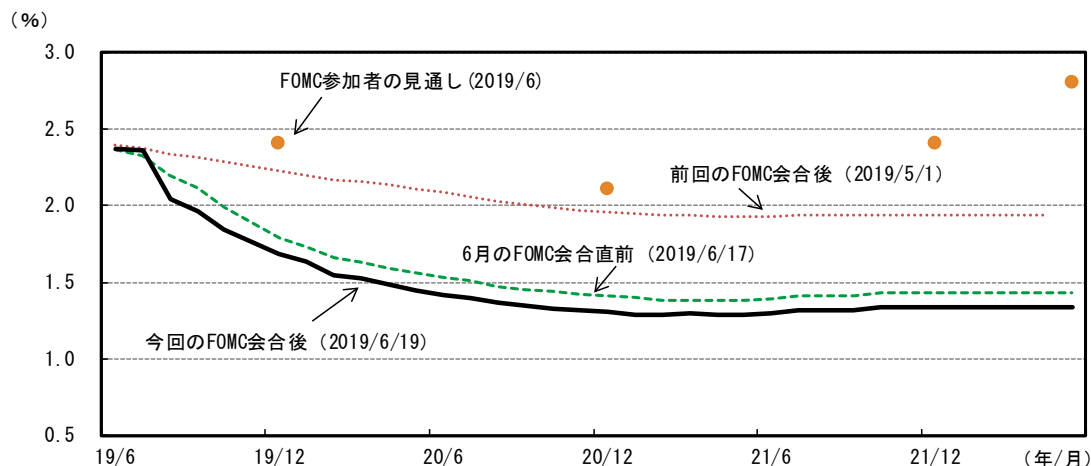
今後の金融政策運営は利下げを示唆しつつ、判断の余地も確保

他方で、今回のFOMCの焦点は、次回（7月）会合以降の利下げの可能性に関するFRBのスタンスの行方がどうなるか、ということであった。雇用統計や物価、設備投資及び製造業企業マインド等が弱含んでいたことや、米中貿易摩擦の悪化等に代表される不確実性の高まりへの懸念から、マーケット参加者は経済成長が鈍化する可能性があると考えており、2019年内の利下げを見込んでいた。例えば、マーケット参加者の政策金利見通しを示すFF先物レートの期間構造を見ると、FOMC直前の6月17日における2019年末の見通しは1.785%と、2回以上の利下げを示していた。こうした中、最注目である政策金利の見通しを示すドットチャートの中央値については、2019年は据え置かれたものの、2020年が引き下げられた。結果的に2020年の政策金利水準は2019年の水準を下回り、2020年末までの利下げを示唆する結果となった。

また、今回公表された声明文では、今後の金融政策運営に関して、「忍耐強くなる」という表現が削除され、新たに「入手した情報が経済見通しに与える示唆を注視し、力強い労働市場と2パーセントの物価目標を伴う景気拡大を維持するために適切な行動をとる」という表現が加えられた。これは、利下げに含みを持たせたとマーケットが認識した、6月4日のパウエルFRB議長（以下、パウエル議長）によるシカゴ連銀での講演内容と合致している。また、マーケット参加者は、利下げを裏付ける上で米中貿易摩擦といった不確実性の拡大に関する文言の追加にも期待を募らせていた中で、「経済見通しに関する不確実性は増加した」という表現が声明文に加えられた。

以上のように、今回のFOMCは不確実性の高まりを背景に今後の利下げ可能性を打ち出したといえる。ただし、パウエル議長は声明文公表後の記者会見において、様々なリスクが経済見通しを下押しし続けるのかを確認したい、と繰り返し言及しており、次回の会合以降における判断余地を残したいというスタンスも見受けられた。つまり、マーケット参加者からの利下げ要請に対し、センチメントを壊さないよう今後の利下げ可能性を表明する一方、記者会見では次回以降の金融政策の判断における裁量性の確保を示唆することでバランスを取ったものと考えられる。

図表1 FF先物レートの期間構造



(出所) Bloomberg より大和総研作成

声明文では経済の現状認識を小幅に下方修正

今回公表された声明文では、経済の現状認識が小幅に下方修正された。経済全体に対する評価は、「労働市場は強いままである」とされつつ、経済活動の拡大ペースは、前回の「堅調に推移した」から「緩やかに上昇している」とされた。

個別項目に関して見ていくと、労働市場については、5月雇用統計における非農業部門雇用者数の減速はあったものの、「雇用者数の増加は底堅い」という判断が維持された。また失業率については「低いままである」という表現が据え置かれている。

前回の声明文で「第一四半期に鈍化した」とされていた個人消費及び設備投資は、設備投資が「軟化した」とされた一方、個人消費は「伸び率が年初めから持ち直したようにみえる」とされた。パウエル議長は記者会見において、5月の小売売上高の強さに触れ、経済の基本シナリオは良好に推移するとしたものの、設備投資の鈍化や企業マインド悪化によって下振れリスクが高まったと述べている。

また、従来「2%未満に減速し、そのまま推移している」とされていたインフレ率及びコアインフレ率は、「2%未満で推移している」とされた。期待インフレに関して、マーケットベースの期待インフレ率は前回声明文の「低いままである」から「低下した」とされた一方、サーベイベースの期待インフレ率に関しては「ほとんど変わらなかった」と据え置かれた。

経済見通しに関しては、「経済活動の持続的な拡大、強固な労働市場環境、2%目標付近での物価の推移」を基本シナリオと据え置きつつ、前述の通り不確実性の上昇も付記している。金融政策に関しても、こうした不確実性の高まりと控えめな物価上昇圧力を背景に、適切な行動をとるという対応方針を示している。

成長率見通しは小幅に上方修正も、インフレ率見通しは大きく下方修正

今回公表されたFOMC参加者による経済見通し（中央値）を見ていくと、2019年10-12月期の見通しが前回見通し（2019年3月時点）の前年比+2.1%で据え置かれた。パウエル議長は会見において、個人消費の持ち直しといったポジティブな側面と、弱含む設備投資や製造業企業マインドの悪化といったネガティブな側面が混在していると述べたように、好悪材料が相殺した結果といえる。

2020年の経済見通しについては、前回見通しの同+1.9%から同+2.0%へと小幅に引き上げられた。一方、2021年（同+1.8%）、長期見通し（同+1.9%）については、前回見通しから変更されていない。全体として見れば、2019年以降、年を追うごとに成長率が鈍化し、おおむね潜在成長率（≒長期見通し）程度の成長率に収束する構図となっている。

2019年10-12月期の失業率の見通し（平均値）については、2019年が3.6%（前回見通し：3.7%）、2020年が3.7%（前回見通し：3.8%）、2021年が3.8%（前回見通し：3.9%）となり、全ての年で下方修正（改善）された。2019年を底にして、徐々に上昇していくという従来のシナリオに変更はないが、足下の失業率の水準の低さを受け、わずかに下方修正されたと考えられる。長期見通し（=自然失業率）についても、4.2%（前回見通し：4.3%）と下方修正された。

インフレ率の見通しに関して、PCE（個人消費支出）価格指数は、2019年10-12月期が前年比+1.5%、2020年が同+1.9%といずれも下方修正され、2021年は同+2.0%と据え置かれた。2019年は、物価目標である2%を大きく下回るといった判断が示された。インフレ率の低下について、前回の会合の会見ではパウエル議長は一時的な要因と説明していたが、今回の会見において、①賃金は上昇しているものの、インフレ率を引き上げるようなペースではないこと、②世界経済の弱含みが世界的な低インフレを引き起こしていることを指摘している。なお、PCE価格指数に比べてコアPCE価格指数の下方修正幅が小さいことから、PCE価格指数の低下はエネルギー価格の下落も一部影響したものと考えられる。

図表2 FOMC参加者による経済見通し

(単位：%)		中央値				大勢見通し							
		2019	2020	2021	長期	2019		2020		2021		長期	
						下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
実質GDP成長率 (4Qの前年比)	19年6月	2.1	2.0	1.8	1.9	2.0	2.2	1.8	2.2	1.8	2.0	1.8	2.0
	19年3月	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9	2.2	1.8	2.0	1.7	2.0	1.8	2.0
失業率 (4Qの平均)	19年6月	3.6	3.7	3.8	4.2	3.6	3.7	3.5	3.9	3.6	4.0	4.0	4.4
	19年3月	3.7	3.8	3.9	4.3	3.6	3.8	3.6	3.9	3.7	4.1	4.1	4.5
PCE価格上昇率 (4Qの前年比)	19年6月	1.5	1.9	2.0	2.0	1.5	1.6	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	
	19年3月	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	
コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比)	19年6月	1.8	1.9	2.0		1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1		
	19年3月	2.0	2.0	2.0	-	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.1	-	

(注) 大勢見通しは上位・下位3名を除いた数値。

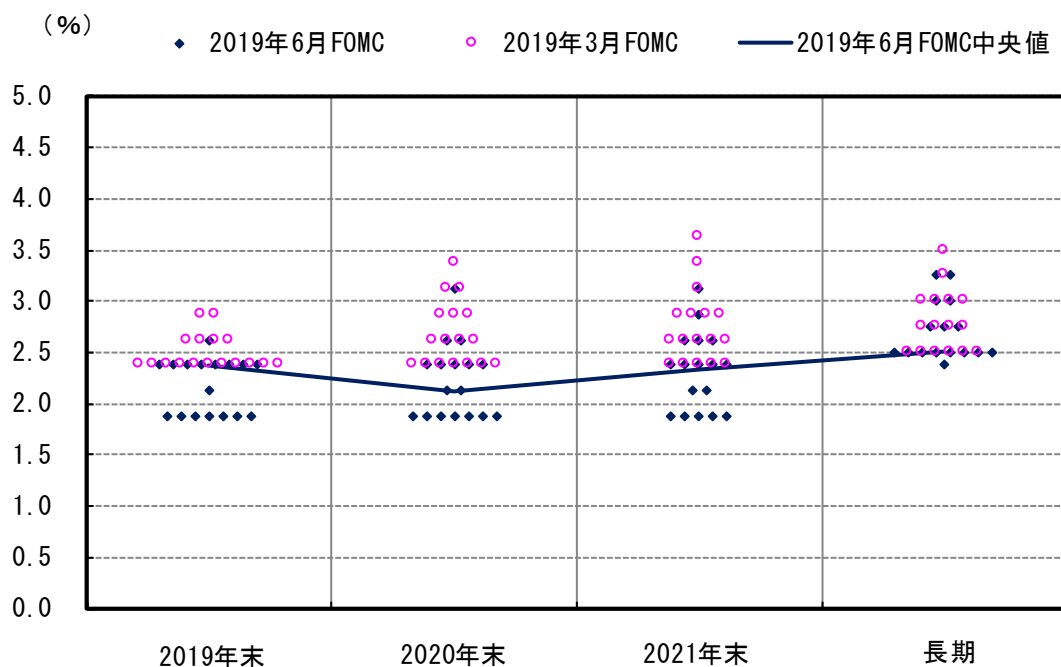
(出所) FRBより大和総研作成

ドットチャートは利下げを意識する形へ

今回の FOMC における最大の注目点であった、FOMC 参加者の政策金利の見通し（ドットチャート）では、2019 年末の中央値は 2.375%と、前回見通しから据え置かれた。ただし、ドットチャートの形状を見ると、FOMC 参加者の利下げ意識は強まったと考えられる。個別回答を見ると、2019 年に利下げを見込む参加者の数は、前回見通し時点の 0 名から 8 名へと大幅に増加しており、多くの参加者がハト派姿勢を強めたことが明らかとなった。また、8 名のうち 7 名は、1.875%と現状の政策金利水準から 2 回の利下げを示していた。

2020 年末の中央値に関しては、2.125%と前回見通しから 0.500%pt 低下した。個別回答を見ると、1 回の利下げ（2.125%）が 2 名、2 回の利下げ（1.875%）が 7 名となった。なお、2021 年末の中央値は、2.375%と 2020 年末から 1 回分の利上げが見込まれる水準となった。ただし、参加者のうち 5 名は依然として 1.875%と回答している。FF 金利の長期見通し（≒中立金利見通し）は 2.500%と、前回より 0.250%pt 引き下げられた。2020 年の成長率見通しが上方修正された一方で、政策金利見通しが低下している点に関しては、①不確実性の高まりに伴う経済成長の下押しリスクを強く懸念していること、②2019～2020 年の利下げによって経済成長をサポートすることで成長率が上方修正されており、利下げがなければ成長率はより低水準になり得ること、が考えられる。

図表 3 ドットチャート



(注) ドットチャートの長期見通しについては、2019年3月、2019年6月ともに1名が未提出。
(出所) FRB より大和総研作成

マーケットは利下げを確信するが…

今回の FOMC を受け、マーケット参加者は利下げへの確信を強めたようである。6 月 19 日の声明文発表後の米国マーケットは、米国債利回りの低下、株高、ドル安となった。また、FedWatch を見ると、次回会合における政策金利予想は、FOMC 声明発表前(6 月 18 日)が現状維持(13.6%)、0.25%pt の利下げ (68.5%)、0.50%pt の利下げ (17.9%) であったが、FOMC 声明発表後 (6 月 19 日) は、現状維持 (0.0%)、0.25%pt の利下げ (約 7 割)、0.50%pt の利下げ (約 3 割) と利下げムード一色となった。

ただし、次回会合における利下げを過信すべきではないだろう。パウエル議長は記者会見の冒頭説明の結びの言葉として、「経済見通しを取り巻く不確実性は、前回の会合から明確に上昇した。しかし、金融政策は個別のデータや短期間のセンチメントの振れに過剰反応しないことが重要である。もし過剰反応をすれば、経済見通しに対する不確実性をさらに増すことになる。そのため、我々はこうした不確実性が経済見通しの重石となるか否かについて確認していきたい。そして、景気拡大を維持するために適切に我々のツールを利用していきたい」と述べている。

つまり、利下げの実施は不確実性の高まりが实体经济に悪影響を及ぼしたと判断ができる材料が出てくるか否か次第といえる。こうしたパウエル議長の釘刺しを踏まえ、次回会合に向けて利下げを過信せず、米中貿易戦争といった不確実性の推移と経済指標を丁寧にフォローする必要があるだろう。