

2019年8月1日 全4頁

FOMC 想定通り 0.25%の利下げを実施

本格的な利下げサイクルの開始は否定も、幾分の緩和的な政策は必要

ニューヨークリサーチセンター
研究員 矢作 大祐

[要約]

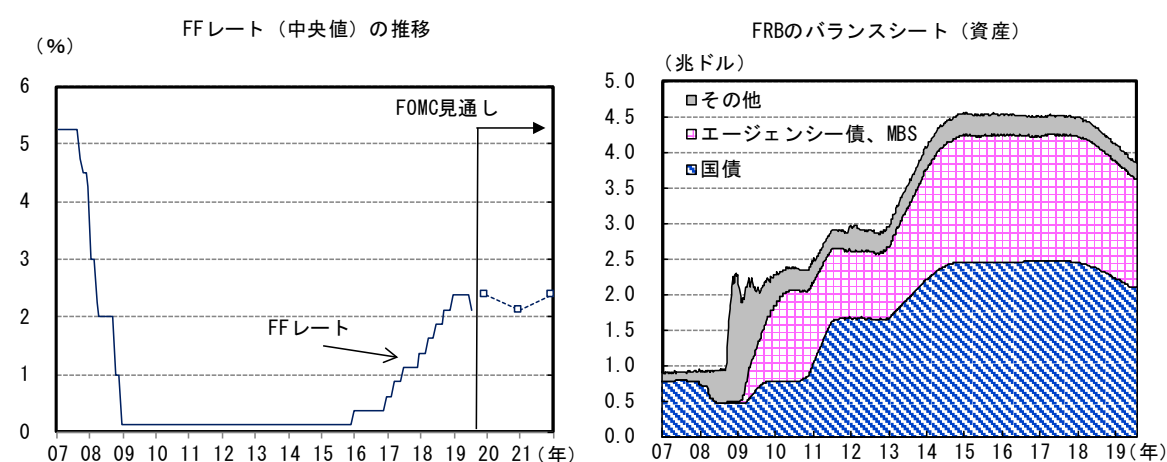
- 2019年7月30・31日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来の2.25-2.50%から0.25%pt引き下げ、2.00-2.25%にすることが決定された。利下げの実施は2008年12月会合以来となる。また、3月19・20日のFOMCで公表された2019年9月末でのバランスシート縮小の停止に関しても、2ヵ月間前倒し、7月末で停止することが決定された。
- 今回のFOMCでの注目点は、更なる利下げ可能性に関するFRBのスタンスの行方であった。パウエル議長は、今回の利下げに関して、不確実性の高まりや世界経済の成長率鈍化を背景とした米国経済の下振れリスクと、低インフレ率に対応するために、保険的な利下げを行ったと述べている。つまり、保険的利下げである以上、景気後退を前提とした本格的な利下げサイクルの開始ではない。
- 他方で、パウエル議長は更なる幾分の緩和的な政策スタンスが必要である、と今後の保険的利下げの実施についても含みを残している。年内の更なる利下げの可能性を巡って、FRBから発せられるシグナルに注意を払う日々は続く。内需主導の底堅い拡大基調が続く米国経済を下振れさせるような、外部要因（世界経済の成長鈍化や、不確実性の高まり）の有無が、更なる利下げを実施する上ではポイントとなる。

保険的利下げとバランスシート縮小の停止を決定

2019年7月30・31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、従来の2.25-2.50%から0.25%pt引き下げ、2.00-2.25%にすることが決定された。利下げの実施は2008年12月会合以来となる。決定に際して、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁とローゼングレン・ボストン連銀総裁が政策金利の据え置きを主張し、反対票を投じた。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、7月30日時点で、8割弱が今回のFOMCにおいて0.25%ptの利下げ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。

また、今回のFOMCにおいて、3月19・20日のFOMCで公表された2019年9月末でのバランスシート縮小の停止¹に関しても、2ヵ月間前倒し、7月末で停止することが決定された。ただし、パウエルFRB議長（以下、パウエル議長）は、前回（6月18・19日）のFOMC後の記者会見で、もし金融緩和を行う場合には、バランスシートの方針を調整する用意があるという趣旨を述べていたことから、今回の発表も想定範囲内であった。なお、3月のFOMCではFRBのバランスシートの規模は9月末時点で3.5兆ドル強になると予想されていたが、7月24日時点で3.8兆ドル弱となっている。

図表1 FFレート（中央値）の推移、FRBのバランスシート（資産）



(注) FOMC見通しは、6月のFOMC時点。

(出所) FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

経済の現状認識は大きな修正なし

今回公表された声明文では、経済の現状認識に変化はない。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「緩やかに上昇している」で据え置かれた。

¹ 大和総研 経済調査部 橋本政彦「FOMC 利下げサイクルはあと1回で終了」（2019年3月22日）参照。
https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20190322_020702.html

個別項目に関して見ていくと、労働市場については、「雇用者数の増加は底堅い」という判断が維持され、失業率についても「低いままである」という表現が据え置かれている。

設備投資については、「伸び率が軟化している」と、前回と同様の傾向が続いているとの見方が示された。個人消費は、足元の堅調さを反映し、前回の「伸び率が年初めから持ち直したようにみえる」から「伸び率が年初めから持ち直した」へと修正された。パウエル議長は、記者会見において、所得の増加と好調な消費者マインドに支えられた個人消費が経済成長を支えるメインエンジンであると評価した一方、製造業の生産が2四半期連続で減少し、設備投資も減少した、と述べている。

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」という表現が維持された一方、マーケットベースの期待インフレ率は前回声明文の「低下した」から「低いままである」へと修正された。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」という表現に据え置かれている。

経済見通しに関しては、今回の利下げが「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サポートする」としたものの、「見通しに対する不確実性は残ったままである」と付記した。今後の金融政策に関しては「FF レートの誘導目標レンジの将来の道筋を熟慮し、入手した情報が経済見通しに与える示唆を引き続き注視するとともに、力強い労働市場と2%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、前回同様のスタンスを維持している。

本格的な利下げサイクルの開始は否定も、幾分の緩和的な政策は必要

今回のFOMCでの注目点は、更なる利下げ可能性に関するFRBのスタンスの行方であった。声明文に大きな変化がなかったため、パウエル議長による記者会見では、堅調な個人消費に支えられた4-6月期の実質GDP成長率や、企業マインドの持ち直しの兆しが見られる中で、FRBが利下げを正当化する根拠を見極めようとする質問が相次いだ。

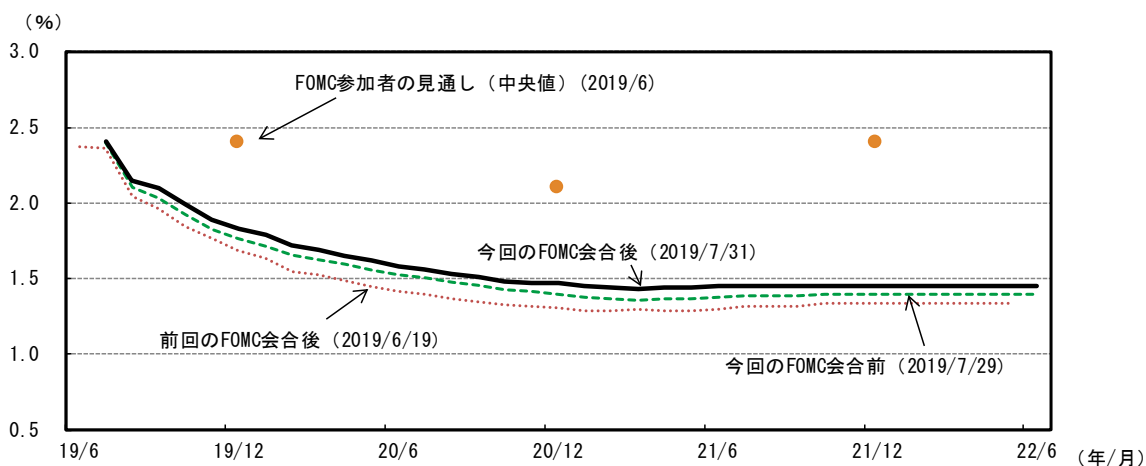
パウエル議長は、質問に対し、米国経済の堅調さを評価しながらも、不確実性や世界経済の成長率鈍化を背景とした米国経済の下振れリスクと、低インフレ率に対応するために、保険的な利下げを行ったと述べている。つまり、保険的な利下げである以上、景気後退を前提としたものではない。パウエル議長は、今回の利下げに関して、サイクル半ばでの調整と表現し、本格的な利下げサイクルの開始を否定した。こうしたパウエル議長の発言を受け、マーケット参加者の更なる利下げへの期待が弱まり、株式相場は下落した。

パウエル議長は、景気後退による本格的な利下げサイクルの開始を否定した一方、一回の利下げで終わると述べたわけではなく、更なる幾分の緩和的な政策スタンスが必要である、と今後の保険的な利下げの実施についても含みを残している。パウエル議長のこういった発言は、マー

ケット参加者による際限ない利下げ期待を抑制しながら、マーケットが急激な調整を引き起こさないようにするための配慮と考えられる²。実際に、FF先物レートの期間構造を見ると、今回のFOMC後に小幅に上方シフトしたものの、マーケット参加者は年内に更なる利下げを織り込んだままであることから、金融環境の急激なタイト化は起こっていない。

年内の更なる利下げの可能性を巡って、FRBから発せられるシグナルに注意を払う日々は続く。8月はFOMCが開催されないことから、次の焦点はカンザスシティ連銀が主催するワイオミング州のジャクソンホールでのシンポジウム（8月22日～24日）となる。今回の利下げに際し、2名の反対票が投じられたことを踏まえれば、更なる利下げを行うためには、明確な根拠が不可欠と言える。内需主導の底堅い拡大基調が続く米国経済を下振れさせるような、外部要因（世界経済の成長鈍化や、不確実性の高まり等）の有無が、更なる利下げを実施する上ではポイントとなろう。

図表2 FF先物レートの期間構造



(出所) Bloomberg より大和総研作成

² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米国経済見通し 利下げを巡る議論の行方」(2019年7月23日)参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20190723_020911.html