

2019年9月19日 全5頁

FOMC 2019年2回目の利下げを実施

年内の更なる利下げは意見が分かれる

ニューヨークリサーチセンター
研究員 矢作 大祐

[要約]

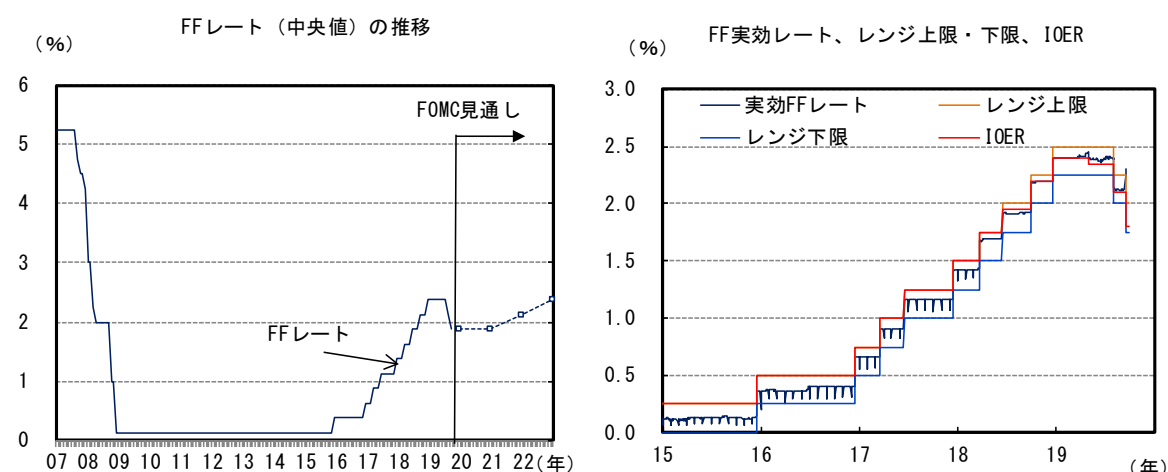
- 2019年9月17・18日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを、従来の2.00-2.25%から0.25%pt引き下げ、1.75-2.00%にすることが決定された。前回（7月30・31日）に引き続き、年内2回目の利下げの実施となる。
- 今回のFOMCで最も注目されていたのは、年内の更なる利下げの蓋然性であった。FOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）からは、年内の再利下げは確約されなかった。2019年末の中央値は現状の政策金利水準で維持され、ドットチャートの形状も再利下げ、維持、利上げがそれぞれ存在し、FOMC参加者の中でも意見が分かれていることが示された。
- こうした中、パウエルFRB議長は声明文発表後の記者会見で、マーケット参加者による際限ない利下げ期待を抑制しつつ、利下げ期待の縮小によって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に苦心する姿が見られた。
- 今後の金融政策運営を考える上で、利下げを推し進める要因として不確実性の高まり（米中通商交渉の行方など）、利下げを制約する要因として物価上昇（エネルギー価格による押し上げ）が注目される。また、16・17日に発生した短期金融市場における流動性のひっ迫から、FRBによる流動性供給に関する議論も登場している。サポートティブな金融環境を維持する上で、利下げの蓋然性に加えて、こうした市場への流動性供給に関する議論の行方が、残る年内2回のFOMCに向けた注目点となろう。

年内 2 回目となる保険的利下げを決定

2019年9月17・18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2.00-2.25%から0.25%pt引き下げ、1.75-2.00%にすることが決定された。前回（7月30・31日）に引き続き、年内2回目の利下げの実施となる。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・ポストン連銀総裁が政策金利の据え置きを主張し、ブラード・セントルイス連銀総裁が0.50%ptの利下げを主張したことで、3票の反対票が投じられた。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、9月17日時点で、5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、今回の決定自体に大きなサプライズはない。

また、今回のFOMCにおいて、FFレートの誘導目標レンジの上限の役割を果たす超過準備に対する付利金利（IOER）を1.80%、下限の役割を果たすリバースレポ金利を1.70%に設定した。これは、IOERは誘導目標レンジの上限（2.00%）から0.20%pt、リバースレポ金利は下限（1.75%）から0.05%pt低いことを意味する。9月16・17日に翌日物レポレートが急騰し、17日には実効FFレートが当時の上限値（2.25%）を超える2.30%まで上昇したことへの対応である。パウエルFRB議長（以下、パウエル議長）は、声明文発表後の記者会見で、FF実効レートを目標レンジ内に誘導するための技術的調整と説明している。

図表1 FFレート（中央値）の推移、実効FFレート、レンジ上限・下限、IOER



(注) FOMC見通しは、9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変更なし

今回公表された声明文において、経済の現状認識、見通しのほとんどで、前回と同様の表現が据え置かれている。変化があった部分は、経済の現状認識の個別項目のうち、設備投資については、「伸び率が軟化している」から、「設備投資と輸出が弱まった」と、輸出が追記されたことに加え、現状認識も下方修正されたことである。他方で、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」から「個人消費は強いペースで上昇している」へと上方修正された。

また、今後の金融政策の見通しに関しても特段の変更はない。「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。

声明文自体に大きな変化はないが、FOMC 参加者による経済見通し（中央値）に関しては、幾分修正がなされている。変更点は、2019年10-12月期の見通しが前回見通し（2019年6月時点）の前年比+2.1%から同+2.2%へと上方修正されたことである。2020年は据え置かれたが、2021年の見通しは、前回見通しの同+1.8%から同+1.9%へと小幅に引き上げられた。FOMC 参加者は、米国経済のベースシナリオとして、2019年、2020年は潜在成長率（≒長期見通し）以上の成長率を実現し、年を追うごとに鈍化し概ね潜在成長率程度に収束する構図となっている。こうした見通しに関して、パウエル議長は記者会見で、堅調な個人消費とサポートティブな金融環境を背景に、経済は緩やかに成長していくと述べている。

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 | 2022 | 長期 | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 長期 | |
| | | | | | | | 下限 | 上限 | 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9月 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 1.8 | 2.1 | 1.8 | 2.0 | 1.7 | 2.0 | 1.8 | 2.0 |
| | 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 |
| 失業率 (4Qの平均) | 19年9月 | 3.7 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4.2 | 3.6 | 3.7 | 3.6 | 3.8 | 3.6 | 3.9 | 3.7 | 4.0 | 4.0 | 4.3 |
| | 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 |
| PCE価格上昇率 (4Qの前年比) | 19年9月 | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | | 2.0 | 2.2 | 2.0 | |
| | 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 | |
| コアPCE価格上昇率 (4Qの前年比) | 19年9月 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | | 2.0 | 2.2 | | |
| | 19年6月 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | | | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 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

また、失業率の見通しに関しては、2019年10-12月期平均の中央値が3.7%と前回見通し(3.6%)からわずかに上方修正(悪化)された。ただし、依然として低水準であり、8月の失業率が3.7%であったことから、現状維持ととらえるべきであろう。パウエル議長も、記者会見で雇用者数の増勢は今年に入り幾分鈍化したが、労働参加率や賃金は上昇していると指摘し、雇用・所得環境の良好さを評価している。

インフレ率見通し（中央値）に関しては、前回から据え置いている。2019年10-12月期は前年比+1.5%と、物価目標である2.0%を引き続き下回っている。パウエル議長は、こうした低位で推移するインフレ率が、FRBに対してFFレートの経路を低くするよう促し、結果的に堅調

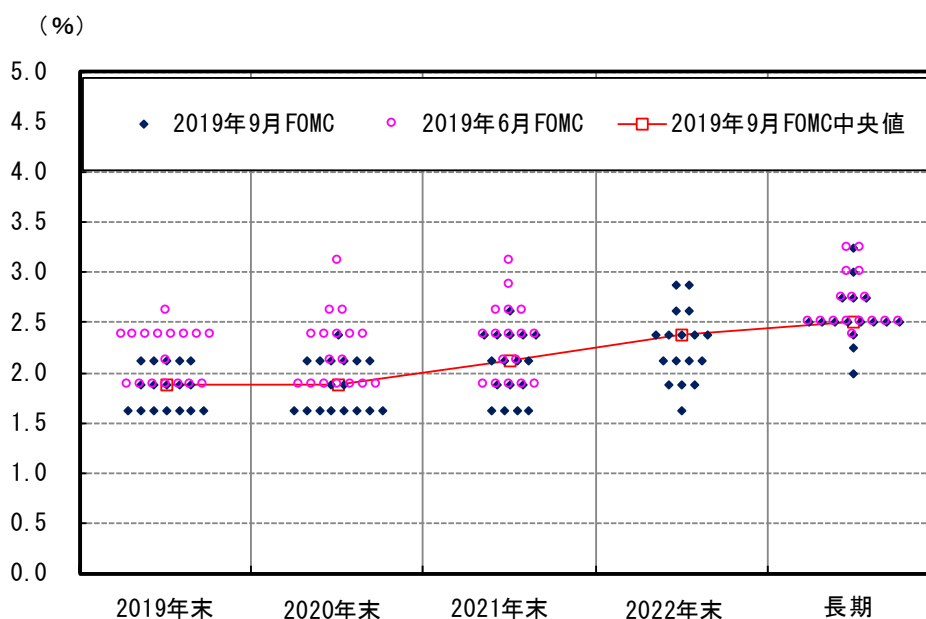
な経済見通しをサポートしていると指摘している。貿易摩擦といった不確実性の高まりや、世界経済の鈍化が米国経済を下押しするというリスク要因に加えて、インフレ率の低さがFRBが利下げを行うことを正当化している。

ドットチャートは、年内の更なる利下げで意見が分かれていることを示唆

今回のFOMCで最も注目されていたのは、年内の更なる利下げの蓋然性であった。そのため、FOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）で、（1）2019年、2020年の中央値が更なる利下げを織り込む水準（1.625%）となるか、（2）今回の水準（1.875%）で維持されたとしても、ドットチャートが利下げを志向する形状となるか、がマーケット参加者の注目点だった。

結論としては、年内再利下げを確約しない結果であったと言える。2019年末、2020年末の中央値は、1.875%で維持された。ドットチャートの形状を見ると、2019年末は7名が1.625%と年内の再利下げを見通す一方、5名が現状維持（1.875%）、5名が一回の利上げ（2.125%）を見通している。すなわち、年内の利下げを巡り、FOMC参加者の中でも意見は分かれていることを示している。また、2020年末の形状は、8名が1.625%と2019年末に比べて1名増えたが、2.125%も1名増え、2.375%も1名登場しており、意見の分化は一層鮮明化している。

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6月、2019年9月ともに1名が未提出。

（出所）FRBより大和総研作成

記者会見でこうしたFOMC参加者内の意見の不一致に関して問われた際、パウエル議長はこうした見方の違いはいたって健全なことと述べた上で、マーケット参加者がリスクマネジメントの観点でFOMC参加者よりも悲観的になりがち、と指摘している。マーケット参加者の過度な利下げ期待に対して、釘を刺していると考えられる。他方で、2020年の政策金利の見通しに関し

て問われた際に、パウエル議長は、現在から一年後の政策金利の予想は難しいと吐露している。2019年でも、今後経済指標がどうなるか、地政学に関連したリスクやその他イベントがどうなるかということに関して、不確実性は高いと述べている。年内の更なる利下げを否定しているわけでもないということだろう。以上をまとめれば、マーケット参加者による際限ない利下げ期待を抑制しつつ、利下げ期待の縮小によって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にパウエル議長も苦心していると言えよう。

今後の金融政策運営における2つの注目点：物価と市場流動性

今後の金融政策運営において、今回のドットチャートで利下げが確約されなかった以上、年内更なる利下げを推し進める要因、及び利下げを制約する要因が次なるポイントとなる。年内の利下げを推し進める最大の要因としては、声明文でも触れられている通り、米国を下押しする不確実性の高まりといった外部要因が挙げられる。最大のイベントは、10月上旬に控える米中通商交渉の行方であろう。

他方で、制約する要因としては、インフレ率の動向が挙げられる。足元、CPI全体はエネルギー価格の下落に伴い、前年比で2%を下回る水準となっているが、コアCPIを中心にインフレ率の伸びが堅調に推移している。エネルギー価格に関して、WTIを8月末から横ばいと仮定した場合、11月以降は前年比で再度上昇率を高めていく公算が大きいと考えられることから、CPI全体も前年比で2%を超える可能性がある。前述の通り、インフレ率の低さが利下げを正当化する要因であったことを踏まえれば、こうしたCPIの動向に注意が必要となろう。

利下げとは直接的には関係ないが、今後の金融政策運営に関連して、16・17日に上昇したレポレート急騰といった短期金融市場での流動性のひっ迫も注目点となる。ニューヨーク連銀が17・18日には約10年ぶりとなるシステムレポ（自己勘定による売り戻し条件付き買いオペ）を実施した結果、レポレートは落ち着きを取り戻した。前述の通り、今回のFOMCにおいても、FF実効レートを目録レンジに誘導するために、IOERとリバースレポレートをFFの引き下げ幅よりも大きく引き下げるなど対策を講じている。

FRBは市場に流動性を供給するための手段を十分に有しているが、マーケット参加者の中ではその実効性に疑問を投げかける声も多い。特に年末にかけて、資金需要が高まる中、再びレポレートなどが急騰すれば、FRBの金融政策運営に悪影響を及ぼしかねないだろう。こうした中、パウエル議長の記者会見でも、市場への流動性の供給に関連して、FRBのバランスシートの拡大に関する質問が相次いだ。パウエル議長は、FRBのバランスシートの規模に関して、自然な拡大（を容認する可能性を示した。ただし、具体的な内容は示さなかったことから、今後FRB内でさらに議論がなされると見られる。

サポータティブな金融環境を背景に、緩やかな経済成長が実現していくという、パウエル議長の言葉を借りれば、利下げの蓋然性に加えて、こうした市場への流動性供給に関する議論の行方が、残る年内2回のFOMCに向けた注目点となろう。