

2019年10月31日 全4頁

# FOMC 年内3回目の保険的利下げを実施

金融政策の行方：声明文でタカ派的+記者会見でハト派的=中立的

ニューヨークリサーチセンター  
研究員 矢作 大祐

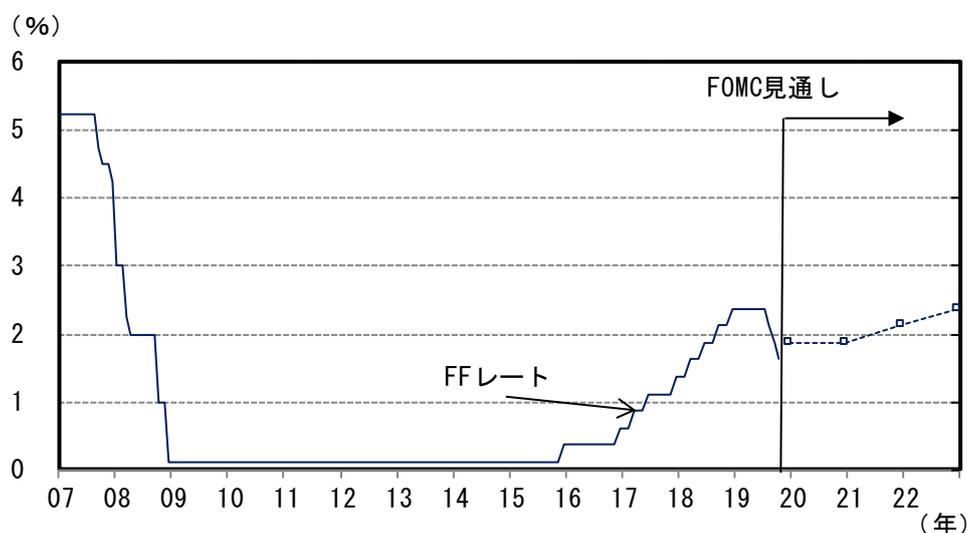
## [要約]

- 2019年10月29・30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1.75-2.00%から0.25%pt引き下げ、1.50-1.75%にすることが決定された。7月・9月のFOMCに引き続き、年内3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、12月のFOMC以降での更なる利下げ可能性をどの程度示唆するか、であった。今回のFOMCの声明文では、経済の現状認識は据え置かれた一方、フォワードガイダンスにおいて保険的利下げのシグナルであった「適切に行動する」という文言が削除された。声明文に基づけば、保険的利下げは年間累計0.75%ptでひとまず休止というFRBの意思表示と解釈すべきだろう。
- 他方で、パウエルFRB議長による記者会見では、「我々の見通しを変更させる事態が発生した場合には、状況に応じて対応する。金融政策にあらかじめ決まった道筋はない。」という表現が付け加えられた。保険的利下げの休止を声明文では示唆しつつも、記者会見ではマーケット参加者が過度に反応しないよう配慮したものと考えられる。
- 今後の金融政策運営に関して、足元の経済状況を踏まえれば、12月のFOMCで利下げが実施される蓋然性は低いと考える。しかし、FRBの見通しを変更させ得るトリガーは、米中関係など枚挙にいとまがない。今後も不確実性が高まるたびに、FRBは経済見通しを変更させ得るトリガーとして捉えるか否かを問われ続けることになるだろう。

## 年内 3 回目となる保険的利下げを決定

2019 年 10 月 29・30 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 1.75-2.00% から 0.25%pt 引き下げ、1.50-1.75% にすることが決定された。7 月・9 月の FOMC に引き続き、年内 3 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たことで、2 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、10 月 29 日時点で、9 割強が今回の 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。

図表 1 FF レート（中央値）の推移



(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

今回の FOMC におけるマーケット参加者が注目する焦点は、年内 3 回の利下げで予防（保険）は十分か、つまりは、12 月の FOMC 以降での更なる利下げ可能性をどの程度示唆するか、であった。とりわけ、声明文やパウエル FRB 議長（以下、パウエル議長）の記者会見において、①更なる利下げの地ならしとして足元の経済の現状認識と見通しが引き下げられるか、②フォワードガイダンスで更なる利下げ可能性を示唆するかに衆目が集まっていた。

①に関しては、10 月 16 日に FRB（連邦準備制度理事会）が公表したページブックで、足元の景気判断に関して、「緩やかなペース」で拡大から、「わずかに緩やかなペース」で拡大へと表現が下方修正されていた。また、企業の大半は景気拡大が続くと考えているが、多くの企業が今後 6-12 ヶ月の成長見通しを引き下げた、とも指摘していた。10 月 30 日に公表された 2019 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率が 4-6 月期から鈍化するも底堅い結果であったことや、10 月 11 日の米中通商交渉の部分的合意など一部進展が見られたことを踏まえ、今回の FOMC で米国経済を下押しする不確実性をどのように評価するかがポイントであった。

②に関しては、過去を見ると、95年-96年・98年の保険的利下げにおいては、累計0.75%ptの利下げが最大であり、1.00%pt以上の利下げは景気後退時のみであった。もし過去と同様に累計0.75%ptで保険的利下げを終えるのであれば、フォワードガイダンスにおいて利下げ期待を抑制するような文言が入ると見込まれていた。例えば、様子見を意味する「忍耐強くなる」といった文言を用いること、或いは保険的利下げの実施を想起させる「適切に行動する」という文言が削除されることが挙げられる。他方で、更なる利下げ可能性を示唆するのであれば、「適切に行動する」という従来の表現を維持すると考えられていた。或いは、利下げ可能性を示唆しつつも幾分中立的な表現として、「金融政策にあらかじめ決まった道筋はない」、「会合毎に決定する」といった表現が用いられることも想定された。

## 声明文では更なる保険的利下げへの期待を抑制

今回公表された声明文のうち、経済の現状認識、見通しを9月から据え置いた。「労働市場は力強いままであり、経済活動は緩やかなペースで拡大している」という全体の評価の下、個別項目のうち設備投資については「設備投資と輸出は弱まった」から「設備投資と輸出は弱いままである」、個人消費は「個人消費は力強いペースで拡大している」と判断は据え置かれた。インフレに関しても、「2%を下回っている」、インフレ期待はマーケットベースが「低いままである」、サーベイベースは「ほぼ変わっていない」と特段の変更はなかった。

他方で、フォワードガイダンスに関しては変更があった。9月の「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に行動する」という表現から、「FF レートの誘導目標レンジの将来の道筋を検証するにあたり、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」へと変更された。「適切に行動する」という表現が削除されたことから、更なる保険的利下げに対する期待に釘を刺そうというFRBの意図が見取れる。

以上を踏まえれば、今回の声明文はこれまで3回にわたる利下げが、あくまでも保険的利下げであるということを再確認するものといえる。保険的利下げである以上、景気後退に伴う本格的な利下げサイクルを示唆するような経済の現状認識・見通しの下方修正はできない。また、保険的利下げの象徴となってきた「適切に行動する」という表現も使うこともできない。声明文は、従来通り保険的利下げは年間累計0.75%ptでひとまず休止というFRBの意思表示と解釈すべきだろう。

## 記者会見では更なる利下げ可能性を否定しないことで、バランスをとる

他方で、パウエル議長の記者会見では声明文とは異なる印象を受けた。パウエル議長は、現在の政策スタンスは適切であり続ける可能性が高いと述べた一方で、「我々の見通しを変更させる事態が発生した場合には、状況に応じて対応する。金融政策にあらかじめ決まった道筋はな

い。（“…if developments emerge that cause a material reassessment of our outlook, we would respond accordingly. Policy is not on a preset course.”）」と付け加えた。パウエル議長によるこうした発言は、①今回の声明文での保険的利下げの休止宣言に対して、マーケット参加者が過度に反応しないように配慮するとともに、②「適切に行動する」といった保険的利下げを想起させる文言を回避することで、更なる保険的利下げを実施するのではないかという誤解を与えないよう苦心した結果と言えよう。

ただし、パウエル議長の発言に対して、更なる利下げ可能性を否定しないものとして捉えた記者から、FRBの見通しを変更させ得るトリガーは何か、という質問が相次いだ。パウエル議長は、質問に対して、すべての要素がトリガーとなり得ると繰り返した。また、米中通商交渉の部分的合意の協定文書化がうまくいかなかった場合にトリガーになり得るかとの質問に関しても、パウエル議長は見通しを変更させ得る一つの要素にすぎないと指摘するに留めた。パウエル議長としては、金融政策の余地を確保するためにも特定の要素に言及しないよう慎重に発言していたように見受けられる。

年内のFOMCも12月10・11日に開催される会合のみとなった。今回のFOMCからFRBの今後の金融政策運営のスタンスを概括すれば、声明文で保険的利下げの休止宣言を行う一方、記者会見でマーケット参加者にも一定の配慮を示す、中立的なものといえる。米国経済の屋台骨である個人消費は、底堅い雇用環境、年末商戦といったセール、住宅購入に伴う耐久財需要の増加などを踏まえれば、急速な腰折れは考えにくい。10月30日時点のFedWatchに基づけば、12月のFOMCで利下げ期待も2割程度と高くない。現時点で、更なる利下げの蓋然性は低いと言えよう。

しかし、FRBの見通しを変更させ得るトリガーは、枚挙にいとまがない。米中関係を例に挙げただけでも、11月半ばと目される部分的合意の協定文書化、ファーウェイに関する制裁措置、香港人権法案の審議等、懸案は多く残る。今後もこうした懸案を巡って不確実性が高まるたびに、FRBは経済見通しを変更させ得るトリガーとして捉えるか否かを問われ続けることになるだろう。