

# MUFG Focus USA Weekly

## 経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY  
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

### 7月FOMC～10年半ぶりとなる利下げを決定

#### 【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は本日の定例会合で、広く予想されていた通り、政策金利の誘導目標レンジを 2.25%～2.5%から 2.0%～2.25%へ 0.25%ポイント引き下げた。政策金利の引き下げは 2008 年 12 月以来 10 年半ぶりである。採決では、投票権を持つ 10 名中 2 名（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て反対票を投じている。
- ◇ 今回の FOMC の決定は金融市場では幾分タカ派的と受け止められたが、概ねこれまでの FRB 高官の発言等に沿った想定内の結果と受け止められよう。パウエル FRB 議長の記者会見では、今回の利下げの位置付けや今後の利下げ回数に関する質問が多く、同議長は今回の利下げには 3 つの理由・狙いがあるとして、①「不確実性の高まりを受けたリスクマネジメントの側面」、②「世界経済の低迷や通商問題から影響を受けつつある一部経済活動のサポート」、③「インフレ率が目標の 2%へ回帰することのサポート」を指摘している。
- ◇ 今後については、「追加利下げ判断はデータ次第である」、「長期にわたる一連の利下げの始まりではない」、「（利下げが）一度だけとは言っていない」、「今回の利下げは基本的には（景気）サイクル中盤における（政策）調整だと考えている」等と述べている。“サイクル中盤における政策調整”について、パウエル議長は過去にも事例があると述べている。それらは 1995 年（～96 年）と 1998 年に行われた利下げを指しているとみられ、それらの利下げ幅はともに 0.75%ポイントであった。これらの発言を踏まえると、情勢に大きな変化が無ければ、パウエル議長は現時点であと 1～2 回の利下げを想定していると捉えられそうだ。
- ◇ なお、パウエル議長が過去の類似例として指摘したとみられる 1995 年と 1998 年だが、政策金利の水準は現在と異なり明確に引き締めの的であったため、当時と同程度の利下げ幅が適当なのかどうかには議論の余地があるだろう。

## 政策金利を 0.25%ポイント引き下げ

連邦公開市場委員会（FOMC）は本日の定例会合で、広く予想されていた通り、政策金利の誘導目標レンジを 2.25%～2.5%から 2.0%～2.25%へ 0.25%ポイント引き下げた。政策金利の引き下げは 2008 年 12 月以来 10 年半ぶりである。また、9 月末に予定していた FRB のバランスシート縮小の停止時期を 2 ヶ月前倒しすることも決定された。採決では、投票権を持つ 10 名中 2 名（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て反対票を投じている。

## FOMC 声明文における景気・物価の現状判断は小幅な修正に止まる

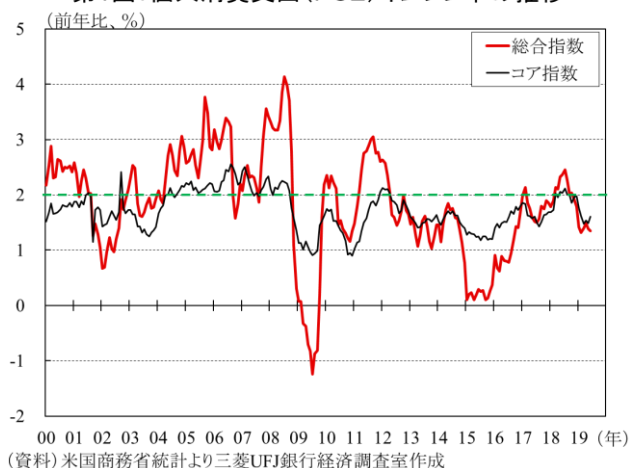
FOMC 声明文における景気の現状判断は、総括部分が「労働市場は引き続き力強く、経済活動は緩やかな（moderate）ペースで拡大してきた」とされ前回と略同じだった。

労働市場については、「雇用者数の増加ペースは均してみると堅調で、失業率は低位にとどまっている」とされ前回から不変だった。経済活動の内訳は、前回の「個人消費の伸びは今年の初めに比べて高まったように見えるが、設備投資の指標は低調」から「個人消費の伸びは今年の初めに比べて高まったが、設備投資の伸びは低調」へ消費の堅調さについて断言調に修正された。

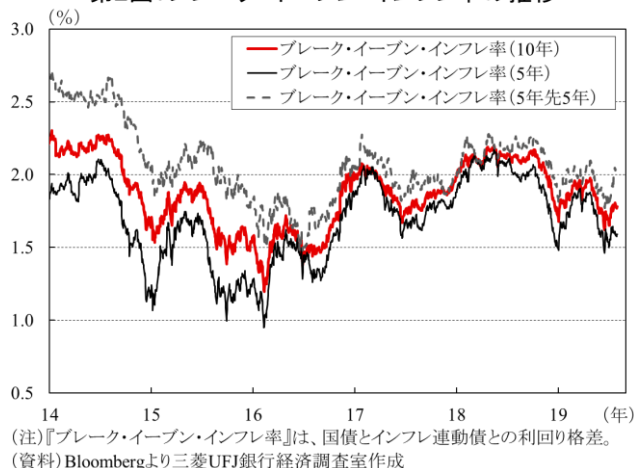
物価の現状判断では、総合インフレ率と食品・エネルギーを除いたインフレ率（前年比）が前回同様「2%を下回っている」とされ、インフレ期待については、金融市場から観察されるブレイク・イーブン・インフレ率は前回の「低下した」から「引き続き低位」へ修正され、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」で前回から不変だった。

実際の物価指標を確認すると、FRB が目標とする個人消費支出（PCE）インフレ率は直近 6 月に、総合指数が前年比+1.4%、食品・エネルギーを除いたコア指数が同+1.6%となっている（第 1 図）。また、ブレイク・イーブン・インフレ率は 4 月後半頃より低下傾向で推移していたが、足元では持ち直しつつある（第 2 図）。

第1図：個人消費支出(PCE)インフレ率の推移



第2図：ブレイク・イーブン・インフレ率の推移



## 「世界経済の動向から得られる経済見通しへの示唆」と「インフレ圧力の弱さ」を踏まえて、政策金利を引き下げ

金融政策の判断部分では、「世界経済の動向から得られる経済見通しへの示唆」と「インフレ圧力の弱さ」が示唆する点を踏まえて政策金利を 2.0%～2.25%へ引き下げた、としている。今回の決定は「持続的な経済活動の拡大、力強い労働市場の状態、対称的な<sup>(注1)</sup> 2%の目標近くでのインフレ率の推移が、最も蓋然性の高い結果である」との委員会の見方をサポートするものの、見通しに対する不確実性は依然残るとされた。

今後については「政策金利誘導目標レンジの将来的な道筋を熟考するに際し、今後入手される情報から得られる見通しに関する示唆を引き続き観察し (continue to monitor)、持続的な (経済活動の) 拡大、力強い労働市場、対称的な 2%の目標近くでのインフレ率推移のために適切に行動する」とされた。前回は「注視する (closely monitor)」とされたが、今回は closely が削除されている。

(注1) インフレ率が 2%目標を挟んで上下に振れることが許容されること。

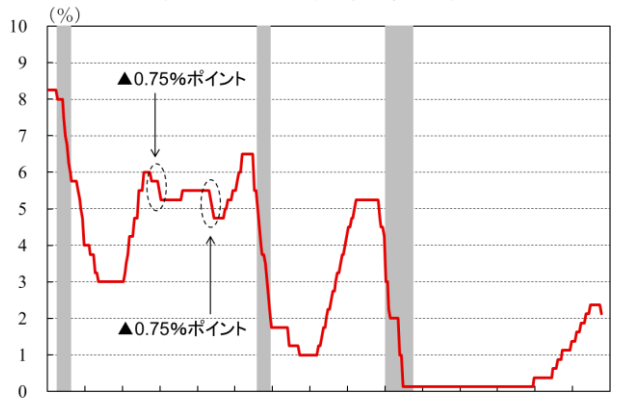
## 情勢に大きな変化が無ければ、パウエル議長は現時点であと 1～2 回の利下げを想定していると捉えられる

今回の FOMC の決定は金融市場では幾分タカ派的と受け止められたが、概ねこれまでの FRB 高官の発言等に沿った想定範囲内の結果と受け止められよう。パウエル FRB 議長の記者会見では、今回の利下げの位置付けや今後の利下げ回数に関する質問が多かった。パウエル議長は今回の利下げには 3 つの理由・狙いがあるとし、①「不確実性の高まりを受けたりスクマネジメントの側面」、②「世界経済の低迷や通商問題から影響を受けつつある一部経済活動のサポート」、③「インフレ率が目標の 2%へ回帰することのサポート」を指摘している。また今後については、「追加利下げ判断はデータ次第である」、「長期にわたる一連の利下げの始まりではない」、「(利下げが) 一度だけとは言っていない」、「今回の利下げは基本的には (景気) サイクル中盤における (政策) 調整だと考えている」等と述べている。「サイクル中盤における政策調整」について、パウエル議長は過去にも事例があると述べている。それらは 1995 年 (～96 年) と 1998 年に行われた利下げ<sup>(注2)</sup> を指しているとみられ、それらの利下げ幅はともに 0.75%ポイントであった (第 3 図)。

これらの発言を踏まえると、情勢に大きな変化が無ければ、パウエル議長は現時点であと 1～2 回の利下げを想定していると捉えられそうだ。なお、パウエル議長が過去の類似例として指摘したとみられる 1995 年と 1998 年だが、政策金利の水準は現在と異なり明確に引き締めのため、当時と同程度の利下げ幅が適当なのかどうかには議論の余地があるだろう (第 4 図)。

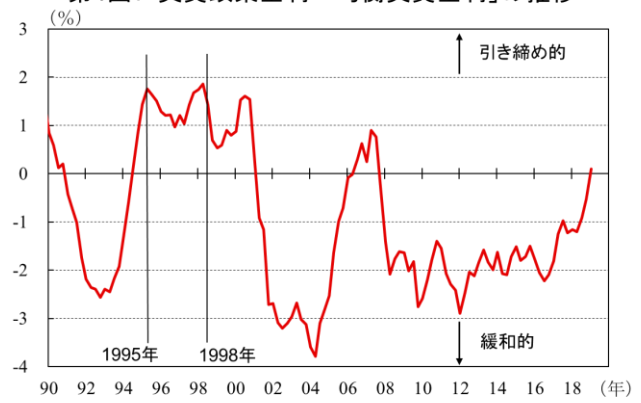
(注2) 1998 年の 9 月から 11 月にかけての利下げは、通常の景気対応という側面よりも、同年 9 月の米ヘッジファンド LTCM の実質破綻に起因する金融市場の動揺に対する緊急的な政策対応という側面が強かった。

第3図:FF金利誘導目標の推移



(注)2008年12月以降は誘導目標レンジの中間値。網掛け部分は景気後退期間。  
 (資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図:「実質政策金利－均衡実質金利」の推移



(注)『実質政策金利』=政策金利誘導目標－コアPCEデフレーター。『均衡実質金利』は、Laubach-Williamsによる推計値。2019年1-3月期までのデータ。  
 (資料)ニューヨーク連銀、米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2019年7月31日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(6月18日・19日)	今回(7月30日・31日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in May indicates that the labor market remains strong and that economic activity is rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although growth of household spending appears to have picked up from earlier in the year, indicators of business fixed investment have been soft. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation have declined; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>景気・物価の見通し/金融政策 Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent. The Committee continues to view sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective as the most likely outcomes, but uncertainties about this outlook have increased. In light of these uncertainties and muted inflation pressures, the Committee will closely monitor the implications of incoming information for the economic outlook and will act as appropriate to sustain the expansion, with a strong labor market and inflation near its symmetric 2 percent objective.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p>投票結果 Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W.</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in June indicates that the labor market remains strong and that economic activity <u>has been</u> rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Although growth of household spending <u>has picked up</u> from earlier in the year, <u>growth</u> of business fixed investment has been soft. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation <u>remain low</u>; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>景気・物価の見通し/金融政策 Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <u>In light of the implications of global developments for the economic outlook as well as muted inflation pressures, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate to 2 to 2-1/4 percent. This action supports the Committee's view</u> that sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective are the most likely outcomes, but uncertainties about this outlook <u>remain</u>. <u>As the Committee contemplates the future path of the target range for the federal funds rate, it will continue to monitor</u> the implications of incoming information for the economic outlook and will act as appropriate to sustain the expansion, with a strong labor market and inflation near its symmetric 2 percent objective.</p> <p>In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.</p> <p><u>The Committee will conclude the reduction of its aggregate securities holdings in the System Open Market Account in August, two months earlier than previously indicated.</u></p> <p>投票結果 Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W.</p>

Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren. Voting against the action was James Bullard, who preferred at this meeting to lower the target range for the federal funds rate by 25 basis points.	Bowman; Lael Brainard; <u>James Bullard</u> ; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; and Randal K. Quarles. Voting against the action were <u>Esther L. George and Eric S. Rosengren, who preferred at this meeting to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent.</u>
--	---

(注) 下線部分は前回からの変更箇所。

(資料) FOMC 資料より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.