

# 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

### 9月FOMC～2会合連続で利下げを実施、今後の政策判断は引き続きデータ次第

#### 【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 2.0%～2.25%から 1.75%～2.0%へ 0.25%ポイント引き下げた。政策金利の引き下げは前回7月会合に続いて2会合連続である。採決では投票権を持つ10名中2名が政策金利の据え置きを主張して反対票を投じ、1名が0.5%ポイントの引き下げを主張して反対票を投じた。
- ◇ FOMC後の記者会見におけるパウエルFRB議長の発言は前回と概ね同内容であったが、今後の政策運営はデータ次第でありバイアスのない点を前回よりも幾分強調していたように見受けられる。これは、①「2会合連続で利下げを一先ず実施した」、②「足元の金融政策判断に影響を与えている要因が『米中通商問題の不透明感』や『世界経済の動向』であってそもそも予測が難しい」、③「参加者の政策金利見通しがばらついている」等を反映している。
- ◇ 次回FOMCは10月29日・30日に予定されているが、その前に米中通商協議が行われる可能性が出てきた。米中通商協議で貿易摩擦の緩和に向けた措置が示されて通商問題を巡る不透明感が一定程度緩和されるようであれば、株価も過去最高値圏で足元推移するなか、次回会合での利下げは見送られるのではないだろうか。
- ◇ なお、先行きを展望する上では物価動向にも目配りが必要である。先週発表された8月の消費者物価では食品・エネルギーを除いたコア指数が前年比+2.4%と2018年7月以来の高い上昇率を記録しており、FRBが目標とするPCEインフレ率の8月分（9月27日発表）でもコア指数の上昇率加速が予想されている。仮に今後も物価上昇率の加速が続けば、不透明感や不確実性が残存乃至更に強まった場合でも、追加利下げは難しい判断になるだろう。

## 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 2.0%～2.25%から 1.75%～2.0%へ 0.25%ポイント引き下げた。政策金利の引き下げは前回 7 月会合に続いて 2 会合連続である。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、1 名（ブラード・セントルイス連銀総裁）が 0.5%ポイントの引き下げを主張して反対票を投じた。

## 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」とされ前回から不変だった。

労働市場については引き続き「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、経済活動の内訳は、前回の「個人消費の伸びは今年初めに比べて高まったが、設備投資の伸びは低調である」から「個人消費は力強いペースで増加したが、設備投資と輸出は弱まっている」へ修正された。

物価の現状判断は前回から不変で、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）は「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「引き続き低位」、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」とされた。

## 声明文における金融政策の判断部分は前回と同一

金融政策の判断部分は前回と同一だった。「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 1.75%～2.0%へ引き下げたとされ、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、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。

## FOMC 参加者の経済予測では、実質 GDP 成長率の予測が小幅上方に遷移

3 ヶ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測（中央値）は総じて小幅な変化に止まった。前回（6 月時点）に比べて実質 GDP 成長率は、2019 年と 2021 年が 0.1%ポイント

上方遷移した（第1表）。失業率は2019年のみ0.1%ポイント上昇し（悪化方向へ遷移）、物価は、個人消費支出（PCE）インフレ率とコアPCEインフレ率ともに何れの期間も前回から不変だった。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2019	2020	2021	2022	中長期	2019	2020	2021	2022	中長期
実質GDP成長率	前々回（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
	前回（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
	今回（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
失業率	前々回（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
	前回（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
	今回（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
PCEインフレ率	前々回（3月）	1.8	2.0	2.0	-	2.0	1.8 - 1.9	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	-	2.0
	前回（6月）	1.5	1.9	2.0	-	2.0	1.5 - 1.6	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-	2.0
	今回（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
コアPCEインフレ率	前々回（3月）	2.0	2.0	2.0	-	-	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	-	-
	前回（6月）	1.8	1.9	2.0	-	-	1.7 - 1.8	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-	-
	今回（9月）	1.8	1.9	2.0	2.0	-	1.7 - 1.8	1.9 - 2.0	2.0	2.0 - 2.2	-

(注)1. 『中心傾向』は上下夫々三つの予測値を除いたもの。

2. 『GDP』と『インフレ率』は第4四半期の前年同期比。『失業率』は各年第4四半期の平均値。

(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

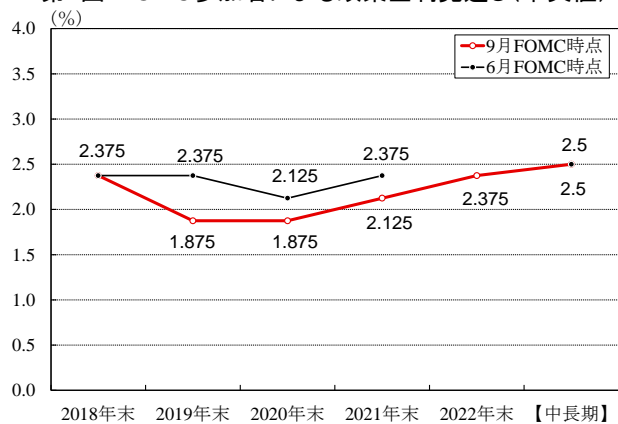
## FOMC参加者の政策金利見通しは下方に遷移

FOMC参加者による政策金利（FF金利）見通しは、中央値でみると、2019年末が1.875%で前回（6月時点）から0.50%ポイント低下、2020年末が1.875%で0.25%ポイント低下、2021年末が2.125%で0.25%ポイント低下した（次頁第1図）。今回初めて発表された2022年末は2.375%となり、中立水準と捉えられる中長期は2.5%で前回から不変だった。

また、政策金利見通しを平均値でみると、2019年末は1.846%で前回から0.323%ポイント低下、2020年末は1.875%で0.338%ポイント低下、2021年末は2.066%で0.250%ポイント低下した（次頁第2図）。2022年末は2.272%となり、中長期は2.570%で前回から0.125%ポイント低下した。

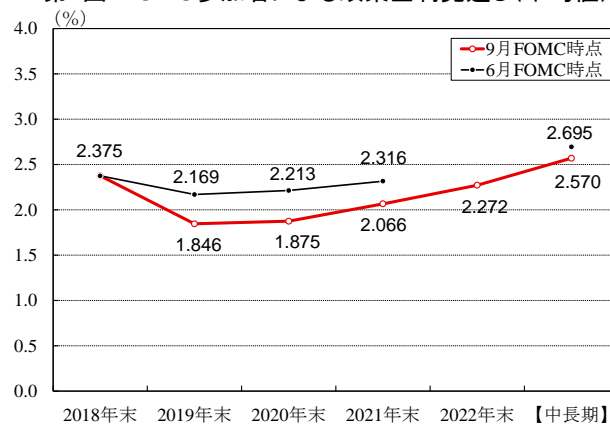
2019年末の政策金利見通しを参加者個々にみると、今回利下げ実施後の政策金利水準を予想する参加者が5人（年内は据え置き）、0.25%ポイント低い政策金利を予想する参加者が7人（年内にあと1回の利下げ）、0.25%ポイント高い政策金利を予想する参加者が5人であった。0.25%ポイント高い政策金利を予想する参加者は、年内の追加利上げを支持しているというよりは今回の追加利下げに反対だったということであろう。

第1図:FOMC参加者による政策金利見通し(中央値)



(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図:FOMC参加者による政策金利見通し(平均値)



(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

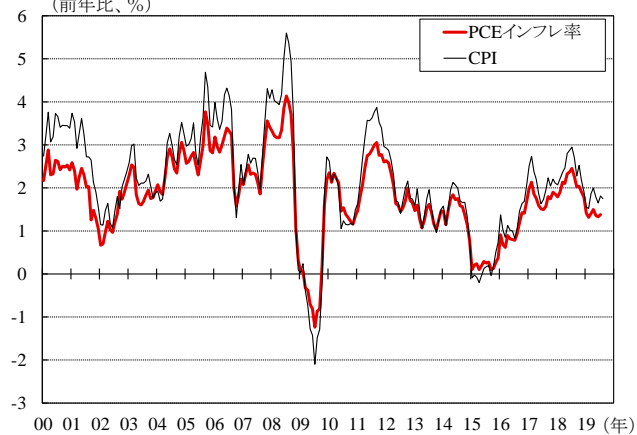
## パウエル議長は今後の政策運営はデータ次第でありバイアスがない点を前回よりも幾分強調

FOMC後の記者会見におけるパウエルFRB議長の発言は前回と概ね同内容であったが、今後の政策運営はデータ次第でありバイアスのない点を前回よりも幾分強調していたように見受けられる。これは、①「2会合連続で利下げを一先ず実施した」、②「足元の金融政策判断に影響を与えている要因が『米中通商問題の不透明感』や『世界経済の動向』であってそもそも予測が難しい」、③「参加者の政策金利見通しがばらついている」等を反映しているように。

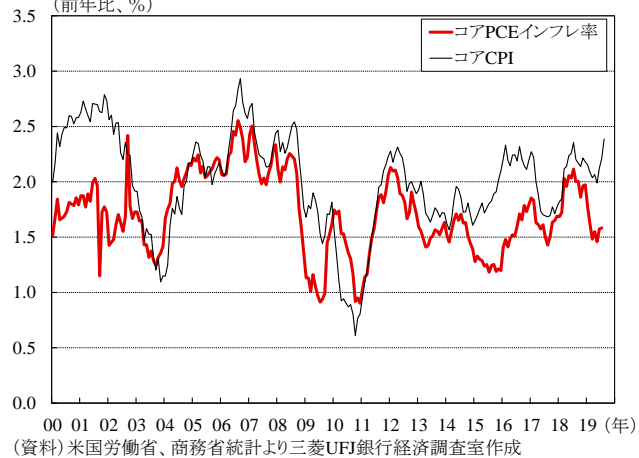
次回FOMCは10月29日・30日に予定されているが、その前に米中通商協議が行われる可能性が出てきた。米中通商協議で貿易摩擦の緩和に向けた措置が示されて通商問題を巡る不透明感が一定程度緩和されるようであれば、株価も過去最高値圏で足元推移するなか、次回会合での利下げは見送られるのではないだろうか。

なお、先行きを展望する上では物価動向にも目配りが必要である。先週発表された8月の消費者物価では食品・エネルギーを除いたコア指数が前年比+2.4%と2018年7月以来の高い上昇率を記録しており(次頁第3図・第4図)、FRBが目標とするPCEインフレ率の8月分(9月27日発表)でもコア指数の上昇率加速が予想されている。仮に今後も物価上昇率の加速が続けば、不透明感や不確実性が残存乃至更に強まった場合でも、追加利下げは難しい判断になるだろう。

第3図:CPIと個人消費支出(PCE)インフレ率の推移  
(前年比、%)



第4図:コアCPIとコア個人消費支出(PCE)インフレ率の推移  
(前年比、%)



(2019年9月18日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(7月30日・31日)	今回(9月17日・18日)
<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 has been 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 has picked up from earlier in the year, growth 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 remain low; 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 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 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 remain. As the Committee contemplates the future path of the target range for the federal funds rate, it will continue to 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>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.</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 July indicates that the labor market remains strong and that economic activity has been rising at a moderate rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. <u>Although household spending has been rising at a strong pace, business fixed investment and exports have weakened.</u> 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 remain low; 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 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 <u>1-3/4 to 2 percent.</u> This action supports the Committee's view 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 remain. As the Committee contemplates the future path of the target range for the federal funds rate, it will continue to 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>



Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; and Randal K. Quarles. Voting against the action were 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.	Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; and Randal K. Quarles. <u>Voting against the action were James Bullard, who preferred at this meeting to lower the target range for the federal funds rate to 1-1/2 to 1-3/4 percent;</u> and Esther L. George and Eric S. Rosengren, who preferred to maintain the target range at 2 percent to 2-1/4 percent.
--	--

(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、宜しくお願ひ申し上げます。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.