

# 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

### 6月FOMC～政策金利は据え置き、政策金利見通しは下方修正

#### 【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は本日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを2.25%～2.5%で据え置いた。採決は前回までは全会一致だったが、今回はブラード・セントルイス連銀総裁が0.25%ポイントの利下げを主張して反対票を投じている。
- ◇ 今回のFOMCでは「声明文において今後の金融政策に関する文言が変更され、中立ではなく利下げ方向へのバイアスが示された」、「FOMC参加者の政策金利見通しが割れている（参加者17人中9人が年内の利上げ又は据置きを予想した一方、8人が年内の利下げを予想）」等が確認された。
- ◇ 但し、FRBが利下げを検討している背景は、必ずしも足元の景気が弱いからではなく見通しに対する不確実性の強まり等であり、その不確実性をもたらしている最大の要因は米中間の貿易問題だと思われる。この点については今週になって月末のG20首脳会議に合わせてトランプ大統領と習国家主席が会談することとなったため、その結果を注視する必要があるだろう。月末までの時間は限られていて抜本的な貿易問題の解決は難しいとしても、トランプ政権が現在検討している中国からの輸入品約3,000億ドルに対する追加関税措置が一先ず先送りされたりすれば、再びFRBの判断に影響を及ぼす可能性はある。
- ◇ また、FOMC参加者の政策金利見通しを個々にみると、いずれの時間軸においても0.5%ポイントを上回る利下げ幅を予想している参加者は現時点でいない。FRBが現環境下での利下げ余地を0.5%ポイントとみているとすれば、利下げを検討する場合でもそのタイミングを含め慎重な判断となってこよう。
- ◇ なお、今後利下げが実施される場合には、実体経済が堅調な中での「不確実性」や「低インフレ」を根拠とした利下げと位置付けられるため、金融面の不均衡が拡大するリスクであったり、（FRBが景気を悲観視しているとの受け止めから）経済主体のセンチメント等が下振れるリスクにも目配りが必要となるだろう。

## 政策金利を据え置き

連邦公開市場委員会（FOMC）は本日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを 2.25%～2.5%で据え置いた。採決は前回までは全会一致だったが、今回はブラード・セントルイス連銀総裁が 0.25%ポイントの利下げを主張して反対票を投じている。

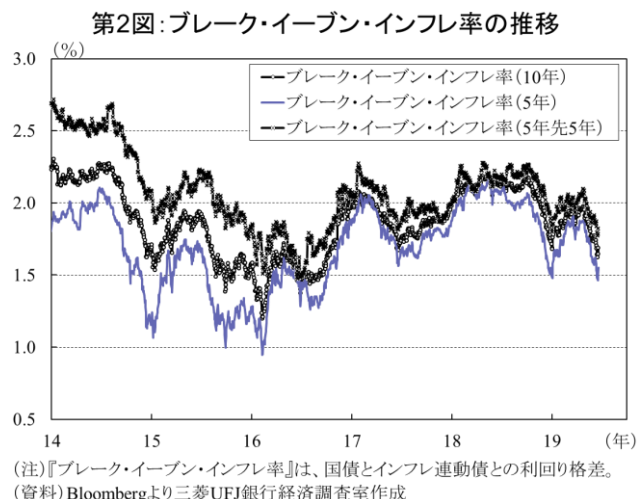
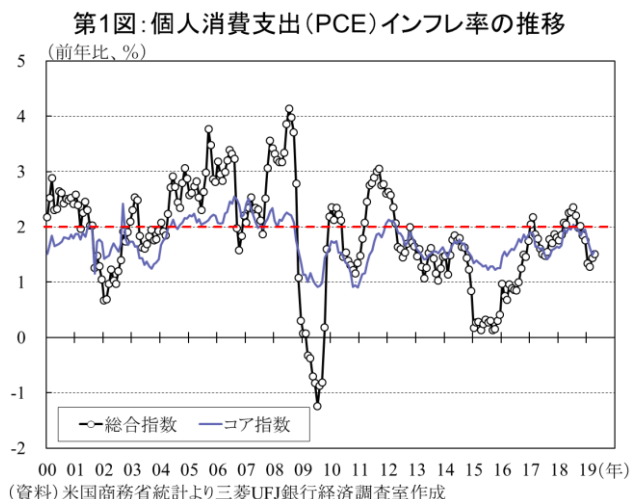
## FOMC 声明文における景気の現状判断は下方修正

FOMC 声明文における景気の現状判断は、総括部分が前回の「労働市場は力強いままで、経済活動は堅調な（solid）ペースで拡大した」から「労働市場は力強いままで、経済活動は緩やかな（moderate）ペースで拡大した」へ下方修正された。

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、失業率は低いまま」とされ前回から不変だった。経済活動の内訳は、前回の「個人消費と設備投資の伸びは 1-3 月期に減速した」から「個人消費の伸びは今年初めに比べて高まったようにみえるが、設備投資の指標は低調」へ変更された。

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、前回の「低下して 2%を下回っている」から「2%を下回っている」へ微修正された。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「ここ数ヶ月は低いまま」から「低下した」へ下方修正され、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 4 月に、総合指数が前年比+1.5%、食品・エネルギーを除いたコア指数が同+1.6%となった（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る（第 2 図）。



## 見通しに対する不確実性の高まりを背景に、今後の金融政策に関する文言を変更

景気・物価見通しと今後の金融政策に関する文言は前回から変更された。前回の文言を具体的に振り返っておくと、景気・物価見通しについて「持続的な経済活動の拡大、力強い労働市場の状態、中期的に対称的な<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だと引き続き判断している」とされ、金融政策については「世界経済・金融市場の動向とインフレ圧力の弱さを踏まえると、上記の蓋然性の高い結果をもたらすことを促進するために、政策金利の誘導目標レンジに対し将来どのような調整するのが適切かを決定することについて辛抱強く (patient) 待ちの姿勢をとれるだろう」とされていた。

今回は、景気・物価について前回同様の見通しが示されつつも「見通しに対する不確実性が増した」との文言が追加され、金融政策については「不確実性とインフレ圧力の弱さを踏まえると、今後入手される情報が見通しに与える影響を注視し、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 (will act as appropriate)」とされた。

(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、物価予測が下方に遷移

3ヵ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測(中央値)をみると、前回(3月時点)に比べて実質 GDP 成長率の変化は小幅に止まり、2020年のみ0.1%ポイント上方遷移した(第1表)。失業率は、2019年、2020年、2021年、中長期が夫々0.1%ポイント低下した(改善方向へ遷移)。物価は相応に下方遷移し、個人消費支出(PCE)インフレ率は2019年が0.3%ポイント、2020年が0.1%ポイント、コアPCEインフレ率は2019年が0.2%ポイント、2020年が0.1%ポイントそれぞれ低下した。

第1表：FOMC参加者による経済予測

		中央値				中心傾向			
		2019	2020	2021	中長期	2019	2020	2021	中長期
実質GDP成長率	前々回(12月)	2.3	2.0	1.8	1.9	2.3 - 2.5	1.8 - 2.0	1.5 - 2.0	1.8 - 2.0
	前回(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
	今回(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
失業率	前々回(12月)	3.5	3.6	3.8	4.4	3.5 - 3.7	3.5 - 3.8	3.6 - 3.9	4.2 - 4.5
	前回(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
	今回(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
PCEインフレ率	前々回(12月)	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0
	前回(3月)	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8 - 1.9	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0
	今回(6月)	1.5	1.9	2.0	2.0	1.5 - 1.6	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0
コアPCEインフレ率	前々回(12月)	2.0	2.0	2.0	-	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	-
	前回(3月)	2.0	2.0	2.0	-	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	-
	今回(6月)	1.8	1.9	2.0	-	1.7 - 1.8	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-

(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。

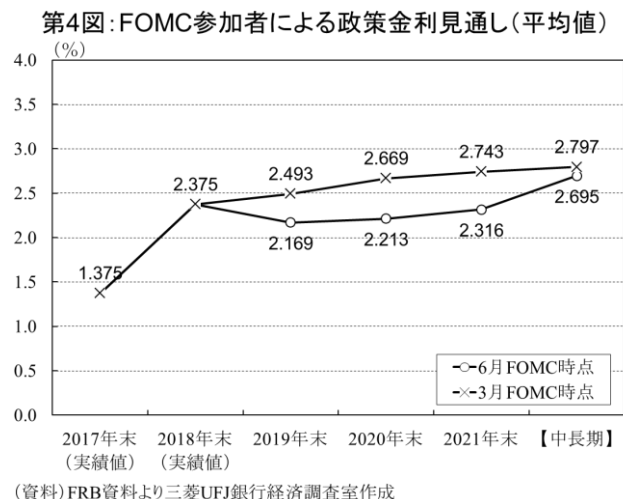
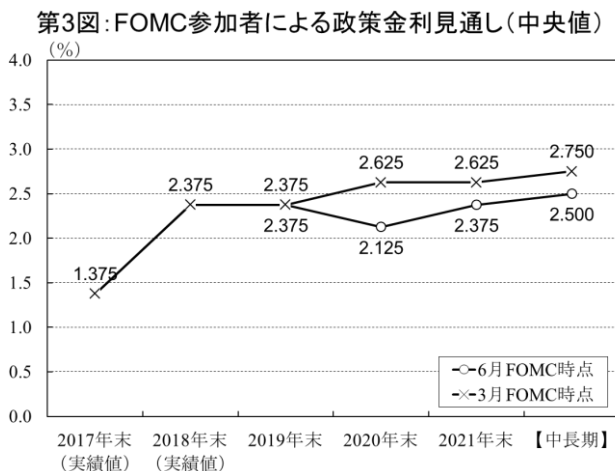
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 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 2.375% で前回（3 月時点）から不変、2020 年末が 2.125% となり前回から 0.5%ポイント低下、2021 年末が 2.375% となり 0.25%ポイント低下した（第 3 図）。中立水準と捉えられる中長期は 2.5%と、0.25%ポイント低下した。

また、政策金利見通しを平均値でみると、2019 年末は 2.169%で前回から 0.324%ポイント低下、2020 年末は 2.213%で 0.456%ポイント低下、2021 年末は 2.316%で 0.427%ポイント低下し、中長期は 2.695%で前回から 0.102%ポイント低下した（第 4 図）。

2019 年の政策金利見通しを参加者個々にみると、利上げ 1 回が 1 人、据え置きが 8 人、利下げ 1 回が 1 人、利下げ 2 回が 7 人であった（1 回の政策金利変更幅を 0.25%ポイントとした場合）。



## 今回の FOMC では FRB が利下げを視野に入れている様子が確認された

今回の FOMC では「声明文において今後の金融政策に関する文言が変更され、中立ではなく利下げ方向へのバイアスが示された」、「FOMC 参加者の政策金利見通しが割れている（参加者 17 人中 9 人が年内の利上げ又は据置きを予想した一方、8 人が年内の利下げを予想）」等が確認された。

但し、FRB が利下げを検討している背景は、必ずしも足元の景気が弱いからではなく見通しに対する不確実性の強まり等であり、その不確実性をもたらしている最大の要因は米中間の貿易問題だと思われる。この点については今週になって月末の G20 首脳会議に合わせてトランプ大統領と習国家主席が会談することとなったため、その結果を注視する必要はあるだろう。月末までの時間は限られていて抜本的な貿易問題の解決は難しいとしても、トランプ

政権が現在検討している中国からの輸入品約 3,000 億ドルに対する追加関税措置が一先ず先送りされたりすれば、再び FRB の判断に影響を及ぼす可能性はある。

また、FOMC 参加者の政策金利見通しを個々にみると、いずれの時間軸においても 0.5%ポイントを上回る利下げ幅を予想している参加者は現時点でいない。FRB が現環境下での利下げ余地を 0.5%ポイントとみているとすれば、利下げを検討する場合でもそのタイミングを含め慎重な判断となつてこよう。

なお、今後利下げが実施される場合には、実体経済が堅調な中での「不確実性」や「低インフレ」を根拠とした利下げと位置付けられるため、金融面の不均衡が拡大するリスクであったり、(FRB が景気を悲観視しているとの受け止めから) 経済主体のセンチメント等が下振れるリスクにも目配りが必要となろう。

(2019年6月19日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(4月30日・5月1日)	今回(6月18日・19日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in March indicates that the labor market remains strong and that economic activity rose at a solid rate. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Growth of household spending and business fixed investment slowed in the first quarter. On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy have declined and are running below 2 percent. On balance, market-based measures of inflation compensation have remained low in recent months, and 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. In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures, the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes.</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 FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren.</p>	<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 <u>rising at a moderate rate</u>. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. <u>Although growth of household spending appears to have picked up from earlier in the year, indicators of business fixed investment have been soft.</u> On a 12-month basis, overall inflation and inflation for items other than food and energy <u>are running below 2 percent</u>. Market-based measures of inflation compensation <u>have declined</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. 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, <u>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.</u></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. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren. <u>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.</u></p>

(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、弊社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.