



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 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

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, hikurihara@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

October 28, 2015

<FOCUS>

10月FOMC～現状維持も、利上げ開始が一段と近付いていることを示唆

- 連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で金融政策の現状維持を確認。採決では、前回同様リッチモンド連銀のラッカー総裁が0.25%の利上げを主張して反対した。
- 今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「緩やかに拡大した」とされ前回から不変。経済指標が引き続き冴えないなか、総括判断が下方修正される可能性もあるとみていたが据え置かれた。
- 景気・物価の見通しでは引き続き、景気は「緩やかなペースで拡大する」とされた。前回追加された「最近の世界経済や金融市場の動向が経済活動を幾分か抑制する可能性があり、短期的にはインフレに一段と下方圧力を加えるだろう」との文言は削除された。見通しに対するリスクは、引き続きバランスしているとされ、前回追加された「海外情勢を注視する」との文言が「世界経済や金融市場の動向を注視する」へ変更された。
- 金融政策の判断部分では、判断の対象がこれまでの『ゼロ金利政策継続の判断』から『次回例会合で利上げが適切かどうかの判断』に変更された。利上げ開始時期が一段と近付いていることを示唆していよう。判断は引き続き、完全雇用とインフレ目標2%に向けた進展を実績・予測の双方から評価し、労働市場やインフレ圧力・期待に関する指標や、金融・国際情勢を含む幅広い情報を考慮して行われる。
- 経済指標の回復が依然緩慢なため、年内（12月FOMC）における利上げ開始はやや遠退いたとみていたが、本日の総じてタカ派的な声明文は、FRBとして年内利上げ開始の意向が相応に残っていることを示していよう。①10-12月期の成長率見通しが（1~2%程度に止まると予想されている7-9月期から）2~3%程度に持ち直し、②金融市場が再び不安定化せず、③海外経済に対する悲観的な見方が一段と強まらなければ、早期に一先ず初回の利上げを実施したいと考えているようだ。
- なお、FRB同様、景気は緩やかに持ち直すと予想しているが、当面の主要なリスクの一つは株価動向であろう。米国の株価は10月に入り急伸してきた結果、急落する前の8月中旬の水準にまで既に戻っている。タカ派的な声明文を受けた利上げ観測の強まりが株価を下押しし、再び景気回復を抑制しないかどうか注視が必要だ。

<FOCUS> 10月FOMC～現状維持も、利上げ開始が一段と近付いていることを示唆

金融政策の現状維持を確認

連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で金融政策の現状維持を確認（ゼロ金利維持と保有資産の償還分再投資継続）。利上げ開始は予想された通り見送られた。採決では、前回同様リッチモンド連銀のラッカー総裁が0.25%の利上げを主張して反対した。

声明文における景気の現状判断は据え置き

今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「緩やかに拡大した（expanding at a moderate pace）」とされ前回から不変。経済指標が引き続き冴えないなか、総括判断が下方修正される可能性もあるとみていたが据え置かれた。

個人消費と設備投資については、前回までの「緩やかに拡大」から「ここ数ヶ月は着実に増加（increase at solid rates）」に表現がやや強められた。小売売上高や耐久財受注等、足元の経済指標からはやや甘めの判断との印象も受ける。住宅市場は「一段と改善がみられる」とされ不変。一方、純輸出は引き続き弱めと判断された。

労働市場に関する部分では、雇用者数の増加ペースが「減速（slow）」し失業率も「不変」と表現が弱められたものの、労働市場のスラック（未活用部分）については「それにも関わらず、今年に入ってから縮小」と判断が据え置かれた。これまでの高官発言にもある通り、足元の雇用者数の増加ペース鈍化については、FRBがさほど気にしている様子は窺われない。

物価に関する判断は略不変。エネルギー価格やエネルギー以外の輸入物価の下落を一部反映し、足元のインフレ率は引き続き長期目標を下回っているとされた。また、サーベイでみる長期インフレ期待は「安定」している一方、金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「幾分低下」と表現が微修正された。

景気・物価見通しでは、世界経済や金融市場の動向に関する警戒感を弱めた模様

景気・物価の見通しでは引き続き、景気は「緩やかな（moderate）ペースで拡大する」とされた。前回追加された「最近の世界経済や金融市場の動向が経済活動を幾分か抑制する可能性があり、短期的にはインフレに一段と下方圧力を加えるだろう」との文言は削除された。

見通しに対するリスクは、引き続きバランスしているとされ、前回追加された「海外情勢（developments abroad）を注視する」との文言が「世界経済や金融市場の動向（global economic and financial developments）を注視する」へ変更された。

中期的な物価については、“労働市場の一段の改善”や“エネルギー価格下落やその他影響の一巡”により緩やかに2%に近付いていく、との見方が維持された。

金融政策の判断部分では、利上げ開始時期が一段と近付いていることを示唆

金融政策の判断部分では、判断の対象がこれまでの『ゼロ金利政策継続の判断』から『次回会合で利上げが適切かどうかの判断』に変更された。利上げ開始時期が一段と近付いていることを示唆していよう。判断は引き続き、完全雇用とインフレ目標2%に向けた進展を実績・予測の双方から評価し、労働市場やインフレ圧力・期待に関する指標や、金融・国際情勢を含む幅広い情報を考慮して行われる。

なお、やや重複するが「今後の利上げ開始については労働市場が幾分か一段と改善し、インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信が持てれば適切となる」との文言もそのまま残された。

タカ派的な声明文は、FRBとして年内利上げ開始の意向が相応に残っていることを示唆

経済指標の回復が依然緩慢なため、年内（12月FOMC）における利上げ開始はやや遠退いたとみていたが、本日の総じてタカ派的な声明文は、FRBとして年内利上げ開始の意向が相応に残っていることを示している。勿論、今後の“データ次第”ではあるが、①10-12月期の成長率見通しが（1~2%程度に止まると予想されている7-9月期から）2~3%程度に持ち直し、②金融市場が再び不安定化せず、③海外経済に対する悲観的な見方が一段と強まらなければ、早期に一先ず初回の利上げを実施したいと考えているようだ。

なお、FRB同様、景気は緩やかに持ち直すと予想しているが、当面の主要なリスクの一つは株価動向であろう。米国の株価は10月に入り急伸してきた結果、急落する前の8月中旬の水準にまで既に戻っている。タカ派的な声明文を受けた利上げ観測の強まりが株価を下押しし、再び景気回復を抑制しないかどうか注視が必要だ。

第1表：FRB高官の最近の主な発言

	投票権		発言日	主な発言				
	2015	2016		雇用	インフレ	海外経済・金融市場	金融政策	
↑ タカ派的	ラッカー/リッチ モンド連銀総裁	○		10月14日	問題となるようなスラックは残っていない。10万人の雇用増加ペースでも十分。	一時的要因がなくなれば、インフレ率はかなり早期に2%へ戻る	-	利上げの条件は既に整っている
	メスター/クリー ブランド連銀総裁		○	10月16日	完全雇用に近い状態にある	インフレ率が中期的に2%へ戻ることへの合理的な確信がある	海外経済から生じる下振れリスクはある	米国経済は利上げに処置できる。利上げ開始を遅らせれば、リスクも高まる。
	ジョージ/カンザス シティ連銀総裁		○	9月25日	完全雇用に近い状態にある	一時的要因がなくなれば、インフレ率は2%へ戻る	-	ゼロ金利を解除する条件は整った
	ブラッド/セント ルイス連銀総裁		○	10月13日	失業率は一段と低下するだろう	インフレ率は2016年までに2%を上回る	新興国はFRBの利上げに備えている。基本シナリオでは中国はハードランディングしない。	9月のFOMCで年内利上げが適切との見通しを提示した
	フィッシャー/ FRB副議長	○	○	10月11日	失業率は完全雇用の水準に近付きつつあるが、通常の失業率では捉えきれないスラックも残っている	インフレ期待がアンカーとなるなか、一時的要因がなくなればインフレ率は2%へ戻る	最近の海外情勢が政策見通しに大きな影響を与えるとはみていない	9月のFOMCで年内利上げが適切との見通しを提示した
	ロックハート/ アトランタ連銀総裁	○		10月12、 13日	完全雇用に近い状態にある	インフレ率が2%を下回っても利上げを支持する	市場の混乱はおさまってきているが、新興国経済への不透明感はある	年内に利上げ開始の条件を満たす
	ウィリアムズ/サンフ ランシスコ連銀総裁	○		10月19日	失業率は完全雇用における水準に近い	インフレ率は今後数年で2%へ戻る	世界経済見通しは9月会合時から悪化はしていない（10月8日）	雇用改善と物価見通しの安定が続けば、近い将来の利上げを予想
	ダッドリー/ NY連銀総裁	○	○	10月9日	12~15万の雇用増でも失業率、15日	インフレ率が2%へ戻ることを期待している	中国や新興国の減速が米国に打撃を与えるリスクはある	データ次第だが、年内の利上げ開始を引き続き予想
	イエレン/ FRB議長	○	○	9月24日	労働市場にはある程度スラックが依然残存	一時的要因がなくなれば、インフレ率は2%に向けて戻っていく	最近の国際金融情勢は米国の成長を抑制し得るリスクを浮き彫りにした	年内の利上げ開始が適切になる可能性が高い
	ローゼングレン/ ボストン連銀総裁		○	10月3日	失業者が減少するに伴い、雇用増加ペースが鈍化することは自然	労働市場の力強さが、インフレ率に対する合理的確信を強めてくれる	海外情勢は、消費・住宅等の内需に影響を与えるには至っていない。今後もそうであることを希望。	2~2.5%程度で成長できれば、年内の利上げ開始が可能
↓ ハト派的	タルーロ/ FRB理事	○	○	10月13日	-	インフレ率が2%へ戻るなどの合理的確信を得るために、もう少し具体的証拠が欲しい	-	予想される経済展開を踏まえると、現時点での利上げは適切ではない
	ブレイナー/ FRB理事	○	○	10月12日	完全雇用を達成するまでには、まだ少し距離があるかもしれない	一時的要因を除いても、稼働率の上昇にも関わらずコアインフレ率は低い	海外経済は様々な経路で米国へ影響を与える。弱めの海外経済の行方は米国にとって大きな不確実性の一つ。	均衡実質金利の低下や、政策手段が限定される事なども考慮すれば、リスクが低下するまで様子見が良い
	エバンス/ シカゴ連銀総裁	○		10月12日	雇用は改善。雇用面で利上げ開始の条件は達成された。	インフレ率が2%へ戻るなどの合理的確信を持つためには、もう少し時間が必要	海外経済の低迷が米国経済のリスクになる可能性がある	2016年半ばまで据え置きが最適だが、利上げ開始時期は柔軟に判断する
	コチャラコタ/ミネア ポリス連銀総裁			10月8日	今年になって労働市場の改善ペースが鈍化	労働市場の一段の改善が、インフレ率の回復に必要	-	利上げではなくマイナス金利を含めた利下げの検討が必要
	パウエル/ FRB理事	○	○	-	(最近に関連する発言が無く、現在のスタンスを判断できず。8月5日の段階では「今年中に利上げの時期が到来する」と発言。)			
カフラン/ ダラス連銀総裁			-	(2015年9月の就任以降、関連する発言が無く、現在のスタンスを判断できず)				
ハーカー/フィラデル フィア連銀総裁			-	(2015年7月に就任以降、関連する発言が無く、現在のスタンスを判断できず)				

(資料) FRB資料、Bloomberg、Reuters等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)



FOMC 声明文

前回 (9月16・17日)	今回 (10月27・28日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in July suggests that economic activity is expanding at a moderate pace. Household spending and business fixed investment have been increasing moderately, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft. The labor market continued to improve, with solid job gains and declining unemployment. On balance, labor market indicators show that underutilization of labor resources has diminished since early this year. Inflation has continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation moved lower; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>景気・物価の見通し Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Recent global economic and financial developments may restrain economic activity somewhat and are likely to put further downward pressure on inflation in the near term. Nonetheless, the Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced but is monitoring developments abroad. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. 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. The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in September suggests that economic activity has been expanding at a moderate pace. Household spending and business fixed investment have been <u>increasing at solid rates in recent months</u>, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft. <u>The pace of job gains slowed and the unemployment rate held steady. Nonetheless, labor market indicators, on balance, show that underutilization of labor resources has diminished since early this year.</u> Inflation has continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation moved <u>slightly lower</u>; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>景気・物価の見通し Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced but is <u>monitoring global economic and financial developments</u>. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining <u>whether it will be appropriate to raise the target range at its next meeting</u>, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. 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. The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency</p>



debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

投票結果

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams. Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who preferred to raise the target range for the federal funds rate by 25 basis points at this meeting.

debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

投票結果

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams. Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who preferred to raise the target range for the federal funds rate by 25 basis points at this meeting.

(注) 下線部分は前回からの変更箇所。
(資料) FOMC 資料より三菱東京 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、金融商品の売買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。

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 The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") 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 BTMU. BTMU 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 BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU 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 BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.