



# 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](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

A member of MUFG, a global financial group

December 16, 2015

## <FOCUS>

### 12月FOMC～9年半ぶりの利上げを全会一致で決定

- 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を 0～0.25% から 0.25%～0.5%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは 2006 年 6 月以来 9 年半ぶり。採決は、反対票も予想されたが、全会一致だった。
- 3 ヶ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測は、総じて小幅な修正に止まり、FF 金利見通しも引き続き下方修正されたが小幅に止まった印象だ。FOMC 参加者は現時点で、来年と再来年にかけて年間 1%の利上げを予想している。
- 声明文では、注目される今後の利上げペースについて「経済情勢の改善ペースは緩やかな政策金利引き上げに限って正当化し（warrant only gradual increase）、当面の政策金利は長期的にみて一般的な水準を下回って推移するだろう」とされ、（過去に比べて）緩やかなペースになるであろう点が強調された。
- FRB の保有証券については償還分再投資の方針を維持。但し、「政策金利の正常化プロセスがかなり進行するまでは再投資を継続する」との文言が新たに追加された。再投資を停止するタイミングは一段と遠退いた印象で、FRB は当面の金融出口戦略において金利政策（利上げ）を軸とする姿勢を鮮明にしつつある。
- 本日の利上げ決定は金融市場等では予想されており、焦点は今後の政策運営（利上げペース）に関する FRB からのメッセージであった。緩やかなペースになるであろう点が強調されたとはいえ、FOMC 参加者の政策金利見通しは下方修正が小幅に止まったため、市場予想よりハト派的な結果ではなかったとみられる。
- 一方、今後の政策運営への不透明感については、①「決定が全会一致であったこと」、②「緩やかとはいえ、利上げをすすめる方針自体は比較的明確に示されたこと」、③「イエレン議長は記者会見で“データ次第”を従来ほど強調しなかったこと」、④「FOMC 参加者の政策金利見通しの乖離が縮小したこと」等から幾分緩和した印象を受ける。今後、利上げを行う会合と見送る会合をどのように取捨していくのか依然判然としませんが、月次の経済指標に大きく左右される状態は変化する可能性がありそうだ。

## <FOCUS> 12月FOMC～9年半ぶりの利上げを全会一致で決定

### 政策金利の誘導目標レンジを0.25%ポイント引き上げ

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を0～0.25%から0.25%～0.5%へ0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは2006年6月以来9年半ぶり。採決は、反対票も予想されたが、全会一致だった。

### 声明文における景気・物価の現状判断では、労働市場部分が上方修正

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。内訳も、個人消費と設備投資は「ここ数カ月は着実に増加」、住宅市場は「一段と改善」、純輸出は「引き続き弱め」と何れも不変であった。実際前回10月FOMC以降の経済指標は改善・悪化区々で方向感に乏しい。幾分気懸かりな点もあるが、現段階での判断は据え置きが自然だろう。

労働市場の現状判断は上方修正。「雇用者数増加や失業率低下は労働市場の一段の改善を示し、労働市場の Slack（未活用部分）が今年に入ってかなり縮小した（diminished appreciably）ことを裏付けている」とされた。10月FOMC以降の雇用統計は良好であった。

物価の現状判断について、足元のインフレ率は「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、引き続き長期目標を下回っている」とされ不変。一方、金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「低いまま」とされ、サーベイでみる長期インフレ期待は「やや低下」へ下方修正された。

### 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を再度弱めた模様

景気・物価の見通しでは、金融政策のスタンスを緩やかに調整していくなかでも、引き続き景気は「緩やかな（moderate）ペースで拡大する」とされた。

見通しに対するリスク部分で、前回記載されていた「世界経済や金融市場の動向（global economic and financial developments）を注視する」は削除された。「国内・海外情勢を考慮すると（taking into account domestic and international developments）、引き続きリスクはバランスしている」とされ、世界経済や金融市場の動向に関する警戒を再度弱めた模様である。

中期的な物価については、“労働市場の強化（←前回までは「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。

### FOMC参加者の経済予測は、総じて小幅な修正に止まる

3ヵ月毎に発表されているFOMC参加者による経済予測は、総じて小幅な修正に止まった（第1表）。中央値でみていくと、実質GDP成長率は9月時点からほぼ不変（2016年のみ小幅上方修正）。失業率（U-3ベース）については、2015年、16年、17年に亘って夫々0.1%ポイント引き下げられ、改善方向へ修正された。インフレ率については、PCE総合指数が2016年に限り0.1%ポイント引き下げられた。コア指数は2015年と16年が夫々0.1%ポイント引き下げられた。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)	中央値					中心傾向					全員の予測レンジ					
	2015	2016	2017	2018	中長期	2015	2016	2017	2018	中長期	2015	2016	2017	2018	中長期	
実質GDP成長率	前々回(6月)	1.9	2.5	2.3	-	2.0	1.8-2.0	2.4-2.7	2.1-2.5	-	2.0-2.3	1.7-2.3	2.3-3.0	2.0-2.5	-	1.8-2.5
	前回(9月)	2.1	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0-2.3	2.2-2.6	2.0-2.4	1.8-2.2	1.8-2.2	1.9-2.5	2.1-2.8	1.9-2.6	1.6-2.4	1.8-2.7
	今回(12月)	2.1	2.4	2.2	2.0	2.0	2.1	2.3-2.5	2.0-2.3	1.8-2.2	1.8-2.2	2.0-2.2	2.0-2.7	1.8-2.5	1.7-2.4	1.8-2.3
失業率	前々回(6月)	5.3	5.1	5.0	-	5.0	5.2-5.3	4.9-5.1	4.9-5.1	-	5.0-5.2	5.0-5.3	4.6-5.2	4.8-5.5	-	5.0-5.8
	前回(9月)	5.0	4.8	4.8	4.8	4.9	5.0-5.1	4.7-4.9	4.7-4.9	4.7-5.0	4.9-5.2	4.9-5.2	4.5-5.0	4.5-5.0	4.6-5.3	4.7-5.8
	今回(12月)	5.0	4.7	4.7	4.7	4.9	5.0	4.6-4.8	4.6-4.8	4.6-5.0	4.8-5.0	5.0	4.3-4.9	4.5-5.0	4.5-5.3	4.7-5.8
PCEインフレ率	前々回(6月)	0.7	1.8	2.0	-	2.0	0.6-0.8	1.6-1.9	1.9-2.0	-	2.0	0.6-1.0	1.5-2.4	1.7-2.2	-	2.0
	前回(9月)	0.4	1.7	1.9	2.0	2.0	0.3-0.5	1.5-1.8	1.8-2.0	2.0	2.0	0.3-1.0	1.5-2.4	1.7-2.2	1.8-2.1	2.0
	今回(12月)	0.4	1.6	1.9	2.0	2.0	0.4	1.2-1.7	1.8-2.0	1.9-2.0	2.0	0.3-0.5	1.2-2.1	1.7-2.0	1.7-2.1	2.0
コアPCEインフレ率	前々回(6月)	1.3	1.8	2.0	-	-	1.3-1.4	1.6-1.9	1.9-2.0	-	-	1.2-1.6	1.5-2.4	1.7-2.2	-	-
	前回(9月)	1.4	1.7	1.9	2.0	-	1.3-1.4	1.5-1.8	1.8-2.0	1.9-2.0	-	1.2-1.7	1.5-2.4	1.7-2.2	1.8-2.1	-
	今回(12月)	1.3	1.6	1.9	2.0	-	1.3	1.5-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	-	1.2-1.4	1.4-2.1	1.6-2.0	1.7-2.1	-

(注) 中心傾向は上下其々三つの予測値を除いたもの。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4四半期平均値。  
 (資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

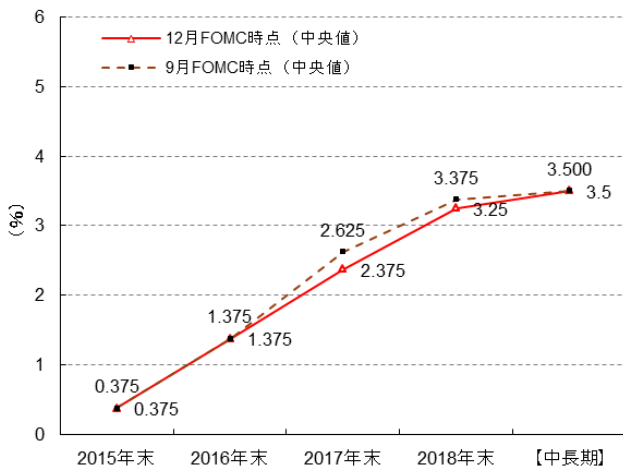
### FOMC参加者のFF金利見通し(中央値)は2017年以降が幾分下方修正

FOMC参加者によるFF金利(政策金利)見通しは、引き続き下方修正されたが小幅に止まった印象だ。中央値でみると、2016年末時点は1.375%で前回(9月時点)から不変(第1図)。2017年末時点は2.375%と前回から0.25%ポイント低下し、2018年末時点も3.25%と前回から0.125%ポイント低下。FOMC参加者は現時点で、来年と再来年にかけて年間1%の利上げを予想している。中立水準と捉えられる中長期のFF金利は3.50%で不変だった。

また、FF金利見通しを平均値でみると、2016年末は1.287%で0.191%ポイント低下、2017年末は2.412%で0.228%ポイント低下、2018年末は3.162%で0.176%ポイント低下。中長期も3.412%となり0.051%ポイント低下している(第2図)。

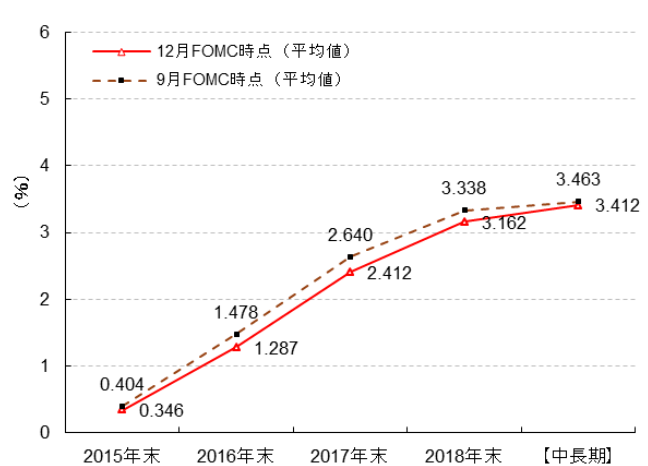
なお、FOMC参加者間のFF金利見通しのバラつきは引き続き大きいものの、前回よりは縮小した。例えば2016年末の見通しは、前回9月FOMC時点では参加者間の乖離が3% (最低値▲0.125%、最高値2.875%)あったが、今回の乖離は1.25% (最低値0.875%、最高値2.125%)となっている。

第1図：FOMC参加者によるFF金利見通し(中央値)



(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：FOMC参加者によるFF金利見通し(平均値)



(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 金融政策の判断部分では、今後の利上げが緩やかなペースである点を強調

金融政策の判断部分では、「労働市場が大幅に改善しており、インフレ率が2%へ戻ると合理的な確信を持っている」とされ、政策金利が0.25%ポイント引き上げられた(0~0.25%→0.25%~0.5%)。現在はFRBのバランスシートが拡大した状態でピンポイントでの政策金利誘導が難しいため、今後も暫く政策目標はレンジの状態が続くことになる<sup>1</sup>。また、「利上げ後も金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、労働市場の一段の改善とインフレ率が2%へ戻ることをサポートする」とされた。

今後の“政策金利調整のタイミングと規模(size)”の決定は、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。インフレ率については「足元で2%目標を下回っている点を踏まえ、インフレ目標に向けた実績と見通しを注視する」との文言が追加されたが、イエレン議長の記者会見によれば従来同様とのこと。即ち、足元のインフレ実績が下振れているだけで、次回以降の利上げが見送られるわけでもない。

注目される今後の利上げペースについては「経済情勢の改善ペースは緩やかな政策金利引き上げに限って正当化し(warrant only gradual increase)、当面の政策金利は長期的にみて一般的な水準を下回って推移するだろう」とされ、(過去に比べて)緩やかなペースになるであろう点が強調された。なお、“gradual”は、前回利上げ局面で会合毎に0.25%の利上げを示唆した“measured”に相当する、今回利上げ局面でのキーワードになる可能性もあろう。

FRBの保有証券については償還分再投資の方針を維持。但し、「政策金利の正常化プロセスがかなり進行する(well under way)までは再投資を継続する」との文言が新たに追加された。再投資を停止するタイミングは一段と遠退いた印象で、FRBは当面の金融出口戦略において金利操作(利上げ)を軸とする姿勢を鮮明にしつつある。

## FOMCは全体としてハト派的ではなかったが、政策運営の不透明感は緩和方向か

本日の利上げ決定は金融市場等では予想されており、焦点は今後の政策運営(利上げペース)に関するFRBからのメッセージであった。緩やかなペースになるであろう点が強調されたとは言え、FOMC参加者の政策金利見通しは下方修正が小幅に止まったため<sup>2</sup>、市場予想よりハト派的な結果ではなかったとみられる。

一方、今後の政策運営への不透明感については、①「決定が全会一致であったこと」、②「緩やかとはいえ、利上げをすすめる方針自体は比較的明確に示されたこと」、③「イエレン議長は記者会見で“データ次第”を従来ほど強調しなかったこと」、④「FOMC参加者の政策金利見通しの乖離が縮小したこと」等から幾分緩和した印象を受ける。今後、利上げを行う会合と見送る会合をどのように取捨していくのか依然判然としないが、月次の経済指標に大きく左右される状態は変化する可能性がありそうだ。

(栗原 浩史)

<sup>1</sup> FRBのバランスシートが拡大した状態で実際のFF金利を引き上げるために、所要準備と超過準備に対する支払い金利を0.50%へ引き上げるほか、翌日物リバースレポオペをオファーレート0.25%で実施することや、ターム物リバースレポを活用すること等も決定した。バランスシート拡大下での政策金利引き上げに関する詳細は、3月6日付Weekly『再考「FRBのB/S拡大下での政策金利引き上げ」』をご参照。

<sup>2</sup> 市場予想より高めの状態が維持されている。





FOMC 声明文

前回 (10月27・28日)	今回 (12月15・16日)
<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 increasing at solid rates in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft. 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. 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 slightly 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. 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 global economic and financial developments. 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 whether it will be appropriate to raise the target range at its next meeting, 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 debt and agency mortgage-backed securities in agency</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in October suggests that economic activity has been expanding at a moderate pace. Household spending and business fixed investment have been increasing at solid rates in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft. <u>A range of recent labor market indicators, including ongoing job gains and declining unemployment, shows further improvement and confirms that underutilization of labor resources has diminished appreciably since early this year.</u> Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation <u>remain low</u>; some survey-based measures of longer-term inflation expectations <u>have edged down.</u></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 <u>currently</u> expects that, with <u>gradual adjustments in the stance of monetary policy</u>, economic activity will continue to expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to <u>strengthen</u>. <u>Overall, taking into account domestic and international developments, the Committee sees the risks to the outlook for both economic activity and the labor market as balanced.</u> Inflation is expected to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate and the labor market <u>strengthens</u> further. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 <u>The Committee judges that there has been considerable improvement in labor market conditions this year, and it is reasonably confident that inflation will rise, over the medium term, to its 2 percent objective. Given the economic outlook, and recognizing the time it takes for policy actions to affect future economic outcomes, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative after this increase, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</u></p> <p><u>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 objectives of maximum employment and 2 percent inflation.</u> 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. <u>In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully</u></p>



<p>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.</p> <p>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.</p> <p>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.</p>	<p><u>monitor actual and expected progress toward its inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant only gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</u></p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, <u>and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way.</u> This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>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; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.</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.