



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

March 16, 2016

<FOCUS>

3月FOMC～現状維持、世界経済への警戒緩めず追加利上げは慎重に判断する方針

- 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。政策金利の誘導目標は、広く予想されていた通り 0.25%～0.5%で据え置かれた。採決は、前回1月は全会一致だったが今回はジョージ・カンザスシティ連銀総裁が 0.25%の利上げを主張して反対票を投じた。
- 景気の現状判断では、総括部分が「ここ数ヵ月の世界経済や金融市場の動向にも関わらず、経済活動は緩やかに拡大した」とされ、前回1月から上方修正された。
- 見通しに対するリスク部分では、前回「世界経済や金融市場の動向を注視する」との文言が追加されたが、今回も「世界経済や金融市場の動向は引き続きリスクをもたらしている」と警戒が示された。前回削除された「リスクがバランスしている」との文言も追加されなかったため、現状では見通しの下方リスクが大きいと判断していることになる。
- FOMC 参加者による FF 金利（政策金利）見通しは、大きく下方修正された。中央値で見ると、2016 年末時点は 0.875%で前回（12 月時点）から 0.50%ポイント低下、2017 年末時点は 1.875%で前回から 0.50%ポイント低下した。FOMC 参加者は現時点で、今年 0.5%、来年は 1%の利上げを予想している。
- 今回の FOMC は、FF 金利見通しが大きく引き下げられた点、世界経済や金融市場の動向に関する警戒感が強いことが示された点等から、総じてハト派的であったと言えよう。金融市場はグローバルにみて最近は改善傾向にあり、声明文やイエレン議長の記者会見でも強調された通り、年初からの強い逆風にも関わらず米国経済は一定の回復力（resilience）を示しているが、FRB としては特に海外（欧州、日本、中国、新興国）の実体経済への警戒感が依然強い様だ。
- 何れにしても、現時点で FRB が追加利上げを急いでいる様子は窺われない。インフレ昂進への警戒感が強まらなければ、様々な下方リスクを時間をかけて慎重に判断した上で政策運営していくことになりそうだ。

**<FOCUS> 3月FOMC～現状維持、
世界経済への警戒緩めず追加利上げは慎重に判断する方針**

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。政策金利の誘導目標は、広く予想されていた通り 0.25%～0.5% で据え置かれた。採決は、前回 1 月は全会一致だったが今回はジョージ・カンザスシティ連銀総裁が 0.25% の利上げを主張して反対票を投じた。

声明文における景気の現状判断は上方修正

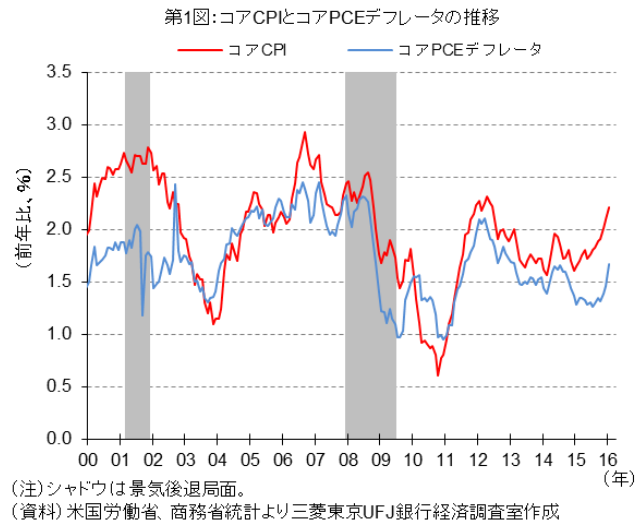
今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「ここ数カ月の世界経済や金融市場の動向にも関わらず、経済活動は緩やかに拡大した（expanding at a moderate pace）」とされ、前回 1 月の「昨年末にかけて経済成長は減速したものの、労働市場は一段と改善した」から上方修正された。内訳では、個人消費は「緩やかに増加」、住宅市場は「一段と改善」、純輸出は「引き続き弱め」と不変。設備投資は「弱め」へ下方修正された。これまで発表された経済指標に基づく 1-3 月期の実質 GDP は前期比年率+1.9%と、昨年 10-12 月期（同+1.0%）からは加速が予測されている¹。

労働市場の現状判断は幾分上方修正。「力強い雇用者数増加を含む最近の指標は、労働市場が一段と力強さを増したことを示している」とされた。直近 3 カ月の雇用者数増加幅の平均は 22.8 万人と非常に堅調だ。

物価の現状判断は、「ここ数カ月のインフレ率はピックアップしたが、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」とされた。

（エネルギーと食品を除いた）コア CPI は直近 2 月に前年比+2.3%、コア個人消費支出（PCE）デフレーターは直近 1 月に同+1.7%となり、ともに足元では上昇率が高まっている（第 1 図）。

金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「一段と低下」から「低いまま」へ修正、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」で不変であった。



景気・物価見通しでは、世界経済や金融市場の動向を引き続き警戒

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は、前回「世界経済や金融市場の動向（global economic and financial developments）を注視する」との文言が追加されたが、今回も「世界経済や金融市場の動向は引き続きリスクをもたらしている」と警戒が示された。前回削除された「リスクがバ

¹ アトランタ連銀算出の「GDP Now」より。

ランスしている」との文言も追加されなかったため、現状では見通しの下方リスクが大きいと判断していることになる。

物価については、中期的には「労働市場の強化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が、「引き続き注視する」との文言が追加された。

FOMC 参加者の経済予測は、今年の成長率が幾分下方修正

3ヵ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測は、大幅な修正はそれほどみられなかった（第1表）。中央値でみていくと、実質 GDP 成長率は前回（昨年12月時点）に比べて2016年と17年が幾分下方修正。失業率（U-3 ベース）については、17年、18年、中長期が引き下げられ、改善方向へ修正された。インフレ率については、16年の PCE 総合指数と17年のコア指数が引き下げられている。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)		中央値				中心傾向			
		2016	2017	2018	中長期	2016	2017	2018	中長期
実質GDP成長率	前々回（9月）	2.3	2.2	2.0	2.0	2.2-2.6	2.0-2.4	1.8-2.2	1.8-2.2
	前回（12月）	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.5	2.0-2.3	1.8-2.2	1.8-2.2
	今回（3月）	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1-2.3	2.0-2.3	1.8-2.1	1.8-2.1
失業率	前々回（9月）	4.8	4.8	4.8	4.9	4.7-4.9	4.7-4.9	4.7-5.0	4.9-5.2
	前回（12月）	4.7	4.7	4.7	4.9	4.6-4.8	4.6-4.8	4.6-5.0	4.8-5.0
	今回（3月）	4.7	4.6	4.5	4.8	4.6-4.8	4.5-4.7	4.5-5.0	4.7-5.0
PCEインフレ率	前々回（9月）	1.7	1.9	2.0	2.0	1.5-1.8	1.8-2.0	2.0	2.0
	前回（12月）	1.6	1.9	2.0	2.0	1.2-1.7	1.8-2.0	1.9-2.0	2.0
	今回（3月）	1.2	1.9	2.0	2.0	1.0-1.6	1.7-2.0	1.9-2.0	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（9月）	1.7	1.9	2.0	-	1.5-1.8	1.8-2.0	1.9-2.0	-
	前回（12月）	1.6	1.9	2.0	-	1.5-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	-
	今回（3月）	1.6	1.8	2.0	-	1.4-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	-

（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。

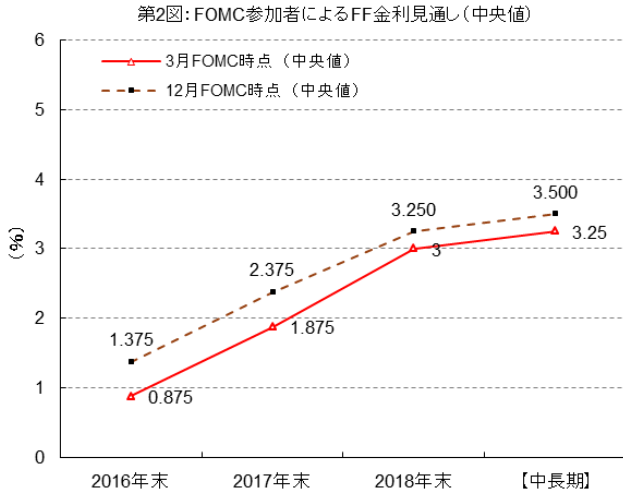
（資料）FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

FOMC 参加者の FF 金利見通し（中央値）は大きく下方修正

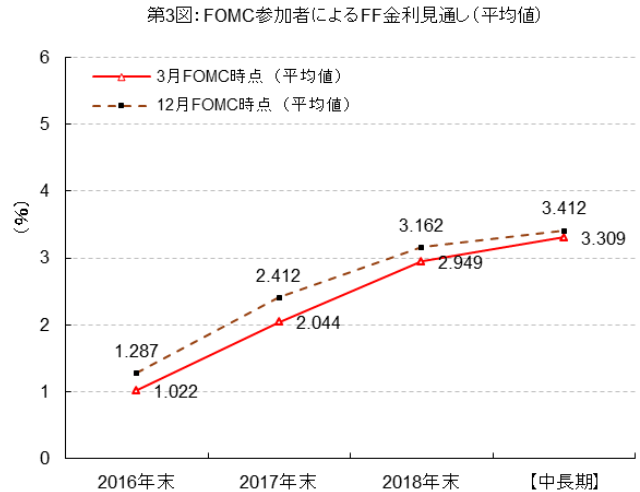
FOMC 参加者による FF 金利（政策金利）見通しは、大きく下方修正された。中央値でみると、2016 年末時点は 0.875% で前回（12 月時点）から 0.50% ポイント低下、2017 年末時点は 1.875% で前回から 0.50% ポイント低下、2018 年末時点は 3.00% で前回から 0.25% ポイント低下した（第2図）。FOMC 参加者は現時点で、今年 0.5%、来年は 1% の利上げを予想している。中立水準と捉えられる中長期の FF 金利も 3.25% と前回から 0.25% ポイント低下した。

また、FF 金利見通しを平均値でみると、2016 年末は 1.022% で 0.265% ポイント低下、2017 年末は 2.044% で 0.368% ポイント低下、2018 年末は 2.949% で 0.213% ポイント低下、中長期は 3.309% となり 0.103% ポイント低下している（第3図）。2016 年末の FF 金利見通しは、平均値でみると中央値ほどには低下していない。

なお、FOMC 参加者間の FF 金利見通しのバラつきをみると、例えば 2016 年末では、前回は参加者間の乖離が 1.25%（最低値 0.875%、最高値 2.125%）だったが、今回の乖離は 0.75%（最低値 0.625%、最高値 1.375%）となり縮小している。



(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(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は前回と同一

金融政策の判断部分は前回と同一。まず、「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」と認識されている。

今後の「政策金利調整のタイミングと規模」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が注視される。

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、ことになる。

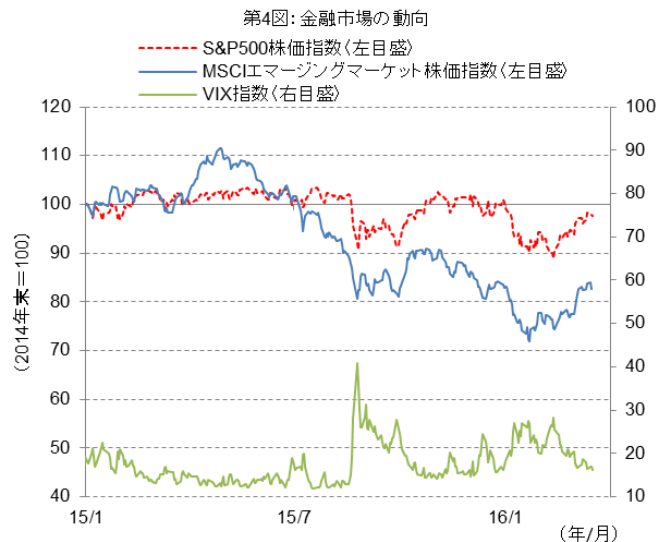
FRBの保有証券については償還分再投資の方針を維持。政策金利の正常化プロセスがかなり進行するまでは再投資が継続される。

今回のFOMCは総じてハト派的と判断される

今回のFOMCは、FF金利見通しが大きく引き下げられた点、世界経済や金融市場の動向に関する警戒感が強いことが示された点等から、総じてハト派的であったと言えよう。

金融市場はグローバルにみて最近では改善傾向にあり(第4図)、声明文やイエレン議長の記者会見でも強調された通り、年初からの強い逆風にも関わらず米国経済は一定の回復力(resilience)を示しているが、FRBとしては特に海外(欧州、日本、中国、新興国)の実体経済への警戒感が依然強い様だ。

何れにしても、現時点でFRBが追加利上げを急いでいる様子は窺われない。インフレ昂進への警戒感が強まらなければ、様々な下方リス



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



クを時間をかけて慎重に判断した上で政策運営していくことになりそうだ。

(栗原 浩史)



FOMC 声明文

前回 (1月26・27日)	今回 (3月15・16日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in December suggests that labor market conditions improved further even as economic growth slowed late last year. Household spending and business fixed investment have been increasing at moderate rates in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft and inventory investment slowed. A range of recent labor market indicators, including strong job gains, points to some additional decline in underutilization of labor resources. 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 declined further; survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, in recent months.</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 currently expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to strengthen. Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of the further declines in energy prices, but 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 strengthens further. The Committee is closely monitoring global economic and financial developments and is assessing their implications for the labor market and inflation, and for the balance of risks to the outlook.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 Given the economic outlook, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</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 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. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully 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</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in January suggests that <u>economic activity has been expanding at a moderate pace despite the global economic and financial developments of recent months.</u> Household spending has been increasing at a moderate rate, and the housing sector has improved further; however, <u>business fixed investment</u> and net exports <u>have been soft.</u> A range of recent indicators, including strong job gains, points to <u>additional strengthening</u> of the labor market. <u>Inflation picked up in recent months;</u> however, it 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> survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance, in recent months.</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 currently expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to strengthen. <u>However, global economic and financial developments continue to pose risks.</u> Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of <u>earlier declines</u> in energy prices, but 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 strengthens further. <u>The Committee continues to monitor inflation developments closely.</u></p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 <u>Against this backdrop,</u> the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/4 to 1/2 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting further improvement in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.</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 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. In light of the current shortfall of inflation from 2 percent, the Committee will carefully 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</p>



<p>outlook as informed by incoming data.</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, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. 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; James Bullard; Stanley Fischer; Esther L. George; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo.</p>	<p>outlook as informed by incoming data.</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, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. 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; James Bullard; Stanley Fischer; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo. <u>Voting against the action was Esther L. George, who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent.</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、宜しくご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.