

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

7月FOMC～現状維持、声明文のタカ派方向への修正度合いは限定的

【要旨】

- ◇ 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、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ている。
- ◇ 今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「労働市場は力強さを増し、経済活動は緩やかに拡大した」とされ、前回6月の「経済活動は持ち直したように見える一方、労働市場の改善ペースは鈍化した」から上方修正された。
- ◇ 景気・物価の見通しに対するリスク部分では、引き続き「インフレと世界経済・金融市場の動向を注視する」とされたが、新たに「短期的なリスクは後退した」との文言が追加されている。
- ◇ 今回の FOMC 声明文は、①「経済指標の持ち直し」、②「株価の堅調な推移」、③「英国の EU 離脱判断に伴う悪影響が現時点では限定的なこと」等を反映して前回に比べてタカ派方向に声明文が修正された。
- ◇ 但し、タカ派方向への修正度合いは限定的であり、次回9月の FOMC における利上げの可能性についても、排除はしていないものの積極的な様子は窺われない。9月に利上げを実施するには、経済・金融情勢が悪化しないことに加えて、賃金上昇率の加速が一段と鮮明になる等の『後押し（切迫感）』が必要となりそうだ。
- ◇ 経済・金融情勢が悪化するリスクとしては、目先は①「大統領選挙」および②「原油価格」の動向に特に注意が必要だろう。

金融政策は現状維持

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、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ている。ジョージ総裁は、前回 6 月の会合時は低調な雇用統計等を受け据え置きを支持していたが、今回は再び利上げを主張した。なお、今回は声明文のみが公表され、イエレン連邦準備制度理事会（FRB）議長の記者会見や経済見通し等の発表は行われない会合であった。

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「労働市場は力強さを増し、経済活動は緩やかに拡大した（expand at a moderate rate）」とされ、前回 6 月の「経済活動は持ち直したようにみえる一方、労働市場の改善ペースは鈍化した」から上方修正された。労働市場は具体的には「雇用者数の増加ペースは 5 月に低調だった後、6 月は力強かった。雇用者数や他の雇用関連指標はここ数ヶ月において労働力の活用が幾分増加した（some increase in labor utilization）ことを示している」とされた。

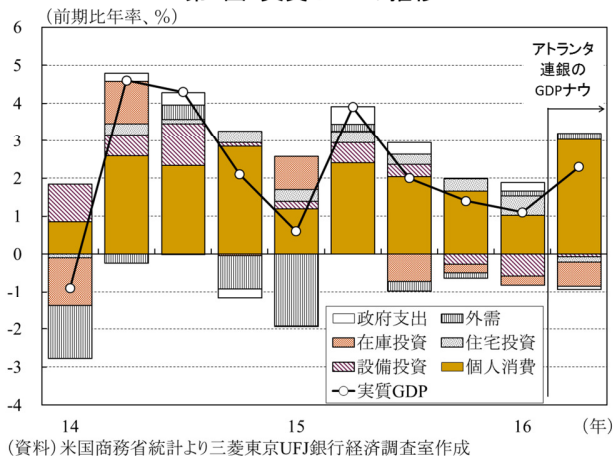
経済活動の内訳では、個人消費は「力強さを増した」から「力強く成長した（grow strongly）」へ若干上方修正、設備投資は「引き続き弱め」で不変だった。前回までと異なり、今回は純輸出と住宅市場に関する言及は無かった。

実際、これまで発表された経済指標に基づいてアトランタ連銀が算出している 4-6 月期の実質 GDP 成長率の予測値（「GDP ナウ」）をみると、個人消費は今次景気回復局面で最も大幅なプラス寄与が予測されている一方、設備投資は小幅ながらも 3 四半期連続でのマイナス寄与が予測されている（第 1 図）。

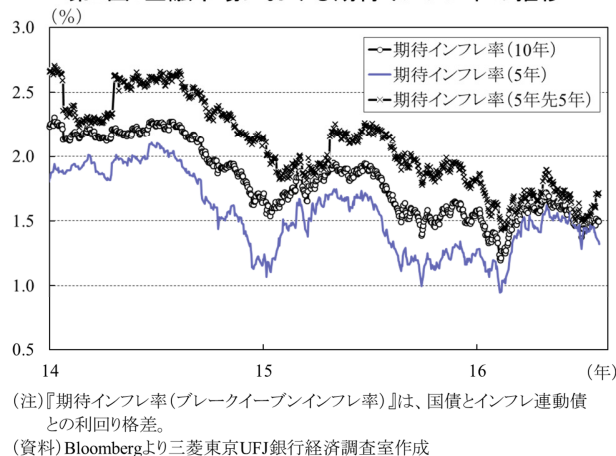
物価の現状判断は不変。「エネルギー価格やエネルギー以外の輸入物価のこれまでの下落を一部反映し、引き続き長期目標を下回っている」とされた。

金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「低下」から「低いまま」へ修正され、サーベイでみる長期インフレ期待は「大半が略変化無し」とされた。金融市場における期待インフレ率は年初に比べれば持ち直しているものの、依然として FRB の物価目標（2%）を下回る低めの水準にある（第 2 図）。

第1図: 実質GDPの推移



第2図: 金融市場における期待インフレ率の推移



景気・物価の見通しに対するリスク部分では、「短期的なリスクは後退」との文言が追加

景気・物価の見通し部分は、前回と同一。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、引き続き「インフレと世界経済・金融市場の動向を注視する」とされたが、新たに「短期的なリスクは後退した (Near-term risks to the economic outlook have diminished)」との文言が追加されている。もともと、1月会合以来削除されている「リスクがバランスしている」との文言が復活するまでには到らなかった。

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。

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とした。インフレ率については、足元で2%目標を下回っている点から、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を勘案すると政策金利引き上げは緩やかなものでなければ正当化されない」、「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」ことになるとした。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。

次回 9 月 FOMC での利上げについて、排除はしていないものの積極的な様子は窺われず

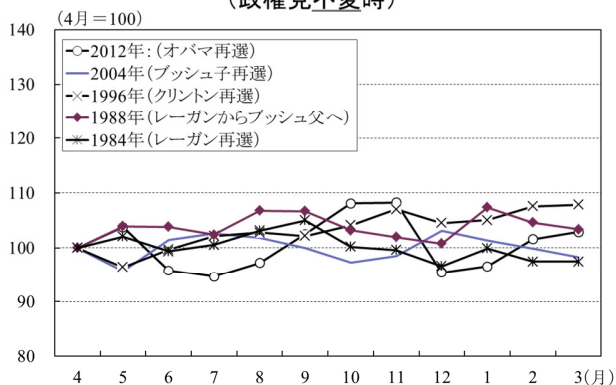
今回の FOMC 声明文の修正は、概ね金融市場で想定されていた範囲内と言えるだろう。①「経済指標の持ち直し」、②「株価の堅調な推移」、③「英国の EU 離脱判断に伴う悪影響が現時点では限定的なこと」等を反映して前回に比べてタカ派方向に声明文が修正された（第 1 表）。

但し、タカ派方向への修正度合いは限定的であり、次回 9 月 FOMC における利上げの可能性についても、排除はしていないものの積極的な様子は窺われない。9 月に利上げを実施するには、経済・金融情勢が悪化しないことに加えて、賃金上昇率の加速が一段と鮮明になる等の『後押し（切迫感）』が必要となりそうだ。

経済・金融情勢が悪化するリスクとしては、目先は①「大統領選挙」および②「原油価格」の動向が特に注目される。①は 5 月 13 日 Weekly でも指摘の通り、例えば過去の大統領選挙前後の消費者センチメントを振り返ると、政権を担う党が変更した時に消費者センチメントの変動が大きい傾向がみられる（第 3、4 図）。両者の因果関係は判然とせず勿論大統領選挙以外の要因からの影響も大きいわけだが、共和党への政権交代が現実味を帯びた場合、即ちトランプ氏の支持率が高まった場合には（政策への不透明感から）消費者センチメント等が下方に大きく振れる可能性も否定はできない。②について、原油価格は足元で弱含んでいる。「年初に下げ止まり→年前半に持ち直し→年央から下落に転じる」といった昨年と同様の値動きをしているようにも見受けられ、仮に急ピッチな下落が続くと景気・物価見通しの悪化に繋がるだろう。

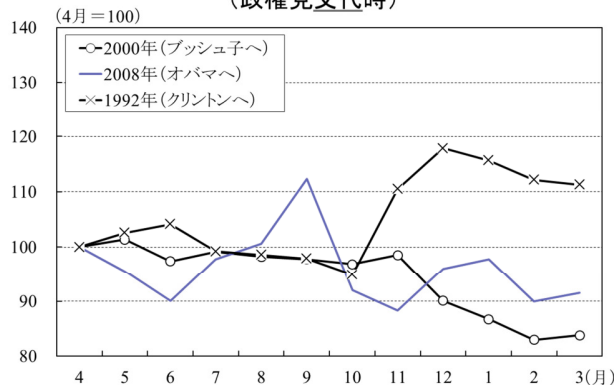
なお、次回 FOMC は 9 月 20 日、21 日だが、その間の 8 月 25～27 日にジャクソンホールでカンザスシティ連銀主催年次経済シンポジウムが開催される。今年のテーマは「将来に向けた強靱な金融政策フレームワークの構築」。昨年は欠席したイエレン FRB 議長も今年は参加する模様であり発言が注目される。

第3図：過去の大統領選挙前後の消費者センチメント①
(政権党不変時)



(注) 大統領選挙は11月、新大統領就任は翌1月。
(資料) ミシガン大学統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：過去の大統領選挙前後の消費者センチメント②
(政権党交代時)



(注) 大統領選挙は11月、新大統領就任は翌1月。
(資料) ミシガン大学統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：最近のFOMC開催時の経済・金融情勢

	重要度に応じたウェイトイメージ	本表での簡易的な判断指標	2015年								2016年		
			7月28・29日		9月16・17日		10月27・28日		12月15・16日		1月26・27日		
			直前値	評価	直前値	評価	直前値	評価	直前値	評価	直前値	評価	
重要な経済・金融情勢	米国経済（・雇用）	30%	ISM製造業指数	53.1	○	51.0	○	50.0	△	48.4	△	48.0	×
			ISM非製造業指数	56.2	○	58.3	○	56.7	△	56.6	△	55.8	×
	世界経済（のリスク）	20%	中国の製造業PMI	50.2	△	49.7	×	49.8	×	49.6	×	49.7	×
	米国の株価	25%	S&P500の水準と方向性	2,068 (横這い)	○	1,978 (横這い)	×	2,071 (上昇傾向)	○	2,022 (横這い)	△	1,877 (下落傾向)	×
	原油価格（インフレ期待）	10%	WTIの水準と方向性	47ドル (下落傾向)	△	45ドル (下落傾向)	△	44ドル (下落傾向)	△	36ドル (下落傾向)	×	30ドル (下落傾向)	×
	ドル相場	15%	ドルインデックスの水準と方向性	1,205 (上昇傾向)	△	1,206 (横這い)	△	1,209 (横這い)	△	1,226 (上昇傾向)	×	1,253 (上昇傾向)	×
総合評価ポイント (○を2ポイント、△を1ポイント、×を0ポイントとして上記ウェイトで加重平均)			1.55		0.85		1.05		0.55		0.00		
FOMCの判断			・利上げ開始に近付いていることを示唆 ・リスクは均衡		・世界景気や金融市場への警戒を強める ・リスクは均衡		・次回利上げを示唆 ・世界景気や金融市場への警戒を弱める ・リスクは均衡		・利上げを実施 ・リスクは均衡		・世界景気や金融市場への警戒を強める ・「リスクが均衡」との文言を削除		
	重要度に応じたウェイトイメージ	本表での簡易的な判断指標	2016年										
			3月15・16日		4月26・27日		6月14・15日		7月26・27日				
			直前値	評価	直前値	評価	直前値	評価	直前値	評価			
重要な経済・金融情勢	米国経済（・雇用）	30%	ISM製造業指数	49.5	×	51.8	△	51.3	△	53.2	○		
			ISM非製造業指数	53.4	×	54.5	△	52.9	△	56.5	○		
	世界経済（のリスク）	20%	中国の製造業PMI	49.0	×	50.2	△	50.1	△	50.0	△		
	米国の株価	25%	S&P500の水準と方向性	2,020 (上昇傾向)	△	2,088 (上昇傾向)	○	2,079 (横這い)	△	2,168 (上昇傾向)	○		
	原油価格（インフレ期待）	10%	WTIの水準と方向性	37ドル (上昇傾向)	△	43ドル (上昇傾向)	△	49ドル (上昇傾向)	△	43ドル (下落傾向)	×		
	ドル相場	15%	ドルインデックスの水準と方向性	1,207 (下落傾向)	○	1,182 (下落傾向)	○	1,183 (横這い)	○	1,202 (上昇傾向)	△		
総合評価ポイント (○を2ポイント、△を1ポイント、×を0ポイントとして上記ウェイトで加重平均)			0.65		1.40		1.15		1.45				
FOMCの判断			・FF金利見通しを大きく引き下げ ・リスク判断を示さず		・世界景気や金融市場への警戒を弱める ・リスク判断を示さず		・FF金利見通しを大きく引き下げ ・リスク判断を示さず		・「短期的なリスクは後退」との文言を追加				

(注)『ドルインデックス』は、Bloombergのドルスポットインデックスを使用。数値が大きいほどドル高を示す。
(資料)各種統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2016年7月27日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(6月14・15日)	今回(7月26・27日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in April indicates that the pace of improvement in the labor market has slowed while growth in economic activity appears to have picked up. Although the unemployment rate has declined, job gains have diminished. Growth in household spending has strengthened. Since the beginning of the year, the housing sector has continued to improve and the drag from net exports appears to have lessened, but business fixed investment has been soft. Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation declined; most 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 strengthen. Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of earlier declines in energy prices, but to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of past declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 Against this backdrop, 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</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in June indicates that the <u>labor market strengthened and that economic activity has been expanding at a moderate rate. Job gains were strong in June following weak growth in May. On balance, payrolls and other labor market indicators point to some increase in labor utilization in recent months. Household spending has been growing strongly</u> but business fixed investment has been soft. Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation <u>remain low</u>; most 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 strengthen. Inflation is expected to remain low in the near term, in part because of earlier declines in energy prices, but to rise to 2 percent over the medium term as the transitory effects of past declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. <u>Near-term risks to the economic outlook have diminished.</u> The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 Against this backdrop, 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</p>

<p>path of the federal funds rate will depend on the economic 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>path of the federal funds rate will depend on the economic 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、宜しくご願ひ申し上げます。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 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.