

# 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

### 11月FOMC～現状維持、声明文は利上げに一段と近付いていることを示唆

#### 【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、予想されていた通り 0.25%～0.5%で据え置かれた。採決では、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁とメスター・クリーブランド連銀総裁の2名が0.25%の利上げを主張して反対票を投じている（前回は3名が反対票）。
- ◇ 声明文における景気の現状判断は、総括部分が前回から不変。物価の現状判断は上方修正された。景気見通しは前回と同一、物価見通しはやや上方修正された。
- ◇ 金融政策の判断部分は、「利上げに対する論拠が引き続き強まったと判断しているが、当面は目標達成に向けた進展が続いている一段の幾分かの証拠を待つことを決めた」とされた。“幾分か”との文言が追加され、利上げまでに必要な一段の証拠は“幾分か”でよい点が示された。
- ◇ 声明文は全体として一段と利上げに近付いていることを示唆しており、イエレン議長が9月会合後の記者会見で、現状程度の労働市場の改善が続き、新たなリスクが生じなければ年内に利上げを行う意向を伝えていたことから、12月利上げの軌道に乗って着実に前進しているということだろう。
- ◇ 但し、声明文には12月の利上げ実施の明確なシグナルまでは盛り込まれなかった。背景には、①来週に大統領選を控えていて、選挙結果やその後の金融市場の反応が不透明なこと、②既に金融市場では12月の利上げが広く予想されているため、現時点で予想を一段と強化する必要がないこと、③声明文のタカ派的な変更に伴う一段のドル高進行等を回避したかったこと、等が考えられる。
- ◇ 金融市場や経済情勢に大統領選後も大きな変化が無ければ、12月に利上げが実施される可能性が高いとみているが、本日の声明文で12月の利上げ実施の明確なシグナルが盛り込まれなかったことは、（盛り込まれた場合に比べて）仮に経済指標が一時的に大きく下振れしたケース等において、12月の利上げが様子見され易くなったとは言えそうだ。

## 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、予想されていた通り 0.25%～0.5%で据え置かれた。採決では、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁とメスター・クリーブランド連銀総裁の 2 名が 0.25%の利上げを主張して反対票を投じている（前回は 3 名が反対票）。ジョージ総裁は 3 回連続の反対票、メスター総裁は前回に続く反対票となった。前回反対票を投じたローゼングレン・ボストン連銀総裁は据え置き支持に転じた。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・物価の現状判断では、物価判断を上方修正

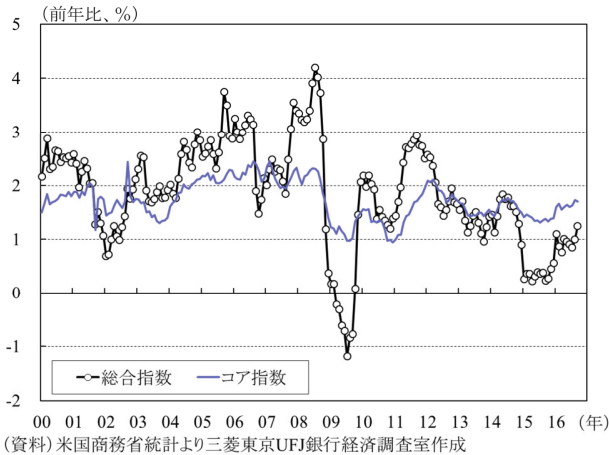
今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動の拡大は年前半のごく緩やかなペースから加速した（picked up from the modest pace）」とされ、前回と同一。労働市場は具体的には「失業率はここ数ヶ月は略不変ながら、雇用者数の増加ペースは堅調だった」とされた。経済活動の内訳では、個人消費は「力強く成長（growing strongly）」から「緩やかに増加（rising moderately）」へ幾分下方修正。設備投資は「引き続き弱め」で不変。前回会合以降に発表された経済指標は、7-9 月期の実質 GDP や 9 月の ISM 指数、小売売上高をはじめとして改善が鮮明だが、声明文の現状判断への反映は限られた。前回声明文における判断が既に強めだったためと考えられる。

物価の現状判断は上方修正。「インフレ率は、今年の初めからは幾分高まっているが、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、“今年の初めからは幾分高まっている”との文言が追加された。金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「低いまま」から「上昇したが低いまま」へ変更され、サーベイでみる長期インフレ期待は引き続き「大半が略変化無し」とされた。

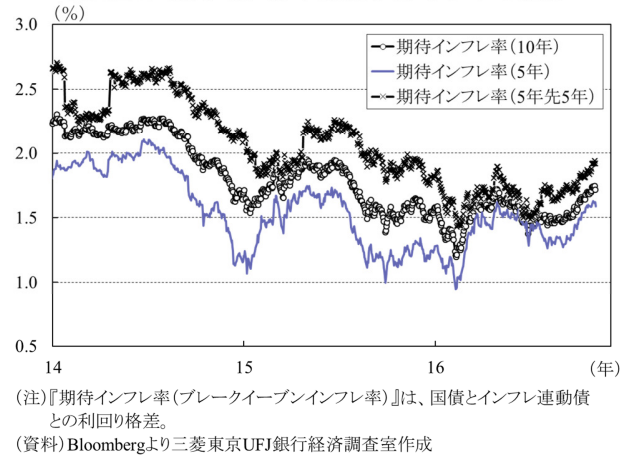
実際、FRB がインフレの目標としている個人消費支出（PCE）デフレータは、直近 9 月に総合指数が前年比+1.2%と 8 月（同+1.0%）から加速して 2014 年 11 月以来の高い上昇率となり、エネルギーと食品を除いたコア指数も同+1.7%と上昇率が緩やかに高まりつつある。

（第 1 図）。また、金融市場における期待インフレ率は、直近 2 ヶ月程度にわたって上昇傾向で推移し、足元は昨年後半以来の高水準となっている（第 2 図）。

第1図：個人消費支出（PCE）デフレータの推移



第2図：金融市場における期待インフレ率の推移



## 景気・物価の見通し部分では、物価見通しをやや上方修正

景気の見通し部分は、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」し、労働市場は「幾分か一層力強さを増す (strengthen somewhat further)」とされ不変。

物価の見通し部分は、「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」とされ、これまで付いていた「短期的には低い状態が続く」との文言が削除された。

見通しに対するリスク部分では、前回同様「短期的なリスクはおおよそバランスしているようにみえる」とされた。なお、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」との文言は残っている。

## 金融政策の判断部分は小幅前進

金融政策の判断部分は、「利上げに対する論拠が引き続き強まったと判断しているが、当面は目標達成に向けた進展が続いている一段の幾分かの証拠 (some further evidence) を待つことを決めた」とされた。“幾分かの”との文言が追加され、利上げまでに必要な一段の証拠は“幾分か”でよい点が示された。金融政策の判断について、この点以外は前回までと同一であった<sup>(注1)</sup>。

(注1) 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。

## 声明文は全体として一段と利上げに近付いていることを示唆

本日の FOMC では利上げが見送られたが、①大統領選挙の直前であること、②イエレン議長が記者会見を行わない会合であること、③複数の FRB 高官から次回利上げ時期は 12 月が適当との発言があったこと、等から広く予想された結果であった。

声明文は全体として一段と利上げに近付いていることを示唆しており、イエレン議長が 9 月会合後の記者会見で、現状程度の労働市場の改善が続き、新たなリスクが生じなければ年内に利上げを行う意向を伝えていたことから、12 月利上げの軌道に乗って着実に前進しているということだろう。

但し、声明文には 12 月の利上げ実施の明確なシグナルまでは盛り込まれなかった。昨年 12 月の利上げ時は、その前の会合の声明文に「次回会合で利上げが適切かどうか判断する」との文言が追加されたため、当方では本日の声明文でも同様の文言追加を予想していたが、追加されなかった。背景には、①来週に大統領選を控えていて、選挙結果やその後の金融市場の反応が不透明なこと、②既に金融市場では 12 月の利上げが広く予想されているため、現時点で予想を一段と強化する必要がないこと、③声明文のタカ派的な変更に伴う一段のドル高進行等を回避したかったこと、等が考えられる。来週の大統領選挙の結果とその後の金融市場の反応は、利上げ判断にも大きな影響を及ぼす可能性があり、勿論注視が必要である。

金融市場や経済情勢に大統領選後も大きな変化が無ければ、12 月に利上げが実施される可能性が高いとみているが、本日の声明文で 12 月の利上げ実施の明確なシグナルが盛り込まれなかったことは、（盛り込まれた場合に比べて）仮に経済指標が一時的に大きく下振れしたケース等において、12 月の利上げが様子見され易くなったとは言えそうだ。

(2016 年 11 月 2 日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(9月20・21日)	今回(11月1・2日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in July indicates that the labor market has continued to strengthen and growth of economic activity has picked up from the modest pace seen in the first half of this year. Although the unemployment rate is little changed in recent months, job gains have been solid, on average. Household spending has been growing strongly but business fixed investment has remained 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 remain low; 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 expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will strengthen somewhat further. 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. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. 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 Committee judges that the case for an increase in the federal funds rate has strengthened but decided, for the time being, to wait for further evidence of continued progress toward its objectives. 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</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in September indicates that the labor market has continued to strengthen and growth of economic activity has picked up from the modest pace seen in the first half of this year. Although the unemployment rate is little changed in recent months, <u>job gains have been solid</u>. Household spending has been <u>rising moderately</u> but business fixed investment has remained soft. Inflation has <u>increased somewhat since earlier this year</u> but is still 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>have moved up but 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 expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will strengthen somewhat further. <u>Inflation is expected to rise to 2 percent over the medium term</u> as the transitory effects of past declines in energy and import prices dissipate and the labor market strengthens further. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. 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 Committee judges that the case for an increase in the federal funds rate has <u>continued to strengthen</u> but decided, for the time being, to wait for <u>some</u> further evidence of continued progress toward its objectives. 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</p>

<p>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.</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; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo. Voting against the action were: Esther L. George, Loretta J. Mester, and Eric Rosengren, each of whom preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent.</p>	<p>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.</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; Jerome H. Powell; <u>Eric Rosengren</u>; and Daniel K. Tarullo. Voting against the action were: Esther L. George and Loretta J. Mester, each of whom preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent.</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.