



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

September 17, 2015

<FOCUS>

9月FOMC～やはり現状維持、総じてハト派の印象

- 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。今回の採決では、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」とされ前回から略不変。前回弱めと判断された設備投資は「緩やかに拡大」へ上方修正された。
- 景気・物価の見通しでは、「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」との文言が追加された。景気は「緩やかなペースで拡大する」との見方は維持。リスクは引き続きバランスしていると判断されたが、海外情勢を注視する点が増えられた。
- FOMC参加者による経済予測では、実質GDP成長率について、2015年が上方修正された一方、2016年、17年については下方修正された。失業率については、2015年、16年、17年にわたって改善方向へ修正。中長期についても引き下げられた。
- FOMC参加者によるFF金利見通しについては、前回6月に続き今回も小幅ながら下方修正された。中央値で見ると、2015年末時点が0.375%となり前回から0.25%ポイント低下。中立水準と捉えられる中長期のFF金利も3.50%となり前回から0.25%ポイント低下した。
- 今回のFOMCでの政策金利据え置きは当方の予想には沿っていたものの、声明文やFOMC参加者の各種予測値、議長記者会見からは、このところの世界経済や金融市場の動向に対するFRBの警戒感が予想以上に強い印象を受ける。
- イエレン議長は記者会見で、世界経済で注意すべき点として「中国」や「資源価格下落の影響を受け易い新興国」の動向を指摘、金融市場では「株価下落」や「ドル高の進行」を例として挙げていた。利上げ開始までには、これまで示されてきた「労働市場の幾分かの一歩の改善」と「インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信を強める」ことに加えて、「世界経済見通しの不透明感の緩和や金融市場の落ち着き」も一定程度は必要となりそうだ。
- このため、利上げ開始のタイミングは引き続き見極めの難しい状態が続こう。次回10月FOMCでの利上げ開始については、8月後半以降の金融市場不安定化の影響から目先の経済指標に力強い結果を期待し難いこともあり可能性は高くないとみられる。

<FOCUS> 9月 FOMC～やはり現状維持、総じてハト派の印象

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)。注目されていた利上げ開始は見送られた。今後の政策については前回同様「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、利上げが適切となる」とされた。今回の採決では、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¹。

声明文では、見通し部分でこのところの世界経済・金融市場動向からの下方圧力に言及

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)」とされ前回から略不変。

個人消費は引き続き「緩やかに拡大」し、住宅市場も「一段と改善がみられる」とされた。前回弱めと判断された設備投資は「緩やかに拡大」へ上方修正。一方、純輸出は引き続き弱めと判断された。

労働市場に関する判断は不変。雇用者数の増加ペースが「堅調 (solid)」で失業率も低下するなか、労働市場のスラック (未活用部分) についても「今年に入ってから縮小 (diminished since early this year)」とされた。他方で、「『幾分か』労働市場の改善を見れば利上げが適切となる」として注目を集めた表現はそのまま残されており、労働指標の改善は依然利上げが適切となる水準には達していない旨が示唆された。

物価については、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) は一段と低下したことが指摘されている。

景気・物価の見通しでは、「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」との文言が追加された。但し、景気は「緩やかな (moderate) ペースで拡大する」との見方は維持された。また、リスクは引き続きバランスしていると判断されたが、海外情勢を注視する点が加えられた。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。

FOMC 参加者の経済予測では、2016年、17年の成長率見通しが下方修正

3ヵ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測について、今回より発表が開始された中央値をみると、実質 GDP 成長率については、2015年が4-6月期の実績等を反映し上方修正 (第1表)。一方、2016年、17年については下方修正された。今回初めて発表された2018年は2.0%となり中長期と同じ数値となった。

失業率 (U-3 ベース) については、2015年、16年、17年にわたって改善方向へ修正。中長期 (≡自然失業率) についても4.9%となり0.1%ポイント引き下げられた。

インフレ率については、PCE 総合指数が2015年、16年、17年にわたって下方修正。コア指数は2015年が上方修正された一方、2016年、17年は下方修正されている。

¹ 今年投票権を持つ地区連銀総裁は、ダッドリー・ニューヨーク連銀総裁に加えて、エバンス・シカゴ連銀総裁、ラッカー・リッチモンド連銀総裁、ロックハート・アトランタ連銀総裁、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁。

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(3月)	-	-	-	-	-	2.3-2.7	2.3-2.7	2.0-2.4	-	2.0-2.3	2.1-3.1	2.2-3.0	1.8-2.5	-	1.8-2.5
	前回(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
	今回(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
失業率	前々回(3月)	-	-	-	-	-	5.0-5.2	4.9-5.1	4.8-5.1	-	5.0-5.2	4.8-5.3	4.5-5.2	4.8-5.5	-	4.9-5.8
	前回(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
	今回(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
PCEインフレ率	前々回(3月)	-	-	-	-	-	0.6-0.8	1.7-1.9	1.9-2.0	-	2.0	0.6-1.5	1.6-2.4	1.7-2.2	-	2.0
	前回(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
	今回(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
コアPCEインフレ率	前々回(3月)	-	-	-	-	-	1.3-1.4	1.5-1.9	1.8-2.0	-	-	1.2-1.6	1.5-2.4	1.7-2.2	-	-
	前回(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	-	-
	今回(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	-

(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

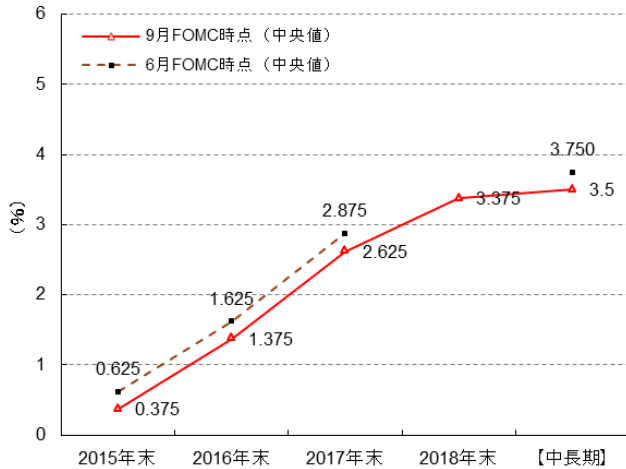
FF 金利見通しは中長期も含めて下方修正

FOMC参加者によるFF金利見通しについては、前回6月に続き今回も小幅ながら下方修正された。中央値でみると、2015年末時点が0.375%となり前回から0.25%ポイント低下(第1図)。1回の利上げ幅を0.25%と想定すれば、年内1回の利上げ実施を示していることになる。2016年末時点は1.375%となり前回から0.25%ポイント低下、2017年末時点も2.625%となり前回から0.25%ポイント低下した。今回初めて発表された2018年については3.375%となった。中立水準と捉えられる中長期のFF金利も3.50%となり、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、2015年末は0.404%となり0.162%ポイント低下、2016年末は1.478%となり0.272%ポイント低下、2017年末は2.64%となり0.36%ポイント低下、中長期は3.463%となり0.184%ポイント低下している(第2図)。中長期のFF金利見通しが今回も引き下げられた背景については、今後公表される議事録で確認する必要がある。

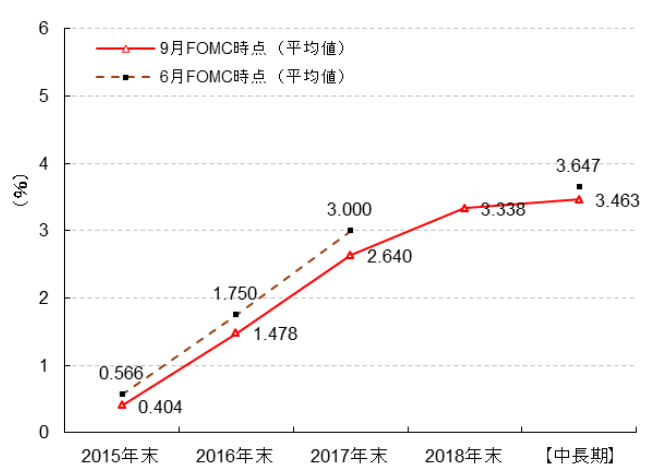
FOMC参加者間のFF金利見通しのバラつきは引き続き大きい。例えば2016年末の見通しは最低値が▲0.125%、最高値が2.875%であるため3%の乖離がある。なお、2015年末と2016年末の政策金利をマイナスと予想する参加者が今回初めて出てきた。

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

このところの世界経済や金融市場の動向に対するFRBの警戒感は予想以上に強い印象

今回のFOMCでの政策金利据え置きは当方の予想には沿っていたものの、声明文やFOMC参加者の各種予測値、議長記者会見からは、このところの世界経済や金融市場の動向に対するFRBの警戒感が予想以上に強い印象を受ける。利上げに対するFRBの慎重なスタンスが改めて示されたとも言えそうだ。

イエレン議長は記者会見で、世界経済で注意すべき点として「中国」や「資源価格下落の影響を受け易い新興国」の動向を指摘、金融市場では「株価下落」や「ドル高の進行」を例として挙げていた。利上げ開始までには、これまで示されてきた「労働市場の幾分かの一段の改善」と「インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信を強める」ことに加えて、議長が指摘した点を中心とした「世界経済見通しの不透明感の緩和や金融市場の落ち着き」も一定程度は必要となりそうだ。

このため、利上げ開始のタイミングは引き続き見極めの難しい状態が続こう。次回10月FOMCでの利上げ開始については、8月後半以降の金融市場不安定化の影響から目先の経済指標に力強い結果を期待し難いこともあり可能性は高くないとみられる。

(栗原 浩史)



FOMC 声明文

前回 (7月28・29日)	今回 (9月16・17日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in June indicates that economic activity has been expanding moderately in recent months. Growth in household spending has been moderate and the housing sector has shown additional improvement; however, business fixed investment and net exports stayed soft. The labor market continued to improve, with solid job gains and declining unemployment. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources has diminished since early this year. Inflation continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and decreasing prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation remain low; 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. 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 earlier 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 July suggests that economic activity is expanding at a moderate pace. <u>Household spending and business fixed investment have been increasing moderately, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft.</u> 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 <u>inflation compensation moved 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. <u>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.</u> 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 <u>but is monitoring developments abroad.</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 <u>transitory effects of declines</u> 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>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.</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; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.</p>	<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.</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. <u>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.</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.