



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

January 27, 2016

<FOCUS>

1月FOMC～金融政策は現状維持、声明文はハト派のも次回会合での自由度を確保

- 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。政策金利は、前回12月会合で9年半ぶりに引き上げられたが、今回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、全会一致。
- 声明文における景気の現状判断は、前回から下方修正。下方修正の主因は、10-12月期実質GDPが低成長だったことがはっきりしてきたためであろう。10-12月期実質GDPは今週金曜日に発表されるが、前期比年率+0.8%程度に止まったと予想されている。
- 景気・物価の見通し部分では、引き続き景気は「緩やかなペースで拡大する」とされたが、リスクについては、前回までの「バランスしている」との文言が削除され、言及がなされず。前回削除された「世界経済や金融市場の動向を注視する」との文言が再び追加され、「それらが労働市場やインフレ、見通しのリスクバランスに与える影響を精査している」とされた。年明け以降の中国経済への懸念再燃、原油価格や株価の下落・不安定化等を踏まえると、世界経済や金融市場に関する文言の追加自体は予想された通りである。
- 金融政策の判断部分は前回と同一。「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。
- 今回のFOMC声明文は、景気現状判断の下方修正や世界経済・金融市場を懸念する文言追加等により、前回に比べ総じてハト派的となった。但し、世界経済・金融市場に関する文言は、同様に追加された昨年との比較では悲観色が抑制されている等、ハト派度合いは予想よりも限定された印象だ。また、金融市場では次回3月会合の利上げ見送りを示唆する声明文を予想する声もあったが、3月会合での利上げ判断の自由度は引き続き確保されている。
- 今後、追加利上げの前に確認が必要とみられる点は複数指摘できるが、最も重要な点は、①「米国景気の減速が一時的であり、回復基調が崩れていないことの経済指標での確認」、②「金融市場、特に米国の株価の安定」の2つと考えられる。①につき、目先の焦点は来週発表されるISM指数および雇用統計となる。

<FOCUS> 1月FOMC～金融政策は現状維持、声明文はハト派の次回会合での自由度を確保

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。政策金利は、前回12月会合で9年半ぶりに引き上げられたが、今回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、全会一致。なお、投票メンバーには年次の入れ替えがあり、地区連銀総裁4人が変更となっている（後掲第1表）。開催地ワシントンは先週末に豪雪に見舞われたが、FOMCメンバーは全員会合に参加できたようだ。

声明文における景気の現状判断は下方修正

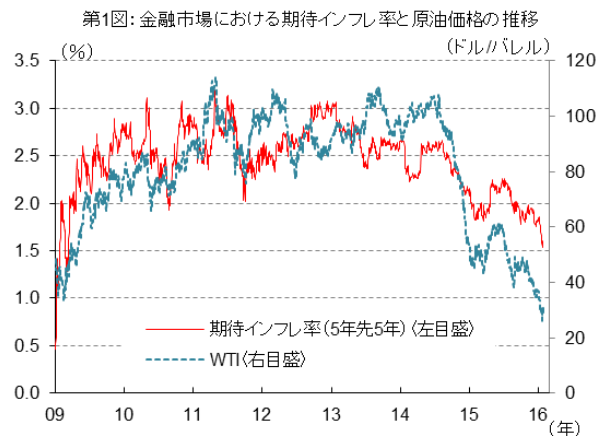
今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「昨年末にかけて経済成長は減速したものの、労働市場は一段と改善した」と、前回までの「経済活動は緩やかに拡大した（expanding at a moderate pace）」から変更された。総括判断は下方修正されたが、労働市場の表現と組み合わせることで、労働市場の重要性も改めて強調したとみられる。

内訳では、個人消費と設備投資が前回の「ここ数ヵ月は着実に増加」から「緩やかに増加」へ下方修正。住宅市場は「一段と改善」、純輸出は「引き続き弱め」とされ不変。「在庫投資が減速」との文言が新たに追加された。

最近の経済指標は冴えないが、前回12月会合以降に急速に悪化しているわけでもない。景気現状判断を下方修正された主因は、10-12月期実質GDPが低成長だったことがはっきりしてきたためであろう。10-12月期実質GDPは今週金曜日に発表されるが、前期比年率+0.8%程度に止まったと予想されている（Bloombergによる市場予想の集計値）。

労働市場の現状判断は概ね不変。「力強い雇用者数増加を含む最近の雇用指標は、労働市場のスラック（未活用部分）が追加的に幾分縮小したことを示している」とされた。

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」から「一段と低下」へ、サーベイでみる長期インフレ期待は「やや低下」から「略変化無し」へ夫々修正された。原油価格が一段と下落するなか、金融市場から観察される期待インフレ率は大きく低下している（第1図）。



第1図：金融市場における期待インフレ率と原油価格の推移
 (注)『期待インフレ率(ブレイクイーブンインフレ率)』は、国債とインフレ連動債との利回り格差。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

景気・物価見通しでは、「世界経済や金融市場の動向を注視する」との文言を再び追加

景気・物価の見通し部分では、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については、前回までの「バランスしている」との文言が削除され、言及がなされず。前回削除された「世界経済や金融市場の動向（global economic and financial developments）を注視する」との文言が再び追加され、「それらが労働市場やインフレ、見通

しのリスクバランスに与える影響を精査している」とされた。年明け以降の中国経済への懸念再燃、原油価格や株価の下落・不安定化等を踏まえると、世界経済や金融市場に関する文言の追加自体は予想された通りである。

物価の見通しについては、「短期的には低い状態が続く」との文言が追加されたが、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%に近づいていく」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。改めて確認をすると、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、および金融・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。

また、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。

FOMC 声明文はハト派的となったが、予想に比べればハト派度合いは限定された印象

今回の FOMC 声明文は、景気現状判断の下方修正や世界経済・金融市場の動向を懸念する文言追加等により、前回に比べ総じてハト派的となった。但し、世界経済・金融市場に関する文言は、同様に追加された昨年との比較では悲観色が抑制されている等、ハト派度合いは予想よりも限定された印象だ。また、金融市場では次回3月会合の利上げ見送りを示唆する声明文を予想する声もあったが、3月会合での利上げ判断の自由度は引き続き確保されている。

今後、追加利上げの前に確認が必要とみられる点は複数指摘できるが、最も重要な点は、①「米国景気の減速が一時的であり、回復基調が崩れていないことの経済指標での確認」、②「金融市場、特に米国の株価の安定」の2つと考えられる。①につき、目先の焦点は来週発表される ISM 指数および雇用統計となろう。

第1表：FOMCメンバーと政策スタンス

	【2015年】		【2016年】		【2017年】	
FOMC メンバー	イエレンFRB議長	中立	イエレンFRB議長	中立	イエレンFRB議長	中立
	フィッシャーFRB副議長	中立	フィッシャーFRB副議長	中立	フィッシャーFRB副議長	中立
	ブレイナードFRB理事	ハト派寄り	ブレイナードFRB理事	ハト派寄り	ブレイナードFRB理事	ハト派寄り
	タルーロFRB理事	ハト派寄り	タルーロFRB理事	ハト派寄り	タルーロFRB理事	ハト派寄り
	パウエルFRB理事		パウエルFRB理事		パウエルFRB理事	
	未定		未定		未定	
	未定		未定		未定	
	ダッドリー・NY連銀総裁	中立	ダッドリー・NY連銀総裁	中立	ダッドリー・NY連銀総裁	中立
	エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト派	メスター・クリーブランド連銀総裁	タカ派寄り	エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト派
	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	タカ派	ローゼングレン・ボストン連銀総裁	ハト派	ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁	
	ロックハート・アトランタ連銀総裁	中立	ブラード・セントルイス連銀総裁		カプラン・ダラス連銀総裁	中立
ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	中立	ジョージ・カンザスシティ連銀総裁	タカ派寄り	カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁		
代替 メンバー	メスター・クリーブランド連銀総裁	タカ派寄り	エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト派	メスター・クリーブランド連銀総裁	タカ派寄り
	ローゼングレン・ボストン連銀総裁	ハト派	ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁		ラッカー・リッチモンド連銀総裁	タカ派
	ブラード・セントルイス連銀総裁	タカ派寄り	カプラン・ダラス連銀総裁	中立	ロックハート・アトランタ連銀総裁	中立
	ジョージ・カンザスシティ連銀総裁	タカ派寄り	カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁		ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	中立
	カミング・NY連銀副総裁		ストライン・NY連銀副総裁		ストライン・NY連銀副総裁	
その他	ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	タカ派	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	タカ派	ローゼングレン・ボストン連銀総裁	ハト派
	フィッシャー・ダラス連銀総裁	タカ派	ロックハート・アトランタ連銀総裁	中立	ブラード・セントルイス連銀総裁	
	コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	ハト派	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	中立	ジョージ・カンザスシティ連銀総裁	タカ派寄り

(注) 本表での『政策スタンス』は、最近の発言・投票行動等をもとに独自に分類。
(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)

FOMC 声明文

前回 (12月15・16日)	今回 (1月26・27日)
<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. 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. 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 remain low; some survey-based measures of longer-term inflation expectations have edged down.</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 continue to expand at a moderate pace and labor market indicators will continue to strengthen. 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. 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 strengthens further. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 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.</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 December suggests that <u>labor market conditions improved further even as economic growth slowed late last year</u>. Household spending and business fixed investment have been increasing at <u>moderate rates</u> in recent months, and the housing sector has improved further; however, net exports have been soft and <u>inventory investment slowed</u>. <u>A range of recent labor market indicators, including strong job gains, points to some additional decline in underutilization of labor resources</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>declined further</u>; survey-based measures of longer-term inflation expectations are <u>little changed</u>, 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>Inflation is expected to remain low in the near term</u>, 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. <u>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</u>.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 Given the economic outlook, the Committee decided to <u>maintain</u> 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</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; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.</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; <u>James Bullard</u>; Stanley Fischer; <u>Esther L. George</u>; <u>Loretta J. Mester</u>; Jerome H. Powell; <u>Eric Rosengren</u>; and Daniel K. Tarullo.</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。

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.