

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

FOMC プレビュー：大統領選挙の煽りを受けるなかでの政策判断

【要旨】

- ◇ 9月20-21日には愈々FOMCが開催される。FRB高官は8月後半頃より9月FOMCでの利上げに前向きともとれる発言をし、金融市場でも利上げ観測が一時高まったが、その後に発表された経済指標が非常に弱かったことから、利上げ観測は後退している。今週発表された経済指標も強弱区々で、ISM指数の急落等で生じた米国景気への懸念を払拭するには到らなかった。
- ◇ 他に政策判断で重視される「世界経済」「株価」「原油価格」「ドル相場」等は、最近のFOMC開催時との比較ではそれほど利上げを躊躇させる状況にないが、米国景気への懸念に勝るほど良好でもなく、9月FOMCでの利上げは見送られる可能性が高いだろう。
- ◇ 経済指標の軟化を受け9月の利上げは見送られるとしても、FRB高官の発言から「可能であれば9月に利上げをしておきたい」との意向が強く感じられた点は予想外であった。背景には、利下げ余地を確保しておきたかったり、低金利の副作用が目立つようになってきたこと等も考えられるが、政治からの影響もあったのかもしれない。例えば、トランプ氏による「FRBはオバマ大統領（民主党）に配慮して低金利政策を続け、そのため株価も割高になっている」等といった最近の発言をFRBが意識した可能性だ。
- ◇ トランプ氏は“本心から”FRBに対して不信感を抱いている可能性があり、その点についてはFRB側にも一部責任がある（例えば、ブレイナード理事の行動）。
- ◇ 仮にトランプ氏が大統領選挙に勝利し、FRBが9月利上げを見送って12月に実施した場合には、トランプ氏がFRBへの批判を強めてFRBの改革を志向し、議会が同意する展開等も強ち否定はできず、注意が必要だろう。

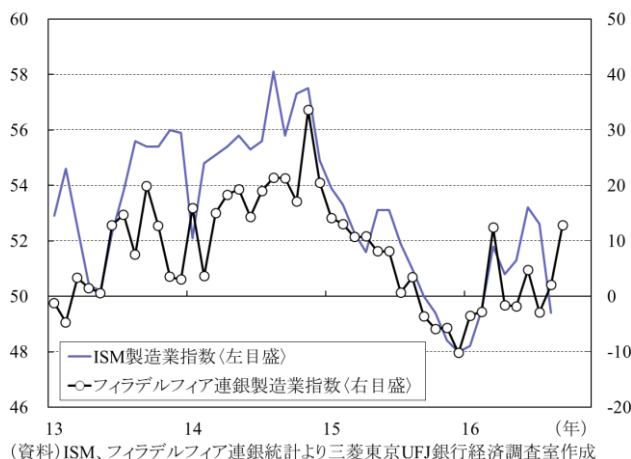
今週発表された経済指標は強弱区々、景気への懸念を払拭するには到らず

9月20-21日には愈々FOMCが開催される。FRB高官は8月後半頃より9月FOMCでの利上げに前向きともとれる発言をし、金融市場でも利上げ観測が一時高まったが、その後の経済指標が非常に弱かったことから、利上げ観測は後退している。経済指標について、8月の非農業部門雇用者数は前月比+15.1万人となり、6月と7月の増加幅が非常に大きかったことを踏まえると弱い数字ではなかったが、8月のISM製造業指数が49.4（7月：52.6）、非製造業指数が51.4（7月：55.5）と揃って急落した点はネガティブ・サプライズであった。

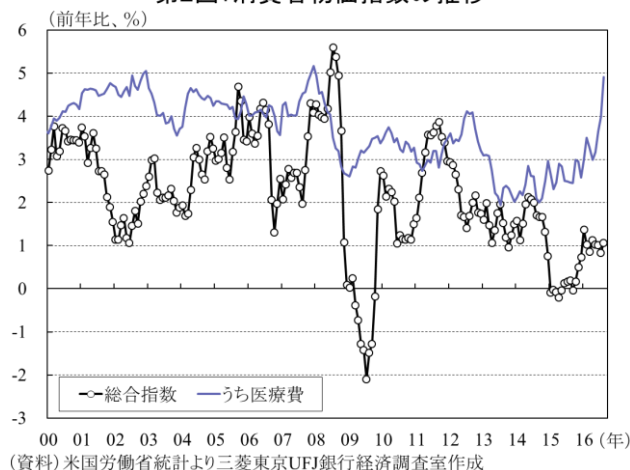
今週発表された経済指標も強弱区々で、ISM指数の急落等で生じた景気への懸念を払拭するには到らなかった。9月のフィラデルフィア連銀製造業指数は12.8と8月（2.0）から上昇し（第1図）、9月のミシガン大学消費者信頼感指数（速報値）は89.8となり8月と同水準を維持したものの、8月の小売売上高は前月比▲0.3%と5ヵ月ぶりに減少している。なお、8月の消費者物価指数（CPI）は総合指数が前年比+1.1%と7月（同+0.8%）から市場予想以上に加速したが、ウェイトの大きな医療費の急加速の影響も大きく、割り引いてみる必要がありそうだ（第2図）（注1）。

（注1）医療費は医療保険改革の影響から上昇率が抑えられてきたが、過去数ヵ月は急加速し、直近8月は前年比+4.9%と2008年1月以来の高い上昇率を記録している。

第1図：製造業景況感指数の推移



第2図：消費者物価指数の推移



9月FOMCでは利上げが見送られる可能性が高い

このような経済指標の直近での軟化は、“データ次第”を掲げる現在のFRBの金融政策にとっては特に影響が大きい。他に政策判断で重視される「世界経済」「株価」「原油価格」「ドル相場」等は最近のFOMC開催時との比較ではそれほど利上げを躊躇させる状況にないが、米国景気への懸念に勝るほど良好でもなく、9月FOMCでの利上げは見送られる可能性が高いだろう（第1表）。

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				・利上げ開始に近付していることを示唆 ・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		9月20・21日		
			直前値	評価	直前値	評価	直前値	評価	直前値	評価	直前（現状）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	○	49.4	×
			ISM非製造業指数	53.4	×	54.5	△	52.9	△	56.5	○	51.4	×
	世界経済（のリスク）	20%	中国の製造業PMI	49.0	×	50.2	△	50.1	△	50.0	△	50.4	△
	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)	○	2,139 (横這い)	△
	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)	×	43ドル (横這い)	△
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)	△	1.193 (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		0.70	
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

FRBが9月利上げに一時前向きになった背景には、政治からの影響も考えられる

経済指標の軟化を受け9月の利上げは見送られるとしても、FRB高官の発言から「可能であれば9月に利上げをしておきたい」との意向が強く感じられた点は予想外であった。

背景には、将来的な利下げ余地を確保しておきたかったり、低金利の副作用が目立つようになってきたこと等も考えられるが、（従来の米国ではあまり見受けられなかった）政治か

らの影響もあったのかもしれない。例えば、共和党大統領候補のトランプ氏による「FRB はオバマ大統領（民主党）に配慮して低金利政策を続け、そのため株価も割高になっている」等といった最近の発言（批判）を FRB が意識した可能性だ（第 2 表）。この様な発言を現在の FRB が軽視できない背景として、①「トランプ氏が大統領候補に正式指名された後の発言であること」、②「トランプ氏が大統領選挙に勝利する可能性も排除できなくなってきたこと」、③「トランプ氏が“本心から” FRB に対して不信感を抱いている可能性があること」等が考えられる。

第2表：トランプ氏の金融政策についての発言

金融政策についての発言	
2015年11月	・イエレン議長は利上げをすべき。利上げをしないのは、オバマ政権への配慮からだ
(2015年12月)	(FRB、利上げ実施)
2016年5月	・自分は低金利を支持する。もし金利を上げたら、ドルが上昇し経済に大きな問題が起こる
2016年8月	・イエレン議長はオバマ大統領を助けるために人為的に低金利にしている。低金利で株価はバブルになっている

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

変化
変化

9月に利上げが見送られ、トランプ氏が大統領選挙に勝利した場合の金融政策の展開については注意する必要

③の「不信感を抱かせた可能性」については FRB 側にも一部責任があり、例えばブレイナード FRB 理事の行動である。ブレイナード理事は FRB 理事・地区連銀総裁のなかで最もハト派的な一人だが、夫のカート・キャンベル氏（ビル・クリントン政権下での東アジア・太平洋担当国務次官補）とともにクリントン夫妻と懇意で知られ、今年 3 月にはヒラリー・クリントン氏の選挙活動に献金をしたことが発覚している。献金は違法ではないものの、FRB が政治からの独立性を重視するなか、過去に行った事例はほとんどみられない。

ブレイナード理事は足元でも、FRB がブラックアウト期間^(注2)に入る直前の 9 月 12 日に急遽講演を行い、結果として市場の 9 月利上げ観測を低下させている^(注3)。これらの事実・行動は「FRB はオバマ大統領やクリントン氏に配慮して利上げを見送っている」とのトランプ氏の不信感を既に助長し、今後一段と助長させる可能性がある。

そもそも現在の FRB は金融危機以降の対応で一部から批判を受けてきており、地区連銀制度について議会で改革機運が高まる等、政治面からの圧力に対して非常に脆弱だ。仮にトランプ氏が大統領選挙に勝利し、FRB が 9 月利上げを見送って 12 月に実施した場合には、トランプ氏が FRB への批判を強めて FRB の改革を志向し、議会が同意する展開等も強ち否定はできない（第 3 表）。改革は具体的には、共和党が主張している年 1 回の監査導入に止まらず、政府との何らかのアコード締結等となって、金融政策の自由度が大きく制約されるリス

クも考えられる。何れにしても、9月に利上げが見送られ、トランプ氏が大統領選挙に勝利した場合には、その後の金融政策の展開が不透明な点に注意する必要があるだろう。

(注2) ブラックアウト期間とは金融政策についての発言を控える期間のことで、FOMC開催前の1週間。

(注3) ブレイナード理事の行動は、クリントン氏が大統領選挙に勝利した際に自身が財務長官に就任するため、との指摘もある。

第3表：「利上げタイミング」と「大統領選挙結果」から生じ得るFRBにとってのデメリット

	FRBの次回利上げ	11月大統領選の結果	FRBにとってのデメリット（リスク）
ケース1	9月に実施	トランプ氏勝利	・経済指標が弱い中での利上げは金融市場を混乱させるリスク
ケース2	9月に実施	クリントン氏勝利	・経済指標が弱い中での利上げは金融市場を混乱させるリスク ・クリントン氏や民主党から批判されるリスク
ケース3	9月は見送り12月に実施	トランプ氏勝利	・トランプ氏のFRBへの批判が強まり、実際にFRBが望まない何らかの改革に繋がるリスク
ケース4	9月は見送り12月に実施	クリントン氏勝利	・クリントン氏に配慮し9月に利上げを見送ったと受け止められ、FRBの信認が若干低下するリスク

(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2016年9月16日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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.