

# 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

### 9月FOMC～現状維持、情勢悪化しなければ年内利上げの可能性が高いことを示唆

#### 【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、メスター・クリーブランド連銀総裁、ローゼングレン・ボストン連銀総裁の3名が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」とされ、前回7月と概ね同様の判断が維持された。景気・物価の見通し部分は、「短期的なリスクはおおよそバランスしているように見える」との文言が追加され、改善方向へ変更された。
- ◇ 金融政策の判断部分では、「利上げに対する論拠が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証拠を待つことを決めた」とされた。この点につきイエレン議長は記者会見で、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方針であることを比較的明確に伝えている。FRBは年内、おそらく12月の利上げを視野に入れているわけだが、足元の経済指標は弱めの結果も散見される状況であり、大統領選挙も控えるなか、経済指標が下振れするリスクにも注意は必要であろう。
- ◇ FOMC参加者による政策金利見通しは、全般に下方修正。中央値でみると、2016年末時点は0.625%で前回から0.25%ポイント低下、2017年末時点は1.125%で前回から0.50%ポイント低下、2018年末時点は1.875%で前回から0.50%ポイント低下した。中長期のFF金利も、2.875%と前回から0.125%ポイント低下した。生産性見通しの引き下げを主因とした中長期の金利見通しの引き下げに歯止めが掛からないなか、イエレン議長の懸念事項も「賃金・物価が上昇するのかどうか」から「生産性や労働力にどの程度拡大余地があるのか」にシフトしつつある印象だ。

## 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、メスター・クリーブランド連銀総裁、ローゼングレン・ボストン連銀総裁の 3 名が 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 7 月に続く反対票であり、メスター総裁とローゼングレン総裁は前回までの据え置き支持から今回は利上げ支持に転じた。

## 声明文における景気の現状判断は概ね変わらず

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 7 月の「労働市場は力強さを増し、経済活動は緩やかに拡大した」と概ね同様の判断が維持された。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均して堅調だった」とされた。経済活動の内訳では、個人消費は「力強く成長」、設備投資は「引き続き弱め」で不変。直近の経済指標は、ISM 景況感指数や小売売上高等弱めの結果も散見される状況のため、やや甘めの景気判断との印象も受ける。

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、金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「低いまま」、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。

## 景気・物価の見通し部分では、「リスクがバランス」との文言が復活

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」し、労働市場は「幾分か一層力強さを増す（strengthen somewhat further）」とされた。労働市場について“幾分か一層”との文言が追加されている。

見通しに対するリスク部分では、前回 7 月の「短期的なリスクは後退した」に代わり、「短期的なリスクはおおよそバランスしているように見える（Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced）」との文言が追加された。“短期的な”や“おおよそ”が付いているものの、1 月会合以来削除されていた“リスクがバランスしている”との文言が漸く復活した。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」とされている。

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。

## FOMC 参加者の経済予測では、中長期の実質 GDP 成長率が下方修正

3ヵ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測を中央値で確認する。実質 GDP 成長率は、前回（6月時点）に比べて 2016 年と中長期が下方修正された（第 1 表）。中長期の実質 GDP 見通しの下方修正は潜在成長率見通しが引き下げられたことを意味し、イエレン FRB 議長は記者会見でその背景として、生産性の上昇率が（過去 5 年の悲惨な状況よりは改善するものの）暫く低めに止まる点を指摘している。失業率については、2016 年が引き上げられた（悪化方向へ修正された）一方、2018 年が引き下げられた。インフレ率については、2016 年の個人消費支出（PCE）デフレーター、2017 年の同コアベースの予測値が夫々引き下げられている。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2016	2017	2018	2019	中長期	2016	2017	2018	2019	中長期
実質GDP成長率	前々回（3月）	2.2	2.1	2.0	-	2.0	2.1 - 2.3	2.0 - 2.3	1.8 - 2.1	-	1.8 - 2.1
	前回（6月）	2.0	2.0	2.0	-	2.0	1.9 - 2.0	1.9 - 2.2	1.8 - 2.1	-	1.8 - 2.0
	今回（9月）	1.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7 - 1.9	1.9 - 2.2	1.8 - 2.1	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0
失業率	前々回（3月）	4.7	4.6	4.5	-	4.8	4.6 - 4.8	4.5 - 4.7	4.5 - 5.0	-	4.7 - 5.0
	前回（6月）	4.7	4.6	4.6	-	4.8	4.6 - 4.8	4.5 - 4.7	4.4 - 4.8	-	4.7 - 5.0
	今回（9月）	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8	4.7 - 4.9	4.5 - 4.7	4.4 - 4.7	4.4 - 4.8	4.7 - 5.0
PCEインフレ率	前々回（3月）	1.2	1.9	2.0	-	2.0	1.0 - 1.6	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	-	2.0
	前回（6月）	1.4	1.9	2.0	-	2.0	1.3 - 1.7	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	-	2.0
	今回（9月）	1.3	1.9	2.0	2.0	2.0	1.2 - 1.4	1.7 - 1.9	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（3月）	1.6	1.8	2.0	-	-	1.4 - 1.7	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	-	-
	前回（6月）	1.7	1.9	2.0	-	-	1.6 - 1.8	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	-	-
	今回（9月）	1.7	1.8	2.0	2.0	-	1.6 - 1.8	1.7 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0	-

(注)1. 『中心傾向』は上下夫々三つの予測値を除いたもの。

2. 『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4四半期の平均値。

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

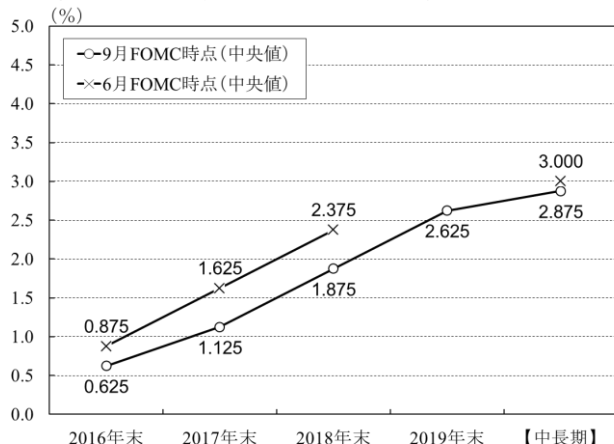
## FOMC 参加者の FF 金利見通しは全般に下方修正

FOMC 参加者による FF 金利（政策金利）見通しは、全般に下方修正された。中央値で見ると、2016 年末時点は 0.625%で前回（6月時点）から 0.25%ポイント低下、2017 年末時点は 1.125%で前回から 0.50%ポイント低下、2018 年末時点は 1.875%で前回から 0.50%ポイント低下した（第 1 図）。中立水準と捉えられる中長期の FF 金利も、2.875%と前回から 0.125%ポイント低下した。中長期の FF 金利見通しの低下については、イエレン議長の説明によれば、生産性見通しの引き下げが大きな要因となっている。

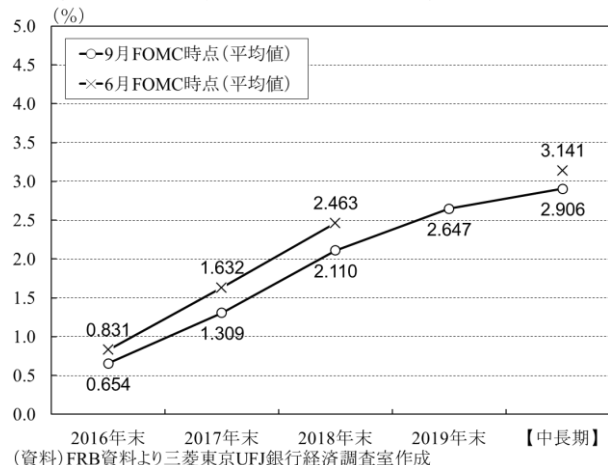
また、FF 金利見通しを平均値で見ると、2016 年末は 0.654%で 0.177%ポイント低下、2017 年末は 1.309%で 0.323%ポイント低下、2018 年末は 2.110%で 0.353%ポイント低下、中長期は 2.906%で 0.235%ポイント低下している（第 2 図）。

中央値に基づけば、FOMC 参加者は現時点で、年内に 0.25%、来年に 0.50%、再来年に 0.75%の利上げを予想していることになる。利上げ回数で言えば、来年の見通しは 6 月時点の 3 回から 2 回へ低下した（1 回の利上げ幅を 0.25%と想定）。なお、個々の予想値をみると、年内の据え置きを予想する参加者は 3 人となっている。

第1図：FOMC参加者によるFF金利見通し(中央値)



第2図：FOMC参加者によるFF金利見通し(平均値)



## 金融政策の判断部分では、「利上げに対する論拠が強まった」との文言を追加

金融政策の判断部分は、「利上げに対する論拠が強まったと判断しているが (judges that the case for an increase in the federal funds rate has strengthened)、当面は目標達成に向けた進展が続いている一段の証拠を待つことを決めた」との文言が追加された。「利上げに対する論拠が強まった」との部分は、8月26日にイエレン議長がジャクソンホールの講演で使用し文言と同じである。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。

## 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方針

今回の FOMC では利上げが見送られたが、声明文は一段と利上げに近付いていることを示唆したほか、イエレン議長は記者会見で、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方針であることを比較的明確に伝えた。

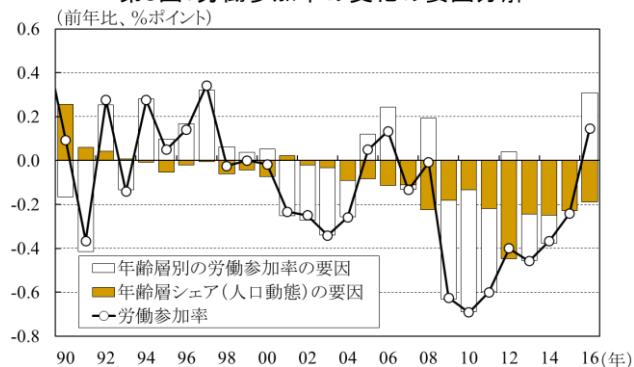
年内の FOMC は 11 月 1-2 日と 12 月 13-14 日の 2 回だが、11 月はイエレン議長の記者会見が無く、今回の声明文にも昨年 10 月の様な「次回会合で利上げが適切かどうか判断する」と

の文言が無い場合、FRBはおそらく12月の利上げを視野に入れているとみられる。但し、前述の通り足元の経済指標は弱めの結果も散見される状況であり、大統領選挙も控えるなか、経済指標が下振れするリスクにも注意は必要であろう。

なお、イエレン議長は記者会見で、今回利上げを見送った背景について「労働参加率がこのところ下げ止まる等（第3図）、労働市場に再参入する人が増えて需給逼迫の懸念が和らぎ、利上げを急ぐ必要はない」と指摘。また、賃金上昇については、9月13日に発表された2015年の年次家計調査で家計所得の上昇率が高かった点に勇気付けられる等とし（第4図）、比較的楽観視している様子であった<sup>(注2)</sup>。生産性見通しの引き下げを主因とした中長期の金利見通しの引き下げに歯止めが掛からないなか、イエレン議長の懸念事項も「賃金・物価が上昇するかどうか」から「生産性や労働力にどの程度拡大余地があるのか」にシフトしつつある印象だ。

(注2) 2015年の実質家計所得は前年比+5.2%となり、統計を開始した1967年以降で最も大きな上昇率となった。

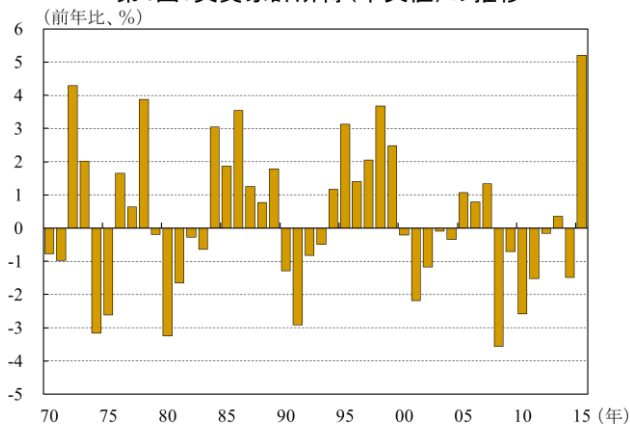
第3図: 労働参加率の変化の要因分解



(注) 1. 年間の平均値を使用。『2016年』は1月から直近8月までの平均値。  
2. 労働参加率の変化を、各年齢層別の労働参加率の変化による部分と、各年齢層のシェアの変化による部分に分けたもの。

(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 実質家計所得(中央値)の推移



(注) 国勢調査局による年次家計調査の結果。  
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2016年9月21日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)



FOMC 声明文

前回(7月 26・27 日)	今回(9月 20・21 日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in June indicates that the 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 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 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 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. Near-term risks to the economic outlook have diminished. 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</p>	<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 <u>growth of economic activity has picked up from the modest pace seen in the first half of this year</u>. 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. <u>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 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 <u>appear roughly balanced</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. <u>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</u>. 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</p>

<p>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; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; Eric Rosengren; and Daniel K. Tarullo. 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.</p>	<p>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, <u>Loretta J. Mester, and Eric Rosengren</u>, 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、弊社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.