

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

3月FOMC～3ヵ月ぶりの追加利上げを決定

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で政策金利の誘導目標レンジを広く予想されていた通り 0.5%～0.75%から 0.75%～1.0%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは昨年 12 月以来 3 ヶ月ぶりで金融危機以降では 3 回目。採決では、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が据え置きを主張して反対票を投じた。
- ◇ 今回の声明文における景気の現状判断（総括部分）は不変、物価の現状判断は上方修正された。
- ◇ FOMC 参加者による経済予測の修正は小幅に止まった。実質 GDP 成長率（中央値）は、前回（昨年 12 月時点）に比べて 2018 年のみ 0.1%ポイント上方修正された。FOMC 参加者の FF 金利見通しも小幅の上方修正に止まった。中央値で見ると、2017 年末時点は 1.375%、2018 年末時点は 2.125%で夫々前回から不変、2019 年末時点のみ 3.0%と前回から 0.125%上昇した。利上げ回数で言えば、今年は本日分を含めて 3 回の利上げが予想されている。
- ◇ FRB による本日の追加利上げは、前回 1 月 FOMC では特段示唆されず、直前のイエレン議長の講演等で急遽示唆された。そのため、金融市場ではハト派的な FRB のスタンスに変化があったと受け止められ、今後の政策金利見通しも上方修正されるとの見方が強まっていた。しかしながら本日の FOMC では、今年と来年の政策金利見通し（中央値）は据え置かれ、声明文のタカ派方向への修正度合いも限られた印象だ。現在の FRB のハト派的なスタンス自体に大きな変化があったわけでは無く、今回の追加利上げは足元の経済・金融関連指標の良好な結果を反映したに過ぎないということだろう。利上げペースは今後も緩やかと予想される。

政策金利の誘導目標レンジを 0.25%ポイント引き上げ

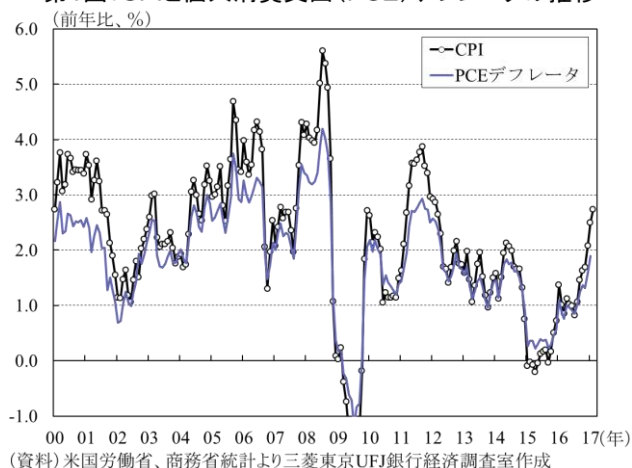
連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で政策金利の誘導目標レンジを広く予想されていた通り 0.5%～0.75%から 0.75%～1.0%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは昨年 12 月以来 3 ヶ月ぶりで金融危機以降では 3 回目。採決では、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が据え置きを主張して反対票を投じた。

声明文における景気の現状判断（総括部分）は不変、物価の現状判断は上方修正

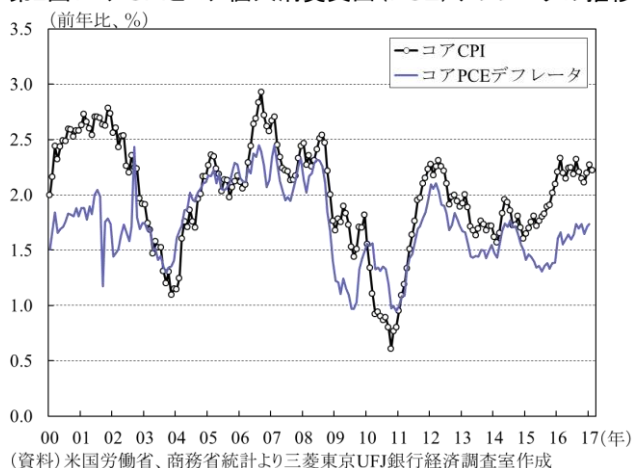
今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は緩やかなペースでの拡大が持続した（continued to expand at a moderate pace）」とされ、前回から不変。具体的には、雇用者数の増加ペースは「引き続き堅調」とされ、失業率は前回の「最近の低水準近辺を維持」から「ここ数ヶ月は略不変」に変更された。経済活動の内訳では、個人消費は「引き続き緩やかに増加」で不変だった一方、設備投資は前回までの「引き続き弱め」から「幾分改善したように見える（appears to have firmed somewhat）」へ上方修正された。

物価の現状判断では、前回の「インフレ率は直近数四半期に高まっているが、引き続き長期目標を下回っている」から「インフレ率は直近数四半期に高まり、2%のインフレ目標に近付きつつある。エネルギーと食品を除いたインフレ率は略変わらず、引き続き 2%を幾分下回っている」へ変更された。実際、原油安の影響一巡等により消費者物価指数（CPI）は直近 2 月に前年比+2.7%、個人消費支出（PCE）デフレーターは直近 1 月に同+1.9%と加速が鮮明になっている（第 1 図）。一方、2 月のコア CPI は同+2.2%、1 月のコア PCE デフレーターは 1 月に同+1.7%と、このところ上昇率は一進一退で推移している（第 2 図）。また、金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「依然として低い」で不変、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」とされた。

第1図：CPIと個人消費支出（PCE）デフレータの推移



第2図：コアCPIとコア個人消費支出（PCE）デフレータの推移



景気・物価の見通し部分は、物価の表現を修正

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「緩やかなペースで拡大し」、労働市場は「幾分か一層力強さを増す」とされ、前回までと同一。物価は、前回までの「中期的に2%に上昇する」から「中期的に2%近傍で安定する (stabilize around 2 percent)」へ変更された。

見通しに対するリスク部分は不変。「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」とされ、FOMCとして引き続き「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。

FOMC参加者の経済予測の修正は小幅に止まる

3ヵ月毎に発表されているFOMC参加者による経済予測(中央値)の修正は小幅に止まった。実質GDP成長率は、前回(昨年12月時点)に比べて2018年のみ0.1%ポイント上方修正された(第1表)。失業率については、中長期のみ0.1%ポイント引き下げられた(改善方向へ修正された)。インフレ率については、PCEデフレータの予測値は不変、コアPCEデフレータは2017年のみ0.1%ポイント引き上げられた。

第1表：FOMC参加者による経済予測

		中央値				中心傾向			
		2017	2018	2019	中長期	2017	2018	2019	中長期
実質GDP成長率	前々回(9月)	2.0	2.0	1.8	1.8	1.9 - 2.2	1.8 - 2.1	1.7 - 2.0	1.7 - 2.0
	前回(12月)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9 - 2.3	1.8 - 2.2	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
	今回(3月)	2.1	2.1	1.9	1.8	2.0 - 2.2	1.8 - 2.3	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0
失業率	前々回(9月)	4.6	4.5	4.6	4.8	4.5 - 4.7	4.4 - 4.7	4.4 - 4.8	4.7 - 5.0
	前回(12月)	4.5	4.5	4.5	4.8	4.5 - 4.6	4.3 - 4.7	4.3 - 4.8	4.7 - 5.0
	今回(3月)	4.5	4.5	4.5	4.7	4.5 - 4.6	4.3 - 4.6	4.3 - 4.7	4.7 - 5.0
PCEインフレ率	前々回(9月)	1.9	2.0	2.0	2.0	1.7 - 1.9	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0
	前回(12月)	1.9	2.0	2.0	2.0	1.7 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0
	今回(3月)	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0
コアPCEインフレ率	前々回(9月)	1.8	2.0	2.0	-	1.7 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0	-
	前回(12月)	1.8	2.0	2.0	-	1.8 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0	-
	今回(3月)	1.9	2.0	2.0	-	1.8 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-

(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

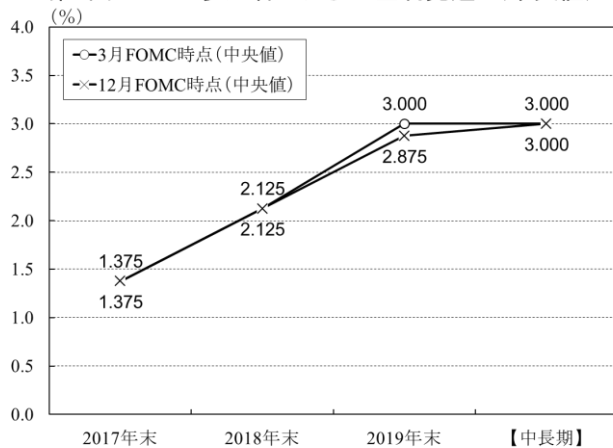
FOMC参加者のFF金利見通しは小幅上方修正

FOMC参加者によるFF金利(政策金利)見通しは、小幅上方修正された。中央値で見ると、2017年末時点は1.375%で前回から不変、2018年末時点は2.125%で前回から不変、2019年末時点のみ3.0%と前回から0.125%上昇した(第3図)。中立水準と捉えられる中長期のFF金利も、3.0%と前回から不変だった。

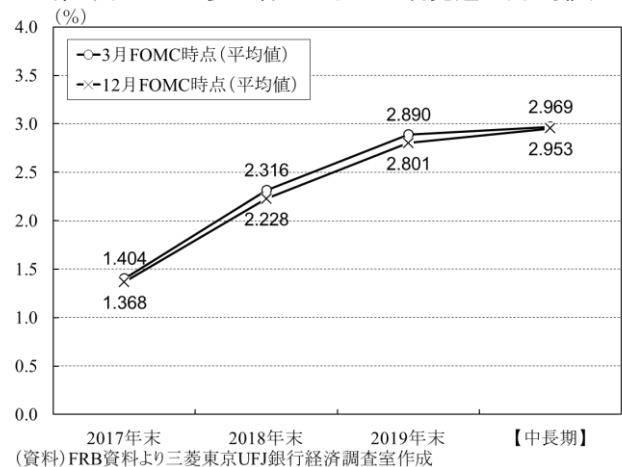
また、FF金利見通しを平均値で見ると、2017年末は1.404%で0.036%ポイント上昇、2018年末は2.316%で0.088%ポイント上昇、2019年末は2.890%で0.089%ポイント上昇、中長期は2.969%で0.016%ポイント上昇した（第4図）。

中央値に基づけば、FOMC参加者は現時点で、今年2017年に0.75%（本日の利上げを含む）、2018年に0.75%、2019年に0.875%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、今年（2017年）は本日分を含めて3回の利上げが予想されている（1回の利上げ幅を0.25%と想定）。

第3図：FOMC参加者によるFF金利見通し（中央値）



第4図：FOMC参加者によるFF金利見通し（平均値）



今後の金融政策の判断部分は、タカ派方向へ微修正

金融政策の判断部分では、「労働市場の状況とインフレの実績・予測に基づき」政策金利が0.75%～1.0%へ引き上げられた。「金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、労働市場の幾分か一層力強さを増すこととインフレ率が2%へ持続的に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・期待に関する指標や金融・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「委員会は対称的なインフレ目標との比較で実績と見通しを注視する」とされ、インフレ目標に近づきつつあるなか“対称的な”との文言が追加された。

今後の利上げペースについて、前回までは「経済情勢の改善ペースを勘案すると、政策金利は緩やかな引き上げに限って正当化される（warrant only gradual increases）」とされていたが、今回は「緩やかな引き上げが正当化される（warrant gradual increases）」となり幾分タカ派方向へ修正された。引き続き「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」とされた。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。

利上げペースは今後も緩やかと予想される

FRBによる本日の追加利上げは、前回1月FOMCでは特段示唆されず、直前のイエレン議長の講演等で急遽示唆された。そのため、金融市場ではハト派的なFRBのスタンスに変化があったと受け止められ、今後の政策金利見通しも上方修正されとの見方が強まっていた。しかしながら本日のFOMCでは、今年と来年の政策金利見通し（中央値）は据え置かれ、声明文のタカ派方向への修正度合いも限られた印象だ。現在のFRBのハト派的なスタンス自体に大きな変化があったわけでは無く、今回の追加利上げは足元の経済・金融関連指標の良好な結果を反映したに過ぎないということだろう。利上げペースは今後も緩やかと予想される。

なお、追加利上げの「タイミング」は引き続き会合毎の判断となろうが、金融市場とのコミュニケーションはやはり難しい印象を受ける。昨年12月にトランプ大統領が発足させた「大統領戦略・政策フォーラム (Strategic and Policy Forum)」のメンバーであり、一部で次期FRB議長候補との見方もあるケビン・ウォーシュ元FRB理事は、1月30日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙への寄稿で「米国には安定して戦略的な中央銀行が必要で、FRBは月次指標に反応して経済を微調整しようとするのを止めるべきだ」と述べている。

(2017年3月15日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(1月31日・2月1日)	今回(3月14日・15日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in December indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has continued to expand at a moderate pace. Job gains remained solid and the unemployment rate stayed near its recent low. Household spending has continued to rise moderately while business fixed investment has remained soft. Measures of consumer and business sentiment have improved of late. Inflation increased in recent quarters but is still below the Committee's 2 percent longer-run objective. Market-based measures of inflation compensation remain low; most survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</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, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will rise to 2 percent over the medium term. 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 In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1/2 to 3/4 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening 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 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>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in February indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has continued to expand at a moderate pace. Job gains remained solid and the unemployment rate <u>was little changed in recent months</u>. Household spending has continued to rise moderately while business fixed investment <u>appears to have firmed somewhat</u>. Inflation has increased in recent quarters, <u>moving close to the Committee's 2 percent longer-run objective; excluding energy and food prices, inflation was little changed and continued to run somewhat below 2 percent</u>. Market-based measures of inflation compensation remain low; <u>survey-based measures</u> of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</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, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will <u>stabilize around 2 percent</u> over the medium term. 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 In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to <u>raise the target range for the federal funds rate to 3/4 to 1 percent</u>. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a <u>sustained return</u> 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. <u>The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal</u>. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will <u>warrant gradual increases</u> 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; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo.</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; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo. <u>Voting against the action was Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.</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.