

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～金融政策は現状維持、間近に迫るイエレン議長の後任発表

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で、広く予想されていた通り、政策金利の誘導目標レンジを1.0%～1.25%で据え置いた。採決は、全会一致。
- ◇ 今回の FOMC 声明文には、前回からの大幅な変更は見受けられず、これまで同様の政策運営方針が確認された。直近 9 月の FOMC 参加者の政策金利見通しでは、年内にあと一回の追加利上げが予想されており、金融市場も年内最後となる次回 12 月会合での利上げを十分に織り込んでいる状況にある。注目されているインフレ率については、一先ず一段の鈍化が回避されており、12 月利上げのハードルとはならなそうだ。想定外の出来事が生じなければ、12 月に追加利上げが実施される公算が高い。
- ◇ 来年 2 月に任期満了を迎えるイエレン FRB 議長の後任人事は、明日 11 月 2 日に発表される模様だ。事前の報道によればパウエル現 FRB 理事が有力とされている。パウエル理事の過去の発言内容は、イエレン議長や FOMC の中心的な見方と概ね一致しており、パウエル理事が議長となった場合には、現行政策路線からの大幅な変更は志向しないと考えられる。但し、FRB 理事の空席は依然多く、イエレン議長が退任しパウエル理事が議長となる人事のみ発表された場合には、理事の空席は 4 つに拡大する。トランプ大統領による今後の FRB 理事の指名も、引き続き注目点である。

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、広く予想されていた通り、政策金利の誘導目標レンジを1.0%～1.25%で据え置いた。採決は、全会一致。今回がFOMC初参加となったクオールズ理事も賛成票を投じている。

声明文における景気・物価の現状判断は、景気の総括部分が上方修正

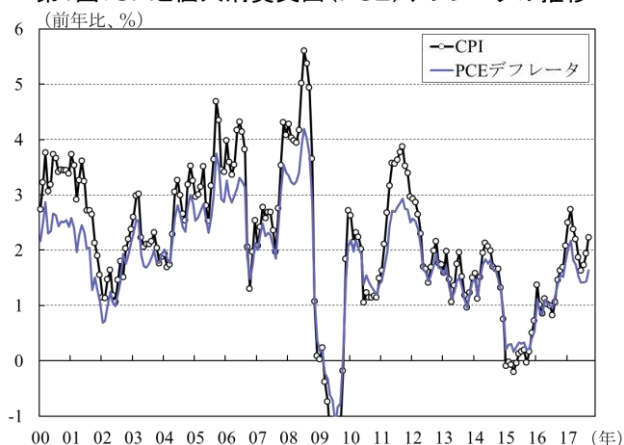
今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が前回までの「今年はこれまでのところ、労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は緩やかに拡大した」から、「ハリケーンに関連する混乱にも関わらず、労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は着実なペース（at a solid pace）で拡大した」へ上方修正された。

労働市場については、前回の「雇用者数の増加ペースはここ数ヵ月において堅調を維持し、失業率は低い水準を維持した」から、「ハリケーンを受け9月の雇用者数は減少したものの、失業率は一段と低下した」へ変更された。経済活動の内訳では、個人消費が「緩やかなペースで拡大した」、設備投資が「増加ペースがここ数四半期に上向いた」で共に不変。

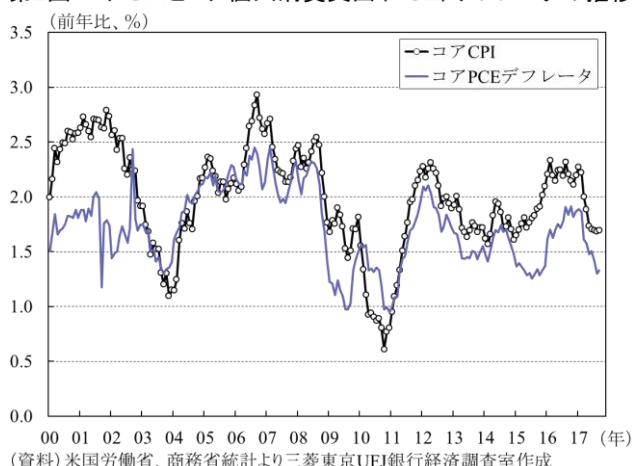
物価の現状判断では、「ハリケーンの影響でガソリン価格が上昇し、9月の総合インフレ率を押し上げたが、食品・エネルギーを除いた項目は引き続き弱めだった」との文言が追加された。その上で引き続き「前年比でみた総合インフレ率と食品・エネルギーを除いた指標は今年になって低下し、2%を下回っている」とされている。実際、直近9月の総合インフレ率は、消費者物価指数（CPI）が前年比+2.2%、個人消費支出（PCE）デフレーターが同+1.6%と幾分持ち直した一方、食品・エネルギーを除いたコアベースではCPIが同+1.7%、PCEデフレーターが同+1.3%と低めに止まっている（第1・2図）。

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」、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」で夫々前回から不変であった。

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・物価の見通し部分では、ハリケーンに関する文言のみ修正

景気・物価の見通し部分では、ハリケーンに関する文言のみ修正された。ハリケーンについては「関連する混乱と再建が、短期的な経済活動、雇用、インフレに影響するものの、過去の経験は、中期的な米国経済の進路を著しく変える可能性は低いことを示唆している」とされ、そのため「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」との従来の景気見通しが維持された。物価についても、引き続き「短期的には 2%を幾分か下回った状態が続くが、中期的に 2%近傍で安定する」との見通しが維持された。

見通しに対するリスク部分是不変。「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が、インフレの動向を注視する」とされている。

今後の「政策金利」の判断部分は、前回までと同一

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 1.0%~1.25%で維持された。前回同様「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」の判断部分は前回までと同一だった^(注1)。

FRB が行っている保有証券の償還分再投資に関する文言は、「10 月から開始したバランスシートの正常化プログラムが進行中」へ変更された。

(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。インフレ率については、「対称的なインフレ目標 (symmetric inflation goal)」との比較で実績と見通しが注視される。今後の利上げペースは、「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が正当化され」、「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」とされている。

次回 12 月会合で追加利上げが実施される公算が高い

今回の FOMC 声明文には、前回からの大幅な変更は見受けられず、これまで同様の政策運営方針が確認された。直近 9 月の FOMC 参加者の政策金利見通しでは、年内にあと一回の追加利上げが予想されており、金融市場も年内最後となる次回 12 月会合での利上げを十分に織り込んでいる状況にある。注目されているインフレ率については、一先ず一段の鈍化が回避されており、12 月利上げのハードルとはならなそう。想定外の出来事が生じなければ、12 月に追加利上げが実施される公算が高い。

なお、声明文における景気の現状判断は総括部分が上方修正されたとはいえ、足元の経済指標の改善度合いに比べると、修正度合いは限られた印象だ。足元で金利上昇やドル高が進んでいるため、タカ派的な声明文がそれらを一段と助長してしまうことは回避したかったためかもしれない。

イエレン議長の後任人事は明日にも発表される模様

来年2月に任期満了を迎えるイエレンFRB議長の後任人事は、明日11月2日に発表される模様だ。事前の報道によればパウエル現FRB理事が有力とされている。パウエル理事の過去の発言内容は、イエレン議長やFOMCの中心的な見方と概ね一致しており、パウエル理事が議長となった場合には、現行政策路線からの大幅な変更は志向しないと考えられる（第1表）。但し、FRB理事の空席は依然多く、イエレン議長が退任しパウエル理事が議長となる人事のみ発表された場合には、理事の空席は4つに拡大する（第2表）。トランプ大統領による今後のFRB理事の指名も、引き続き注目点である。

第1表：パウエルFRB理事の過去の主な発言

日付	主な発言
2017年6月1日	<ul style="list-style-type: none"> 金融危機前に比べて足元の賃金上昇率が低い大きな背景の一つは、生産性の鈍化。 今次景気回復局面は、力強い雇用者数の増加にも関わらず、生産性の伸びが非常に弱いため、残念ながら2%程度の緩やかな経済成長に止まってきた。 金融政策は物価安定を通じて景気の耐久性をサポートすることはできるが、長期的に持続可能な経済成長のレベルに対し確かな影響を与えることはできない。 FRBのバランスシート縮小については、それに伴い長期金利が上昇して金融環境が引き締まる度合いは小さいだろう。その一因は、FOMCが過去数年間に亘ってバランスシート正常化の意向を伝えてきたため。正常化に伴う影響の一部は、既に市場の価格形成に織り込まれている。 金融危機以降の大騒ぎした10年間を経て、米国経済は最大雇用と物価安定に近付いている。何人かのコメントーターが予想した様な問題は生じなかった。即ち、緩和的な金融政策は、高インフレや過剰な信用拡大をもたらすことなく、最大雇用と2%に向けたインフレ率の回復を助けた。
2017年2月22日	<ul style="list-style-type: none"> 潜在成長率を高めるためには、「労働参加」「教育・職業訓練への投資」「インフラへの投資」等を促進する政策が必要。 金融政策決定ルールについては、「FOMCが採用して機械的に従えば良いような望ましいルールがある」とのコンセンサスは無い。 単純な金融政策決定ルールは、最適な金融政策のパスを評価するために必要な分析のうち、小さな部分を表しているに過ぎない。 人間活動は曖昧で複雑であり、簡単な数式に単純化できるとは思えない。 政策はシステムティックに遂行すべきだが、オートマティックに行うべきではない。

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：FOMCメンバーと政策スタンス

	現在	2018年		
F O M C メ ン バ ー	イエレンFRB議長	中立	イエレンFRB議長(議長任期は2018年2月3日)	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
	パウエルFRB理事	中立	パウエルFRB理事	中立
	クオールズFRB理事	-	クオールズFRB理事	-
	空席(FRB理事)	-	未定(FRB理事)	-
	空席(FRB理事)	-	未定(FRB理事)	-
	空席(FRB理事)	-	未定(FRB理事)	-
	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	ハト派寄り	メスター・クリーブランド連銀総裁	タカ派寄り
	ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁	中立	リッチモンド連銀総裁(未定)	-
	カブラン・ダラス連銀総裁	中立	ボスティック・アトランタ連銀総裁	-
	カシュカリ・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

(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

(2017年11月1日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(9月19日・20日)	今回(10月31日・11月1日)
<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 that economic activity has been rising moderately so far this year. Job gains have remained solid in recent months, and the unemployment rate has stayed low. Household spending has been expanding at a moderate rate, and growth in business fixed investment has picked up in recent quarters. On a 12-month basis, overall inflation and the measure excluding food and energy prices have declined this year and are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; 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. Hurricanes Harvey, Irma, and Maria have devastated many communities, inflicting severe hardship. Storm-related disruptions and rebuilding will affect economic activity in the near term, but past experience suggests that the storms are unlikely to materially alter the course of the national economy over the medium term. Consequently, the Committee continues to expect 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. Higher prices for gasoline and some other items in the aftermath of the hurricanes will likely boost inflation temporarily; apart from that effect, inflation on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.</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 to 1-1/4 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained 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</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in <u>September</u> indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising <u>at a solid rate despite hurricane-related disruptions. Although the hurricanes caused a drop in payroll employment in September, the unemployment rate declined further.</u> Household spending has been expanding at a moderate rate, and growth in business fixed investment has picked up in recent quarters. <u>Gasoline prices rose in the aftermath of the hurricanes, boosting overall inflation in September; however, inflation for items other than food and energy remained soft.</u> On a 12-month basis, both inflation measures have declined this year and are running below 2 percent. Market-based measures of inflation compensation remain low; 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. <u>Hurricane-related disruptions and rebuilding will continue to affect economic activity, employment, and inflation in the near term,</u> but past experience suggests that the storms are unlikely to materially alter the course of the national economy over the medium term. Consequently, the Committee continues to expect 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. Inflation on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.</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 to 1-1/4 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a sustained 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</p>

<p>international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant 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>In October, the Committee will initiate the balance sheet normalization program described in the June 2017 Addendum to the Committee's Policy Normalization Principles and Plans.</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; and Jerome H. Powell.</p>	<p>international developments. The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant 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><u>The balance sheet normalization program initiated in October 2017 is proceeding.</u></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; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; Jerome H. Powell; and <u>Randal K. Quarles.</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.