

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

12月FOMC～今年3回目となる利上げを決定

【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 1.0%～1.25%から 1.25%～1.5%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは6月以来半年ぶりであり、今年になって3回目、金融危機以降では5回目となる。採決では、エバンス・シカゴ連銀総裁とカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁の2名が据え置きを主張して反対票を投じた。
- ◇ 今回のFOMCでは、利上げ自体は予想通りだった一方、発表されたFOMC参加者の見通しにおいて、実質GDP成長率と失業率が、改善方向に予想以上に修正された印象である。修正の背景について、イエレンFRB議長は記者会見で、トランプ政権が実現を目指している税制改革を考慮したことや、足元の経済指標が予想以上に良好なこと等を指摘している。
- ◇ また、経済見通しの修正度合いに比べて、政策金利見通しの修正が小幅に止まった印象でもあるが、この点についてイエレン議長は、「足元におけるインフレ率の予想外の伸び悩み」等が影響した可能性を指摘している。何れにしても、まだ最終確定していない税制改革が今回の経済見通しに完全に反映されたとも考えづらく、次回以降の経済見通しと政策金利見通しを注視する必要があるだろう。
- ◇ なお、来年1月の次回FOMCでは投票メンバーの年次入れ替えが行われる。今回反対票を投じたエバンス・シカゴ連銀総裁とカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が投票メンバーから外れることもあり、ハト派色は薄まりそうである。また、上院の承認を経て、来年2月にはFRB議長にパウエル現理事が就任する見通しである。新体制での動向が注目される。

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 1.0%～1.25%から 1.25%～1.5%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策金利の引き上げは 6 月以来半年ぶりであり、今年になって 3 回目、金融危機以降では 5 回目となる。

採決では、エバンス・シカゴ連銀総裁とカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁の 2 名が据え置きを主張して反対票を投じた。エバンス・シカゴ連銀総裁は、インフレを特に重視する形でのハト派と位置付けられるが、直近のニューヨーク・タイムズ紙とのインタビューで「利上げを急ぐ必要は無く、インフレ率が持ち直すまで様子を見ても良いのではないか」等と発言していたため、反対票を投じたことに驚きは無い。カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は、前回利上げを実施した 6 月にも反対票を投じている。

声明文における景気・物価の現状判断は、概ね不変

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、経済活動は着実なペース（at a solid pace）で拡大した」とされ、前回から略不変であった。

労働市場については、前回の「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」から、「ハリケーン関連の変動を均してみれば、雇用者数の増加ペースは堅調で、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」で共に不変だった。

物価の現状判断は、ハリケーン関連の文言が削除された上で、前回同様「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インフレ率は双方とも今年になって低下し、2%を下回っている」とされている。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。

景気・物価の見通し部分では、ハリケーンと雇用に関する文言を修正

景気・物価の見通し部分では、まずハリケーンに関する文言が調整された。ハリケーンについては前回、「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大きく変える可能性は低いことを示唆している」とされていたが、その後の情勢の進展を受けて今回は「関連する混乱と再建が、ここ数カ月の経済活動、雇用、インフレに影響してきたが、米国経済の見通しを大きく変えてはいない」とされた。

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、労働市場は力強い状態を維持する（remain strong）」とされたが、労働

市場の文言はこれまでの「幾分か一層力強さを増す」から修正されている。修正の背景には、労働市場が十分に改善して失業率の低下余地も限られてきていることが挙げられるだろう。物価の見通しは、引き続き「短期的には2%を幾分下回った状態が続くが、中期的に2%近傍で安定する」とされている。

見通しに対するリスク部分は不変で、「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」とされた。

FOMC 参加者の経済予測は、主に実質 GDP 成長率と失業率が改善方向へ修正された

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）は、主に実質 GDP 成長率と失業率が改善方向へ修正された。実質 GDP 成長率は、前回（9月時点）に比べて2017年が0.1%ポイント、2018年が0.4%ポイント、2019年が0.1%ポイント、2020年が0.2%ポイント夫々上方修正された（第1表）。失業率については、2017年、2018年、2019年、2020年が夫々0.2%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、個人消費支出（PCE）デフレーターが2017年のみ0.1%ポイント引き上げられ、コア PCE デフレーターは何れの期間についても不変であった。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2017	2018	2019	2020	中長期	2017	2018	2019	2020	中長期
実質GDP成長率	前々回（6月）	2.2	2.1	1.9	-	1.8	2.1 - 2.2	1.8 - 2.2	1.8 - 2.0	-	1.8 - 2.0
	前回（9月）	2.4	2.1	2.0	1.8	1.8	2.2 - 2.5	2.0 - 2.3	1.7 - 2.1	1.6 - 2.0	1.8 - 2.0
	今回（12月）	2.5	2.5	2.1	2.0	1.8	2.4 - 2.5	2.2 - 2.6	1.9 - 2.3	1.7 - 2.0	1.8 - 1.9
失業率	前々回（6月）	4.3	4.2	4.2	-	4.6	4.2 - 4.3	4.0 - 4.3	4.1 - 4.4	-	4.5 - 4.8
	前回（9月）	4.3	4.1	4.1	4.2	4.6	4.2 - 4.3	4.0 - 4.2	3.9 - 4.4	4.0 - 4.5	4.5 - 4.8
	今回（12月）	4.1	3.9	3.9	4.0	4.6	4.1	3.7 - 4.0	3.6 - 4.0	3.6 - 4.2	4.4 - 4.7
PCEインフレ率	前々回（6月）	1.6	2.0	2.0	-	2.0	1.6 - 1.7	1.8 - 2.0	2.0 - 2.1	-	2.0
	前回（9月）	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5 - 1.6	1.8 - 2.0	2.0	2.0 - 2.1	2.0
	今回（12月）	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0	1.6 - 1.7	1.7 - 1.9	2.0	2.0 - 2.1	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（6月）	1.7	2.0	2.0	-	-	1.6 - 1.7	1.8 - 2.0	2.0 - 2.1	-	-
	前回（9月）	1.5	1.9	2.0	2.0	-	1.5 - 1.6	1.8 - 2.0	2.0	2.0 - 2.1	-
	今回（12月）	1.5	1.9	2.0	2.0	-	1.5	1.7 - 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。

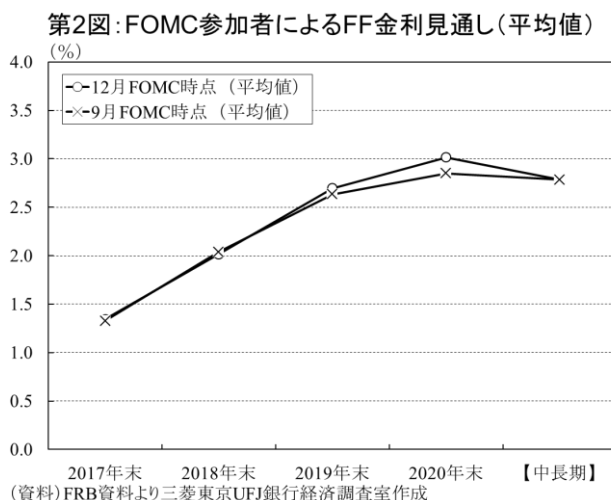
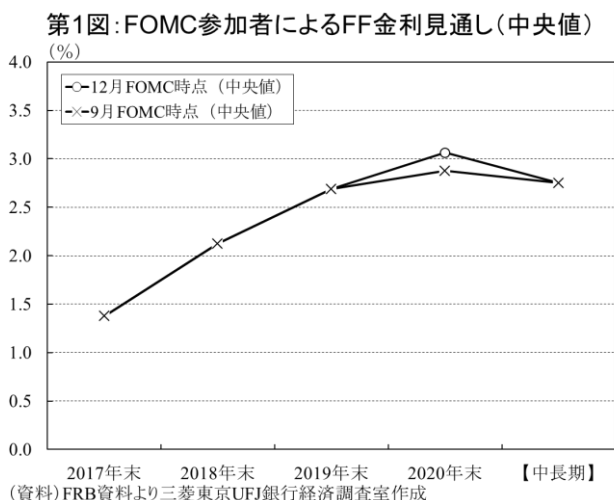
(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

FOMC 参加者の FF 金利見通しは、小幅な修正に止まる

FOMC 参加者による FF 金利（政策金利）見通しは、小幅な修正に止まった。中央値で見ると、2017年末は1.375%、2018年末は2.125%、2019年末は2.688%となり夫々前回から不変であった（第1図）。2020年末は3.063%と前回から0.188%上昇し、中立水準と捉えられる中長期のFF金利は2.75%と前回から不変であった。

また、FF金利見通しを平均値でみると、2017年末は1.344%で0.016%ポイント上昇、2018年末は2.016%で0.023%ポイント低下、2019年末は2.695%で0.063%ポイント上昇、2020年末は3.016%で0.164%ポイント上昇した（第2図）。中長期は2.783%で前回から不変であった。

中央値に基づけば、FOMC参加者は、来年2018年に今年と同じく0.75%の利上げを引き続き予想している。利上げ回数で言えば、来年も3回の利上げが予想されていることになる（1回の利上げ幅を0.25%と想定）。



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1.25%～1.5%へ引き上げられた。

また、「金融政策のスタンスは引き続き緩和的で、労働市場の力強い状態とインフレ率が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。景気・物価の見通し部分と同様に、ここでの労働市場の文言も、前回までの「幾分か一層力強さを増すこと」から変更された。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)。

(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。

経済見通しが上方修正された一因は、トランプ政権が実現を目指している税制改革

今回のFOMCでは、利上げ自体は予想通りだった一方、発表されたFOMC参加者の見通しにおいて、実質GDP成長率と失業率が、改善方向に予想以上に修正された印象である。修

正の背景について、イエレン FRB 議長は記者会見で、トランプ政権が実現を目指している税制改革を考慮したことや、足元の経済指標が予想以上に良好なこと等を指摘している^(注 2)。また、経済見通しの修正度合いに比べて、政策金利見通しの修正が小幅に止まった印象でもあるが、この点についてイエレン議長は、「足元におけるインフレ率の予想外の伸び悩み」等が影響した可能性を指摘している。何れにしても、まだ最終確定していない税制改革が今回の経済見通しに完全に反映されたとも考えづらく、次回以降の経済見通しと政策金利見通しを注視する必要があるだろう。

なお、来年 1 月の次回 FOMC では投票メンバーの年次入れ替えが行われる。今回反対票を投じたエバンス・シカゴ連銀総裁とカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が投票メンバーから外れることもあり、ハト派色は薄まりそうである（第 2 表）。また、上院の承認を経て、来年 2 月には FRB 議長にパウエル現理事が就任する見通しである。新体制での動向が注目される。

(注 2) 合同租税委員会は 12 月 11 日、下院が可決した税制改革法案の経済への分析結果を発表した。そこでは、税制改革により実質 GDP の水準が向こう 10 年間の平均で 0.7%押し上げられるとされている。

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	FRB議長(パウエル現FRB理事が指名されており、上院の承認後に就任)	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	クオールズFRB理事	-
	クオールズFRB理事	-	FRB理事(グッドフレンド・カーネギーメロン大学教授が指名されており、上院で承認されれば就任)	-
	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)	-
	ダッドリー・NY連銀総裁	中立	ダッドリー・NY連銀総裁(年半ばに退任)	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	バーキン・リッチモンド連銀総裁(1月1日に就任)	-
	カプラン・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12月13日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(10月31日・11月1日)	今回(12月12日・13日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in September indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a solid rate despite hurricane-related disruptions. Although the hurricanes caused a drop in payroll employment in September, the unemployment rate declined further. Household spending has been expanding at a moderate rate, and growth in business fixed investment has picked up in recent quarters. 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. 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. Hurricane-related disruptions and rebuilding will continue to affect economic activity, employment, and inflation 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. 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 international developments. The Committee will carefully</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in November indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a solid rate. <u>Averaging through hurricane-related fluctuations, job gains have been solid</u>, and the unemployment rate declined further. 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, both overall inflation and inflation for items other than food and energy 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 have affected economic activity, employment, and inflation in recent months but have not materially altered the outlook for the national economy.</u> 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 <u>remain strong</u>. 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 <u>raise the target range for the federal funds rate to 1-1/4 to 1-1/2 percent.</u> The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting <u>strong labor market conditions</u> 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 international developments. The Committee will carefully</p>

<p>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>The balance sheet normalization program initiated in October 2017 is proceeding.</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 Randal K. Quarles.</p>	<p>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>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Jerome H. Powell; and Randal K. Quarles. <u>Voting against the action were Charles L. Evans and 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.