

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～政策金利は据え置き、政策金利見通しは大きく下方修正

【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 2.25%～2.5% で据え置いた。採決は全会一致だった。
- ◇ 今回の FOMC では景気の現状認識が下方修正され、保有証券残高の段階的縮小の早期終了が示されたことに加え、同時に公表された FOMC 参加者による見通しでは今年の政策金利について FOMC 参加者 17 人中 11 人が据え置きを予想した。1月 FOMC では政策金利運営の様子見姿勢への転換が示されたが、その後に株価が大きく回復するなかでも今回更にハト派的な結果が示されたことを踏まえると、利上げが比較的早期に再度実施される可能性はかなり低いとみるべきであろう。
- ◇ 利上げが再び実施されるケースは、例えば「政治・政策面での不透明感が払拭され、成長率見通しが相当程度高まる」、「予想外にインフレ高進のリスクが高まる」等ではないだろうか。
- ◇ 1月と3月の FOMC の結果が連続して市場予想以上にハト派になった背景は判然としないが、一因としてインフレ目標達成に向けた FRB のアプローチ・考え方が幾分変化し、市場が想定する以上に FRB はインフレ率が 2% を超えて推移することに寛容になっている可能性が考えられる。
- ◇ FRB は現在、金融政策運営の枠組みの再検証を行っているが、そのなかで、2% のインフレ目標は一時的に達成すれば良いのではなく、景気後退期も含めた一定期間の平均インフレ率が 2% になるべきとの見解が強まっているようだ。インフレ率の過去の平均は 2% を下回っており、このような政策運営はインフレ期待の下振れに繋がりがねないため、インフレ率が 2% を上回ることを従来以上に許容すべきとの議論である。枠組みの再検証は依然途上だが、当該議論が FOMC 参加者個々の判断に既に影響を与えているのかもしれない。

政策金利を据え置き

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 2.25%～2.5% で据え置いた。採決は全会一致だった。

FOMC 声明文における景気の現状判断は下方修正

FOMC 声明文における景気の現状判断は、総括部分が前回までの「労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は力強い（strong）ペースで拡大した」から「労働市場は力強いままだが、経済活動の伸びは堅調（solid）だった昨年 10-12 月期から鈍化した（slowed）」へ下方修正された。

労働市場について、雇用者数は前回の「増加ペースは均してみると力強い」から「2 月の雇用者数は略横這いだったが、増加ペースは均してみると堅調」へ変更され、失業率は「低いまま」で不変だった。経済活動の内訳は、前回の「個人消費は引き続き力強く成長し、設備投資の伸びは 2018 年前半にみられた急速なペースから緩やかになった」から「最近の指標は個人消費と設備投資の伸びが 1-3 月期に減速したことを示している」へ下方修正された。

物価の現状判断では、総合インフレ率（前年比）が前回までの「2% 近辺にとどまっている」から「エネルギー価格低下を主因に鈍化した」へ下方修正され、食品・エネルギーを除いたインフレ率（前年比）は「2% 近辺にとどまっている」で不変だった。インフレ期待について、金融市場から観察されるブレイク・イーブン・インフレ率は前回の「低下した」から「低いまま」へ変更され、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」で前回から不変だった。

景気・物価見通しと今後の金融政策に関する文言は不変

景気・物価見通しと今後の金融政策に関する文言は、大幅に変更された前回 1 月の声明文から不変だった。具体的には、景気・物価について「持続的な経済活動の拡大、力強い労働市場の状態、中期的に対称的な^(注 1) 2% の目標近くでのインフレ率の推移が、最も蓋然性の高い結果だと引き続き判断している」とされ、金融政策については「世界経済・金融市場の動向とインフレ圧力の弱さを踏まえると、上記の蓋然性の高い結果をもたらすことを促進するために、政策金利の誘導目標レンジに対し将来どのような調整するのが適切かを決定することについて忍耐強く（patient）なるだろう」とされている。

（注 1）インフレ率が 2% 目標を挟んで上下に振れることが許容されること。

FOMC 参加者の経済予測は下方修正

3 ヶ月毎に発表されている FOMC 参加者による経済予測（中央値）は下方修正された（第 1 表）。実質 GDP 成長率は、前回（昨年 12 月時点）に比べて、2019 年が 0.2% ポイント、

2020年が0.1%ポイント下方修正され、2021年と中長期は不変だった。失業率は、2019年と2020年が0.2%ポイント、2021年が0.1%ポイント夫々引き上げられた（悪化方向へ修正された）一方、中長期は0.1%ポイント引き下げられた。物価について、個人消費支出（PCE）インフレ率は2019年、2020年、2021年が夫々0.1%ポイント引き下げられ、コアPCEインフレ率は何れの期間も不変だった。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値				中心傾向			
		2019	2020	2021	中長期	2019	2020	2021	中長期
実質GDP成長率	前々回（9月）	2.5	2.0	1.8	1.8	2.4 - 2.7	1.8 - 2.1	1.6 - 2.0	1.8 - 2.0
	前回（12月）	2.3	2.0	1.8	1.9	2.3 - 2.5	1.8 - 2.0	1.5 - 2.0	1.8 - 2.0
	今回（3月）	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9 - 2.2	1.8 - 2.0	1.7 - 2.0	1.8 - 2.0
失業率	前々回（9月）	3.5	3.5	3.7	4.5	3.4 - 3.6	3.4 - 3.8	3.5 - 4.0	4.3 - 4.6
	前回（12月）	3.5	3.6	3.8	4.4	3.5 - 3.7	3.5 - 3.8	3.6 - 3.9	4.2 - 4.5
	今回（3月）	3.7	3.8	3.9	4.3	3.6 - 3.8	3.6 - 3.9	3.7 - 4.1	4.1 - 4.5
PCEインフレ率	前々回（9月）	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0 - 2.1	2.1 - 2.2	2.0 - 2.2	2.0
	前回（12月）	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0
	今回（3月）	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8 - 1.9	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（9月）	2.1	2.1	2.1	-	2.0 - 2.1	2.1 - 2.2	2.0 - 2.2	-
	前回（12月）	2.0	2.0	2.0	-	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	2.0 - 2.1	-
	今回（3月）	2.0	2.0	2.0	-	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	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。

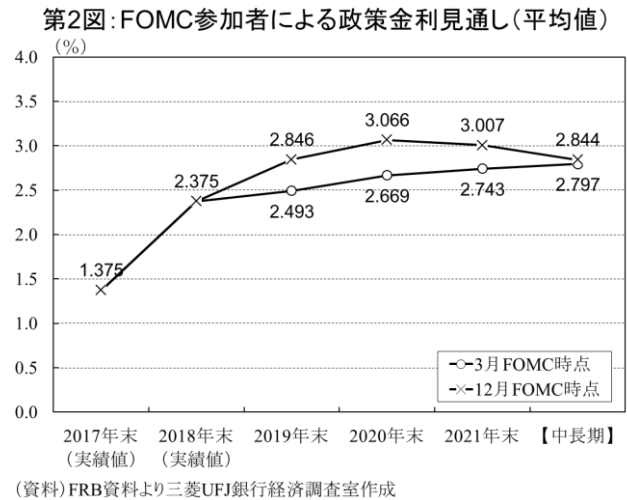
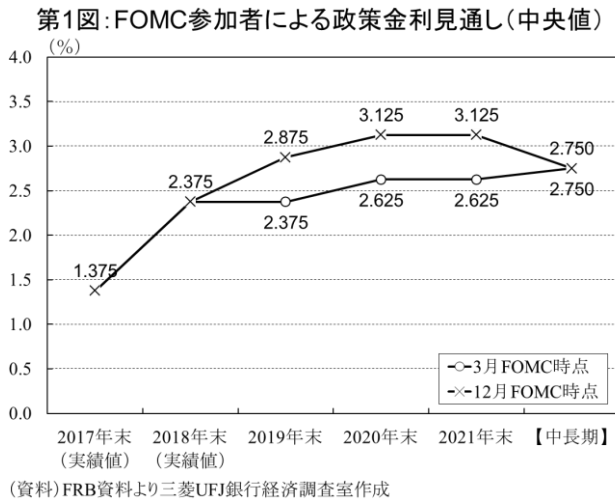
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

FOMC 参加者の政策金利見通しは下方修正

FOMC 参加者による政策金利（FF 金利）見通しは、中央値で見ると、2019 年末が 2.375%、2020 年末が 2.625%、2021 年末が 2.625%となり前回（昨年 12 月時点）から夫々0.5%ポイント低下した（第 1 図）。中立水準と捉えられる中長期は 2.75%で不変だった。

また、政策金利見通しを平均値で見ると、2019 年末は 2.493%で前回から 0.353%ポイント低下、2020 年末は 2.669%で 0.397%ポイント低下、2021 年末は 2.743%で 0.265%ポイント低下、中長期は 2.797%で 0.047%ポイント低下した（第 2 図）。

中央値に基づけば、2019 年の利上げ見通しは前回の 2 回から 0 回へ引き下げられたと言える。参加者個々の見通しをみると、0 回が 11 人、1 回が 4 人、2 回が 2 人である。2019 年の利上げ見通しが、2 回から 1 回乃至 0 回へ引き下げられること自体は予想されたものの、0 回を見込む参加者の割合が 65%程度と予想以上に多かった印象だ。一方で、2019 年、2020 年、2021 年ともに、利下げを見込む参加者はいなかった。



FRBの保有証券残高の段階的縮小について、9月末に終了することを決定

また今回のFOMCでは附属資料として「バランスシート正常化の原則と計画」の改訂版が公表され、FRBの保有証券残高の段階的縮小は、5月から縮小ペースを緩和し、9月末で終了することとなった(第2表)^(注2)。1月FOMCで保有証券残高の段階的縮小を柔軟に運営する姿勢が打ち出され、FRB高官からはその後「年内にも保有証券残高の段階的縮小を終了する」との発言があったため、今回の決定自体は予想されたものである。但し、終了のタイミングは10-12月期との予想が多かったため、予想よりも幾分早い終了が示された。なお、段階的縮小を終了する時点でのFRBのバランスシート残高について、パウエル議長は記者会見で「3.5兆ドル、名目GDP比では17%程度」と述べている^(注3)。

(注2) 「バランスシート正常化プログラム」は、量的緩和政策の過程で拡大した保有証券残高を段階的に縮小させるために2017年10月から実施しているものである。

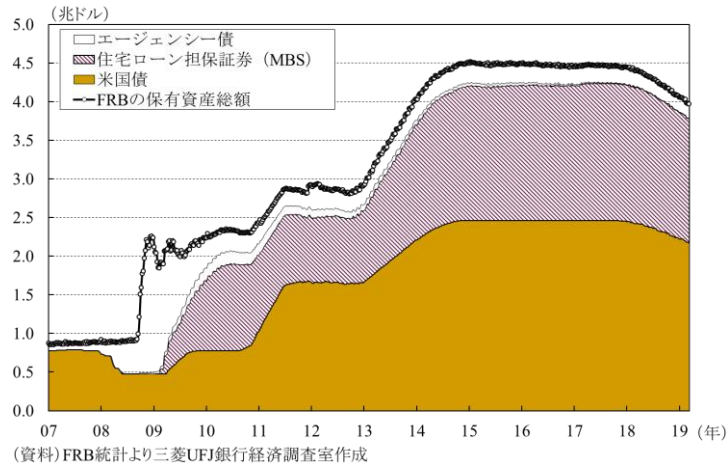
(注3) 直近のFRBのバランスシート残高は3.97兆ドルである(第3図)。パウエル議長は比較対象として、2014年のバランスシート残高の名目GDP比は25%と述べている。

第2表: 今回発表された「バランスシート正常化の原則と計画」(改訂版)の一部抜粋

・満期を迎える米国債について、再投資を見送る金額の上限を現在の月300億ドルから月150億ドルへ引き下げ(5月から)
・保有証券残高全体の縮小(満期を迎える証券の再投資の見送り)は2019年9月末に終了
・長期的には保有の主体を米国債にするため、エージェンシー債とエージェンシー住宅ローン担保証券(MBS)の残高減少は引き続き許容
・2019年10月以降に満期を迎えるエージェンシー債とエージェンシーMBSは、月200億ドルを上限に米国債へ再投資する。200億ドルを越える償還分はエージェンシーMBSへ再投資する
・米国債への再投資に際しては、米国債残高全体の満期構成と概ね整合するように、満期を分散させる

(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図:FRBの保有資産の推移



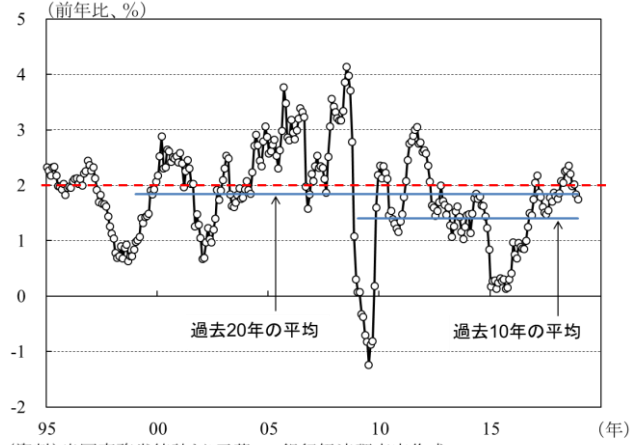
利上げが比較的早期に再度実施される可能性はかなり低い

今回の FOMC は「景気の現状認識が下方修正された」「保有証券残高の段階的縮小の早期終了が示された」ことに加え、同時に公表された FOMC 参加者による見通しで「今年の政策金利について FOMC 参加者 17 人中 11 人が据え置きを予想した」ことが示されたことから、想定以上にハト派的だったと言えよう。1 月 FOMC で政策金利運営の様子見姿勢への転換が示されたが、その後に株価が大きく回復するなかでも今回更にハト派的な結果が示されたことを踏まえると、利上げが比較的早期に再度実施される可能性はかなり低いとみるべきであろう。利上げが再び実施されるケースは、例えば「政治・政策面での不透明感が払拭され、成長率見通しが相当程度高まる」、「予想外にインフレ高進のリスクが高まる」等ではないだろうか。

1 月と 3 月の FOMC の結果が連続して市場予想以上にハト派になった背景は判然としないが、一因としてインフレ目標達成に向けた FRB のアプローチ・考え方が幾分変化し、市場が想定する以上に FRB はインフレ率が 2% を超えて推移することに寛容になっている可能性が考えられる。FRB は現在、金融政策運営の枠組みの再検証を行っているが^(注 4)、そのなかで、2% のインフレ目標は一時的に達成すれば良いのではなく、景気後退期も含めた一定期間の平均インフレ率が 2% になるべきとの見解が強まっているようだ。インフレ率の過去の平均は 2% を下回っており（第 4・5 図）、このような政策運営はインフレ期待の下振れに繋がりがねないため、インフレ率が 2% を上回ることを従来以上に許容すべきとの議論である。枠組みの再検証は依然途上だが、当該議論が FOMC 参加者個々の判断に既に影響を与えているのかもしれない。

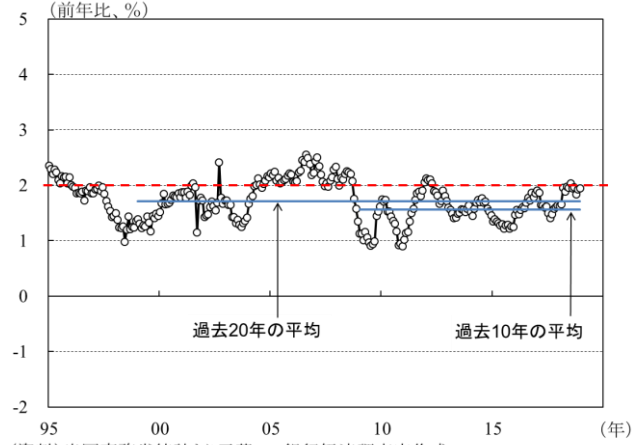
(注 4) 金融政策運営の枠組みの再検証を行うことは 2018 年 11 月 15 日に発表された。具体的には、戦略 (strategies)、ツール、コミュニケーションを再検証する。

第4図:個人消費支出(PCE)インフレ率の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図:コア個人消費支出(PCE)インフレ率の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2019年3月20日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(1月29日・30日)	今回(3月19日・20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 been rising at a solid rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. Household spending has continued to grow strongly, while growth of business fixed investment has moderated from its rapid pace earlier last year. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy remain near 2 percent. Although market-based measures of inflation compensation have moved lower in recent months, survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>景気・物価の見通し/金融政策 Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent. The Committee continues to view sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective as the most likely outcomes. In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures, the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes.</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 maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. 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.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; John C. Williams, Vice Chairman; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren.</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in January indicates that the <u>labor market remains strong but that growth of economic activity has slowed from its solid rate in the fourth quarter. Payroll employment was little changed in February, but job gains have been solid, on average, in recent months,</u> and the unemployment rate has remained low. <u>Recent indicators point to slower growth of household spending and business fixed investment in the first quarter.</u> On a 12-month basis, <u>overall inflation has declined, largely as a result of lower energy prices;</u> inflation for items other than food and energy remains near 2 percent. <u>On balance, market-based measures of inflation compensation have remained low in recent months,</u> and survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</p> <p>景気・物価の見通し/金融政策 Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 2-1/4 to 2-1/2 percent. The Committee continues to view sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective as the most likely outcomes. In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures, the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes.</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 maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. 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.</p> <p>投票結果 Voting for the FOMC monetary policy action were: Jerome H. Powell, Chairman; John C. Williams, Vice Chairman; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; James Bullard; Richard H. Clarida; Charles L. Evans; Esther L. George; Randal K. Quarles; and Eric S. Rosengren.</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 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 MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") 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 MUFG Bank. MUFG Bank 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 MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank 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 MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.