

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

7月 FOMC～現状維持、声明文の修正は予想通り限定的

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は、7月25日・26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レンジは広く予想されていた通り 1.0%～1.25% で据え置かれた。採決は、全会一致だった。
- ◇ 今回の FOMC 声明文の修正は、概ね予想された通りで、大きなサプライズは無かったと言えるだろう。バランスシートの正常化プログラムは「比較的早期」に開始されることになったが、イエレン議長は既に前回6月 FOMC 後の記者会見で「比較的早期に開始する可能性もある」と述べていた。正常化プログラムの開始は、次回9月 FOMC で決定される可能性が高そうだ。
- ◇ 今後の利上げペースを予想する上で注目されていたインフレに関する文言は、現状判断の下方修正に止まり、見通し部分は（リスク部分も含めて）維持された。この点は、最近になってダラス連銀のカプラン総裁が「追加利上げの前に、インフレ率が上昇する証拠を確認したい」と述べたり、ブレイナード理事が「インフレ動向を注視し、追加利上げには慎重に行動したい」と述べていたが、そのような見方は現在のところ FOMC 全体の総意にまではなっていないことを示唆していよう。
- ◇ イエレン議長が7月13日の上院公聴会で「インフレ率は、足元では減速しているが、リスクには二面性（two-sided）がある」と述べていたように、経済活動が堅調で労働市場がタイト化しつつある状況を踏まえると、現在はインフレの下振れリスクだけを警戒する局面では無い。また、年初から続くドル安傾向も、今後のインフレ率の押し上げ要因となり得る。
- ◇ FRB は、バランスシートの正常化プログラム開始の影響等も確認しつつ、年内にあと一回の追加利上げ実施を検討していくことになるだろう。

金融政策は現状維持

連邦公開市場委員会（FOMC）は、7月25日・26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レンジは広く予想されていた通り1.0%～1.25%で据え置かれた。採決は、全会一致だった。

声明文における景気・物価の現状判断は、物価部分を下方修正

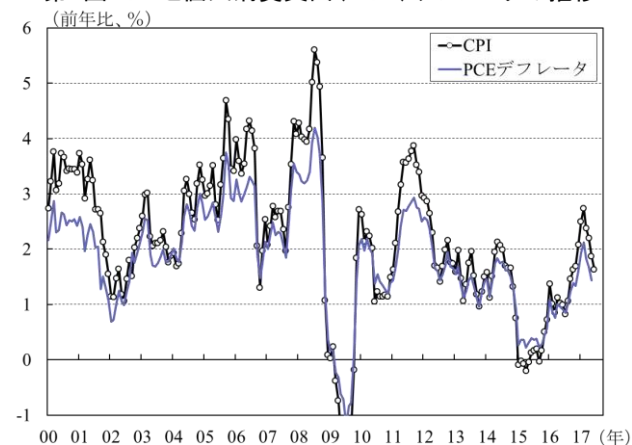
今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が「今年はこれまでのところ、労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は緩やかに拡大した」とされ、前回と同一だった。

労働市場は具体的には、雇用者数の増加ペースは「減速したが、年初から均せば堅調」から「年初から均せば堅調」へ上方修正され、失業率は「低下した」で不変。経済活動の内訳では、個人消費が前回の「ここ数ヵ月は上向いた」から「拡大が続いた」へ変更され、設備投資は「拡大が続いた」で不変だった。

物価の現状判断は、前回の「前年比でみたインフレ率はこのところ低下しており、食品・エネルギーを除いた指標と同じく、2%を幾分（somewhat）下回っている」から「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低下し、2%を下回っている」へ下方修正された。総合インフレ率だけでなく、食品・エネルギーを除いた指標も低下しているとされ、“幾分”との文言も削除された。実際、消費者物価指数（CPI）は直近6月に総合指数が前年比+1.6%、（食品・エネルギーを除いた）コア指数が同+1.7%、個人消費支出（PCE）デフレーターは直近5月に総合指数が同+1.4%、コア指数が同+1.4%と、何れもここ数ヵ月は鈍化傾向にある（第1・2図）。

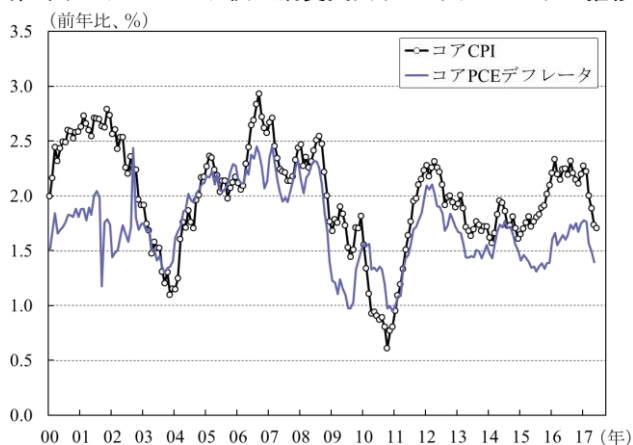
金融市場から観察されるインフレ補償（期待）は「依然として低い」、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」で夫々前回から不変であった。

第1図：CPIと個人消費支出（PCE）デフレータの推移



(資料) 米国労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：コアCPIとコア個人消費支出（PCE）デフレータの推移



(資料) 米国労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

景気・物価の見通し部分は、前回から不変

景気・物価の見通し部分は不変。景気については「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、物価については「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」とされた。

見通しに対するリスク部分も不変で、「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。

今後の金融政策の判断部分は、FRBの保有証券再投資に関する記載を変更

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)。一方で、FRBが行っている保有証券の償還分再投資に関する記載は変更された。委員会が保有証券の償還分再投資を維持することについて「当面は (for the time being) 」との文言が追加されたほか、その後について「委員会は、経済が予想通りに進展すれば“比較的早期 (relatively soon) ”にバランスシートの正常化プログラムの開始を予想している」とされ、前回の“年内に開始を予想”から変更された^(注2)。

(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。

(注2) 『バランスシートの正常化プログラム』とは、満期を迎えるFRBの保有証券について毎月上限を設けて再投資しないことを許容し、保有証券残高を段階的に減少させるもの。FRBは前回のFOMCにおいて「金融政策正常化の原則と計画」(2014年9月発表)の補足資料を発表。その中で『バランスシートの正常化プログラム』の具体的内容を明らかにした。

今回の声明文の修正は概ね予想された通り

今回のFOMC声明文の修正は、概ね予想された通りで、大きなサプライズは無かったと言えるだろう。バランスシートの正常化プログラムは「比較的早期」に開始されることになったが、イエレン議長は既に前回6月FOMC後の記者会見で「比較的早期に開始する可能性もある」と述べていた。正常化プログラムの開始は、次回9月FOMCで決定される可能性が高そうだ。

今後の利上げペースを予想する上で注目されていたインフレに関する文言は、現状判断の

下方修正に止まり、見通し部分は（リスク部分も含めて）維持された。この点は、最近になってダラス連銀のカプラン総裁が「追加利上げの前に、インフレ率が上昇する証拠を確認したい」（7月14日）と述べたり、ブレイナード理事が「インフレ動向を注視し、追加利上げには慎重に行動したい」（7月11日）と述べていたが、そのような見方は現在のところFOMC全体の総意にまではなっていないことを示唆していよう。

イエレン議長が7月13日の上院公聴会で「インフレ率は、足元では減速しているが、リスクには二面性（two-sided）がある」と述べていたように、経済活動が堅調で労働市場がタイト化しつつある状況を踏まえると、現在はインフレの下振れリスクだけを警戒する局面では無い。また、年初から続くドル安傾向も、今後のインフレ率の押し上げ要因となり得る。

FRBは、バランスシートの正常化プログラム開始の影響等も確認しつつ、年内にあと一回の追加利上げ実施を検討していくことになるだろう。

イエレン議長が再任されるかどうかは依然不透明

なお、来年2月に任期を迎えるイエレン議長の後任人事について、トランプ大統領は7月25日のウォール・ストリート・ジャーナル紙とのインタビューで、イエレン議長再任の可能性があると同時に、コーン国家経済会議（NEC）委員長も候補者であり、他にも2~3名の候補者がいると述べている。また、トランプ大統領は「決定を下すには早過ぎ、年末までは指名しないだろう。議会の迅速な承認手続きを期待している」とも述べている。

このため、イエレン議長は、退任する場合でもレイムダック化する期間は限られ、年内は引き続き着実な政策運営を行うことができそうだ。

（2017年7月26日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp）

FOMC 声明文

前回(6月13日・14日)	今回(7月25日・26日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in May indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising moderately so far this year. Job gains have moderated but have been solid, on average, since the beginning of the year, and the unemployment rate has declined. Household spending has picked up in recent months, and business fixed investment has continued to expand. On a 12-month basis, inflation has declined recently and, like the measure excluding food and energy prices, is running somewhat 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. 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 raise the target range for the federal funds rate to 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 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>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 has continued to strengthen and that economic activity has been rising moderately so far this year. <u>Job gains have been solid</u>, on average, since the beginning of the year, and the unemployment rate has declined. <u>Household spending and business fixed investment have continued to expand. On a 12-month basis, overall inflation and the measure excluding food and energy prices have declined and are running below 2 percent.</u> 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. 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 <u>maintain</u> 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 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 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. The Committee currently expects to begin implementing a balance sheet normalization program this year, provided that the economy evolves broadly as anticipated. This program, which would gradually reduce the Federal Reserve's securities holdings by decreasing reinvestment of principal payments from those securities, is described in the accompanying 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; and Jerome H. Powell. Voting against the action was Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.</p>	<p><u>For the time being</u>, 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. <u>The Committee expects to begin implementing its balance sheet normalization program relatively soon</u>, provided that the economy evolves broadly as anticipated; this program is 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; <u>Neel Kashkari</u>; and Jerome H. Powell.</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.