

# 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

### 9月FOMC～政策金利は現状維持、保有証券残高の縮小を10月から開始

#### 【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は、9月19日・20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%で据え置くとともに、バランスシートの正常化プログラムを10月から開始すると発表した。採決は、全会一致だった。
- ◇ 3ヵ月毎に発表されているFOMC参加者による経済予測は、比較的小幅な修正に止まった。FOMC参加者によるFF金利（政策金利）見通しは、先行きを中心に下方修正された。
- ◇ 今回のFOMCは、①「FOMC参加者の政策金利見通し（中央値）で、今年と来年の利上げ見通しは（下方修正されず）維持された」、②「声明文を通じて、ハリケーンの経済への影響は短期的なものであり、今後の金融政策判断にはおそらく影響しないであろうことが示唆された」、③「イエレン議長は記者会見で、従来とそれほど変わらないインフレの見方を示し、過去数年に亘ってインフレを大きく下押ししてきたはずの“労働市場のスラック”と“原油安・ドル高”要因は、現在は薄れていることを強調した」等から、事前の予想に比べれば、タカ派的だったと捉えられる。
- ◇ 当面の焦点は、次回の利上げが年内12月に実施されるかどうかだが、利上げに際しインフレ面でのハードルは思ったよりも高くなさそうである。インフレ率は今年に入って鈍化傾向にあるが、12月までに上昇率が顕著に高まらなくても、底打ちしつつ反転の兆しがみられる程度で、利上げのハードルはクリアできるのではないだろうか。経済指標の短期的な結果は振れを伴うため引き続き注視していくことにはなるが、一時的要因の剥落や年初から続くドル安傾向等を踏まえると、インフレ率がそろそろ底打ちする可能性も十分にあるだろう。

## 政策金利は据え置き、バランスシートの正常化プログラムを10月から開始

連邦公開市場委員会（FOMC）は、9月19日・20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%で据え置くとともに、バランスシートの正常化プログラムを10月から開始すると発表した。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、総括部分が前回と同一

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「ここ数ヵ月において堅調を維持」とされ略不変、失業率は前回の「低下した」から「低い水準を維持した」へ変更された。経済活動の内訳では、個人消費が「拡大が続いた」から「緩やかなペースで拡大した（expanding at a moderate rate）」へ幾分下方修正され、設備投資は「拡大が続いた」から「増加ペースがここ数四半期に上向いた（picked up）」へ変更された。

物価の現状判断は、「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、前回から略不変。

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、ハリケーンに関する文言を追加

景気・物価の見通し部分では、ハリケーンに関する文言が追加された。景気部分では、「ハリケーン『ハービー』、『イルマ』、『マリア』が多くの地域へ打撃を与え、厳しい困難を課している。ハリケーンに関連する混乱と再建は、短期的な経済活動に影響するが、過去の経験は、中期的な米国経済の進路（course of the national economy）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」との従来の見通しが維持された。

物価については、「ハリケーンの影響によるガソリン価格やその他品目の価格上昇が、一時的にはインフレを押し上げる可能性が高い」ものの、その影響を除けば、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」とされた。

## FOMC参加者の経済予測では、比較的小幅な修正に止まる

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）は、比較的小幅な修正

に止まった。実質 GDP 成長率は、前回（6 月時点）に比べて 2017 年が 0.2%ポイント、2019 年が 0.1%ポイント上方修正され、今回初めて公表された 2020 年は 1.8%だった（第 1 表）。失業率については、2018 年が 0.1%ポイント、2019 年が 0.1%ポイント引き下げられ（改善方向へ修正され）、2020 年は 4.2%だった。インフレ率については、個人消費支出（PCE）デフレーターは 2018 年のみ 0.1%引き下げられ、コア PCE デフレーターは 2017 年が 0.2%ポイント、2018 年が 0.1%ポイント引き下げられた。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2017	2018	2019	2020	中長期	2017	2018	2019	2020	中長期
実質GDP成長率	前々回（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
	前回（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
	今回（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
失業率	前々回（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
	前回（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
	今回（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
PCEインフレ率	前々回（3月）	1.9	2.0	2.0	-	2.0	1.8 - 2.0	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-	2.0
	前回（6月）	1.6	2.0	2.0	-	2.0	1.6 - 1.7	1.8 - 2.0	2.0 - 2.1	-	2.0
	今回（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
コアPCEインフレ率	前々回（3月）	1.9	2.0	2.0	-	-	1.8 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	-	-
	前回（6月）	1.7	2.0	2.0	-	-	1.6 - 1.7	1.8 - 2.0	2.0 - 2.1	-	-
	今回（9月）	1.5	1.9	2.0	2.0	-	1.5 - 1.6	1.8 - 2.0	2.0	2.0 - 2.1	-

(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

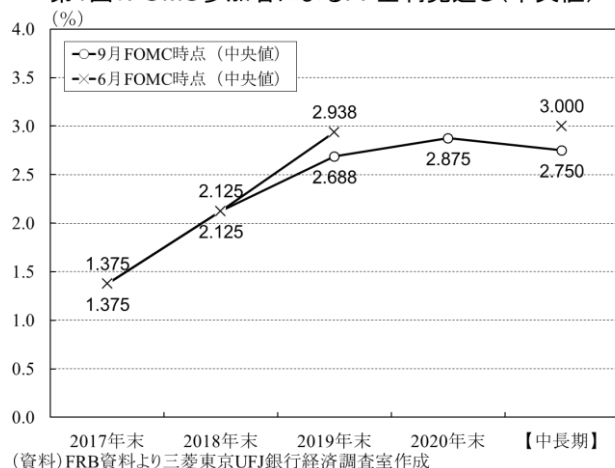
## FOMC 参加者の FF 金利見通しは、先行きを中心に下方修正

FOMC 参加者による FF 金利（政策金利）見通しは、先行きを中心に下方修正された。中央値でみると、2017 年末は 1.375%で前回から不変、2018 年末も 2.125%で前回から不変、2019 年末は 2.688%と前回から 0.25%ポイント低下した（第 1 図）。今回初めて発表された 2020 年末は 2.875%。中立水準と捉えられる中長期の FF 金利は、2.75%となり前回から 0.25%ポイント低下した。

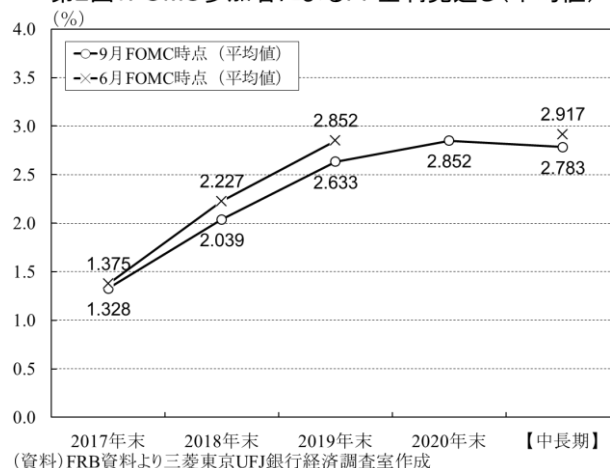
また、FF 金利見通しを平均値でみると、2017 年末は 1.328%で 0.047%ポイント低下、2018 年末は 2.039%で 0.188%ポイント低下、2019 年末は 2.633%で 0.219%ポイント低下（第 2 図）。2020 年末は 2.852%と発表され、中長期は 2.783%で前回から 0.134%ポイント低下した。

中央値に基づけば、FOMC 参加者は、今年 2017 年にあと 0.25%、2018 年に 0.75%の利上げを引き続き予想していることになる。利上げ回数で言えば、今年はまだあと 1 回、来年は 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1図：FOMC参加者によるFF金利見通し(中央値)



第2図：FOMC参加者によるFF金利見通し(平均値)



## 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<sup>(注1)</sup>。

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、「6月に発表済みのバランスシートの正常化プログラムを10月から開始をする」とされた。10月以降は、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ていくことになる。

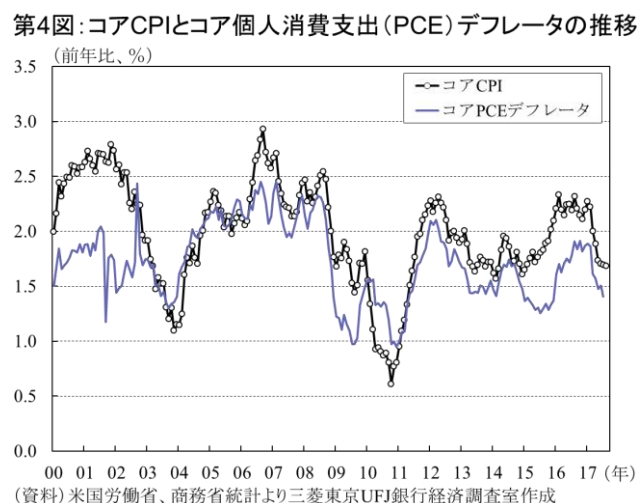
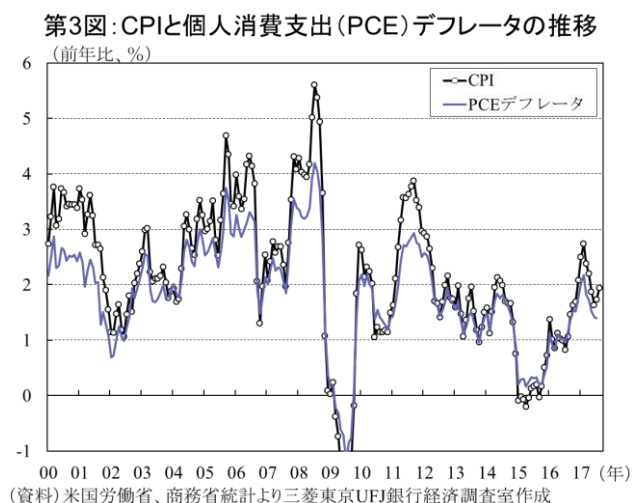
(注1) 今後の「政策金利調整のタイミングと規模」の決定は引き続き、完全雇用とインフレ目標 2%に向けた進展を実績・予測の双方から評価し、労働市場やインフレ圧力・期待に関する指標や金融・国際情勢を含む幅広い情報を考慮して行われる。インフレ率については、「対称的なインフレ目標 (symmetric inflation goal)」との比較で実績と見通しが注視される。今後の利上げペースは、「経済情勢の改善ペースを勘案すると、政策金利は緩やかな引き上げが正当化され」、「当面の政策金利は長期的にみて一般的な水準を下回って推移する」とされている。

## 今回の FOMC は、事前の予想に比べれば、タカ派的だったと捉えられる

今回の FOMC は、①「FOMC 参加者の政策金利見通し (中央値) で、今年と来年の利上げ見通しは (下方修正されず) 維持された」、②「声明文を通じて、ハリケーンの経済への影響は短期的なものであり、今後の金融政策判断にはおそらく影響しないであろうことが示唆された」、③「イエレン議長は記者会見で、従来とそれほど変わらないインフレの見方を示し、過去数年に亘ってインフレを大きく下押ししてきたはずの“労働市場のスラック”と“原油安・ドル高”要因は、現在は薄れていることを強調した」等から、事前の予想に比べれば、タカ派的だったと捉えられる。

当面の焦点は、次回の利上げが年内 12月に実施されるかどうかだが、利上げに際しインフ

レ面でのハードルは思ったよりも高くなさそうである。インフレ率は今年に入って鈍化傾向にあるが（第3・4図）、12月までに上昇率が顕著に高まらなくても、底打ちしつつ反転の兆しがみられる程度で、利上げのハードルはクリアできるのではないだろうか。経済指標の短期的な結果は振れを伴うため引き続き注視していくことにはなるが、一時的要因の剥落や年初から続くドル安傾向等を踏まえると、インフレ率がそろそろ底打ちする可能性も十分にあるだろう。



### FRB 内のリーダーシップは今後大きく変わる可能性も

なお、フィッシャー副議長は9月6日、任期途中の10月中旬に退任すると発表した。来年2月にイエレン議長が任期を迎え、理事の空席ポストが複数あることも踏まえると、FRB内のリーダーシップが今後大きく変わる可能性がある。FOMC参加者の政策金利見通しのバラつきが大きい現状は、リーダーシップの変化で実際の利上げ判断が変わり易い状況と言える。今回アップデートされた来年以降の政策金利見通しは、その点に留意して受け止めておく必要があるだろう。

(2017年9月20日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(7月25日・26日)	今回(9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 June indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising moderately so far this year. Job gains have been solid, on average, since the beginning of the year, and the unemployment rate has declined. 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. 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 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 monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee</p>	<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. <u>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.</u> On a 12-month basis, overall inflation and the measure excluding food and energy prices have declined <u>this year</u> 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>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.</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 strengthen somewhat further. <u>Higher prices for gasoline and some other items in the aftermath of the hurricanes will likely boost inflation temporarily; apart from that effect,</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 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 monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee</p>

<p>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>For the time being, 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 expects to begin implementing its balance sheet normalization program relatively soon, 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; Neel Kashkari; and Jerome H. Powell.</p>	<p>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>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.</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; Stanley Fischer; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; 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.