

# 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

### 1月FOMC～政策金利は据え置き、今後の金融政策運営は様子見に転換

#### 【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%で据え置き（採決は全会一致）とする一方、従来の政策金利の緩やかな引き上げを続ける姿勢への言及を削除するとともに、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月から導入している「バランスシート正常化プログラム」についても柔軟に運営する姿勢を打ち出した。
- ◇ これらの変化は、年末年始以降、株価急落や政治・政策要因を主因とする景気の先行き不透明感の強まりを受けてハト派的言動を強めていたFRB要人（パウエル議長自身を含む）のスタンスを追認したものともいえるが、前回12月のFOMCからの変化という意味では、従来の引き締め方向から現状維持もしくは緩和すら匂わせる非連続な変化になったといえる。
- ◇ FOMC 声明文での景気現状認識を確認すると、前回からの変化は、経済活動の形容につき「力強い(strong)」から「堅調(solid)」へと下方修正されたことと、物価につき「金融市場から観察されるブレイク・イーブン・インフレ率が低下した」との記述が加わった程度である。それでいて「忍耐強く様子を見る(patient)」として全体が大きくハト派シフトしたのは、「インフレ圧力がみられない」ことに加え、やはり「世界経済及び金融市場の展開」、具体的には海外経済の減速や株価を始めとする金融市場の動揺をFRBとして重視せざるを得なかったということであろう。
- ◇ もっとも、今後の金融政策運営はパウエル議長が予め主張しているように一層「データ次第」であり、政治・政策面で不透明要素が強いとはいえ、金融市場が落ち着き、実体経済の底堅さが確認されれば利上げが再開される可能性はまだ否定できない。低下していたブレイク・イーブン・インフレ率も、直近では株価とともに回復傾向にあり、今後のFOMCにおいて判断が上方修正される可能性もある。その場合には、追加利上げをサポートする一つの材料になるだろう。

## 政策金利は据え置き、声明文は想定以上にハト派的に

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%で据え置き（採決は全会一致）とする一方、従来の政策金利の緩やかな引き上げを続ける姿勢への言及を削除するとともに、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 月から導入している「バランスシート正常化プログラム」についても柔軟に運営する姿勢を打ち出した。

これらの変化は、年末年始以降、株価急落や政治・政策要因を主因とする景気の先行き不透明感の強まりを受けてハト派的言動を強めていた FRB 要人（パウエル議長自身を含む）のスタンスを追認したものともいえるが、前回 12 月の FOMC からの変化という意味では、従来の引き締め方向から現状維持もしくは緩和すら匂わせる非連続な変化になったといえる。

尚、今年からは年 8 回の全ての FOMC 後にパウエル FRB 議長の記者会見が実施される。従来の記者会見は年 4 回（3 月、6 月、9 月、12 月）であり、政策変更は事実上そうした記者会見のある FOMC で行われることになっていた。こうした記者会見の頻度変更が政策運営の自由度を高め、（3 の倍数月でない）今回 1 月の FOMC で声明文の大幅な変更に踏み切った一助になった面もある。

## 景気の現状判断は概ね不変も、今後の金融政策運営は様子見に転換

FOMC 声明文での景気現状認識を確認すると、前回からの変化は、経済活動の形容につき「力強い(strong)」から「堅調(solid)」へと下方修正されたことと、物価につき「金融市場から観察されるブレイク・イーブン・インフレ率が低下した」との記述が加わった程度である。

他方、金融政策の見通しについて、これまでは「政策金利の誘導目標レンジの緩やかな引き上げを幾分か更に続けることは、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<sup>(注 1)</sup>」2%の目標近くでのインフレ率の推移と整合的である」とされていた。しかし今回は「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 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」と現状判断への言及のみに止まり、FRB の主体的な行動方針を示す「緩やかな引き上げを幾分か更に続ける」との文言が削除され、声明文の構造が大きく変化している。

また、見通しに対するリスク部分では、従来の記載（「経済見通しに対するリスクは概ね均衡」）が削除されて、代わりに「世界経済・金融市場の動向とインフレ圧力の弱さ（muted inflation pressures）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、様子見姿勢に転じたことを明確に表明している。なお、次回の政策変更まで忍耐強く様子を見ることが出来る期間については、パウエル FRB

議長は記者会見で、「今後入手されるデータとそれらの見通しへの示唆次第」と述べるに止まっている。

景気の現状認識が大きく変わらない中、金融政策については「忍耐強く様子を見る」として全体が大きくハト派シフトしたのは、「インフレ圧力がみられない」ことに加え、やはり「世界経済及び金融市場の展開」、具体的には海外経済の減速や株価を始めとする金融市場の動揺をFRBとして重視せざるを得なかったということであろう。

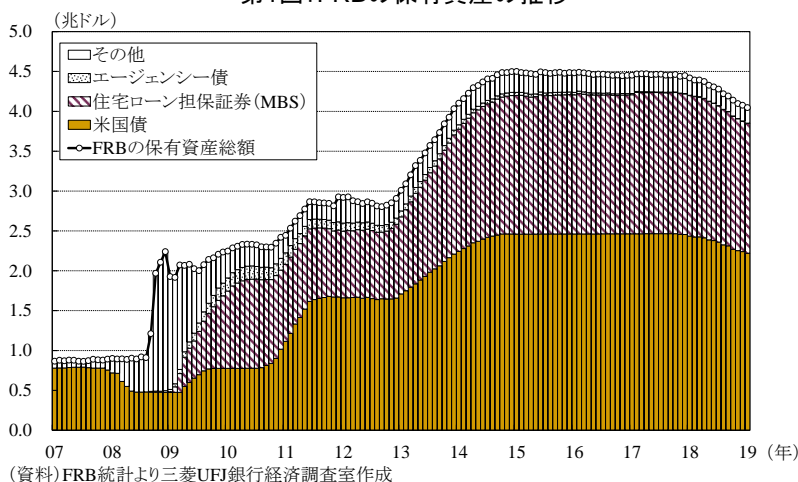
(注1) インフレ率が2%目標を挟んで上下に振れることが許容されること。

## バランスシートの正常化プログラムに関する声明も発表

今回は通常の声明文に加えて「バランスシートの正常化プログラム」(注2)に関する声明も発表された。「バランスシートの正常化プログラム」とは、FRBが量的緩和政策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月から導入しているプログラムである。プログラム実施を受けて、直近のFRBの資産残高は4.05兆ドルと、2017年9月末時点(4.46兆ドル)に比べて▲9.2%減少している(第1図)。

(注2) 「バランスシートの正常化プログラム」については、2017年6月14日付 Weeklyをご参照されたい。

第1図:FRBの保有資産の推移



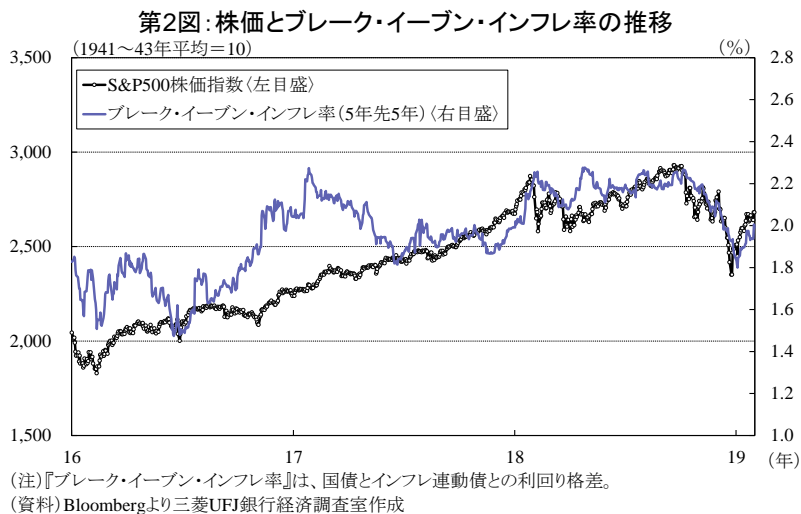
当プログラムはバランスシートの正常化(縮小)プロセスを先々まで規定し、「経済見通しによほどの悪化がない限り変更しない」ものだったが、今回の発表で「委員会は経済・金融情勢に応じて(プログラムの)詳細を調整する準備ができています(The Committee is prepared to adjust)」とされた。即ち、現時点で何らかの変更をするわけではないが、例えば株価が急落した際に、保有証券残高の縮小ペースを緩めたり、縮小を一旦停止したりする可能性がある。更に、「将来の経済情勢が、単にFF金利引き下げのみによって達成できる以上の金融政策緩和を正当化するようになれば、バランスシートの規模や構成の変更を含む全ての政策ツールを動員する用意がある」とまで踏み込んで記述していることを踏まえると、

将来の金利引き下げまで展望し、その際には経済情勢の深刻度合いによってバランスシートを再拡大させる用意までであると表明した、と解釈すべきであろう。

### 今後の金融政策運営は一層データ次第に

今回の様子見姿勢への転換という結果を踏まえると、従来のパターンにおいて金利変更が決定されることが多かった3の倍数月である次回3月のFOMCで利上げが実施される可能性は相当程度低下したとみるべきであろう。

もっとも、これで米国の利上げが完全に終了したと判断するのは時期尚早ではないだろうか。というのは、様子見姿勢ということは今後の金融政策運営はパウエル議長が予め主張しているように一層「データ次第」になったということであり、政治・政策面で不透明要素が強いとはいえ、金融市場が落ち着き、実体経済の底堅さが確認されれば利上げが再開される可能性もまだ否定できないことになるからだ。低下していたブレイク・イーブン・インフレ率も、直近では株価とともに回復傾向にあり（第2図）、今後のFOMCにおいて判断が上方修正される可能性もある。その場合、特に景気の底堅さと相俟れば、追加利上げをサポートする一つの材料になるだろう。



(2019年1月30日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(12月18日・19日)	今回(1月29日・30日)
<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 strong 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 in the year. On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy remain near 2 percent. Indicators of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.</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. The Committee judges that some further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term. The Committee judges that risks to the economic outlook are roughly balanced, but will continue to monitor global economic and financial developments and assess their implications for the economic outlook.</p> <p>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 2-1/4 to 2-1/2 percent.</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; Thomas I. Barkin; Raphael W. Bostic; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Mary C. Daly; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.</p>	<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 <u>solid rate</u>. 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. <u>Although market-based measures of inflation compensation have moved lower in recent months, survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed.</u></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. <u>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.</u></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; <u>James Bullard</u>; Richard H. Clarida; <u>Charles L. Evans</u>; <u>Esther L. George</u>; Randal K. Quarles; and <u>Eric S. Rosengren</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 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.