

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

FOMC～政策金利は据え置き、物価判断を下方修正

【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 声明文は、「景気の現状判断で（総括判断は上方修正されたものの）個人消費と設備投資について慎重な表現が維持された」「物価の現状判断が明確に下方修正された」ことから全体としてはハト派的と捉えられよう。
- ◇ トランプ大統領やクドロー国家経済会議（NEC）委員長が利下げの必要性に言及し、金融市場でも先々の利下げが一定程度織り込まれるなか、FOMC 後の記者会見では利下げの可能性に関する質疑が多かった。パウエル議長は「現在の政策スタンスは適切で、利上げと利下げのどちらの方向についても動くための強い論拠を持っていない」等と述べている。
- ◇ 今後の金融政策運営がどうなるのか予断を持たずにみていく必要がある。堅調な景気を背景に利上げが再開される可能性がある一方、①「FRB は今年に入って予想以上にハト派色を強めてきた」、②「パウエル議長は以前より、中立的な金利水準の把握が金融危機以降において特に難しいなか、政策金利の機動的な変更にはそれほど抵抗がない姿勢を示している」、③「最近の予想外のインフレ率鈍化は、昨年 12 月までの段階的利上げが行き過ぎとの見方に繋がる可能性がある」、④「インフレ目標達成に向けた FRB の考え方が幾分変化している可能性がある」等から、極めて異例なことにはなるが、景気見通しが大幅に悪化しなくても、インフレ率の下振れが続いた場合には利下げが行われる可能性を必ずしも排除できなさそうだ。
- ◇ 何れにしても月次で発表されるインフレ指標が一段と注目される。パウエル議長は、今年に入ってのインフレ率鈍化は予想外だったものの一過性の要因が影響している可能性もあり、「（インフレ率の基調を捉える）刈り込み平均 PCE インフレ率」は依然として+2%近傍にあることから、インフレ率の下振れが持続的との判断は尚早であるとの見解を本日は提示している。

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・物価の現状判断は、景気判断を上方修正、物価判断を下方修正

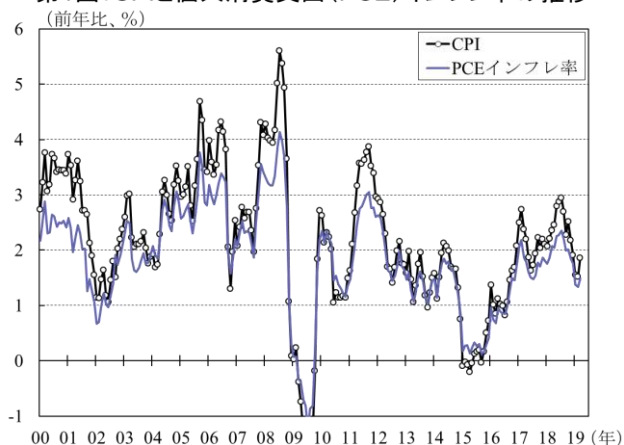
FOMC 声明文における景気の現状判断は、総括部分が前回の「労働市場は力強いままだが、経済活動の伸びは堅調（solid）なペースだった昨年 10-12 月期から鈍化した（slowed）」から「労働市場は力強いままで、経済活動は堅調な（solid）ペースで拡大した」へ上方修正された。

労働市場について、雇用者数は前回の「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」から「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「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」から「個人消費と設備投資の伸びは 1-3 月期に減速した」へ変更された。

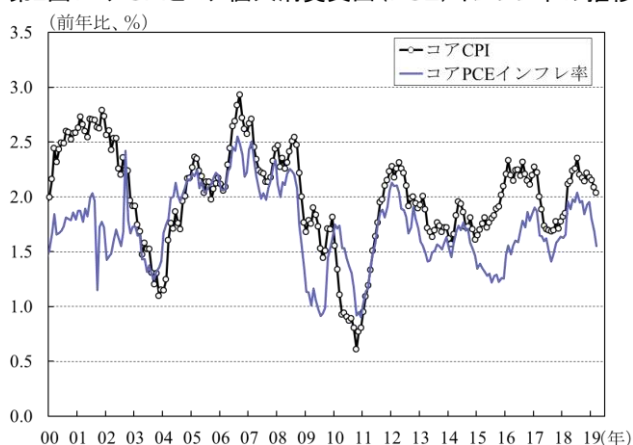
物価の現状判断では、前回の「総合インフレ率（前年比）はエネルギー価格低下を主因に鈍化し、食品・エネルギーを除いたインフレ率（前年比）は 2% 近辺にとどまっている」から「総合インフレ率と食品・エネルギーを除いたインフレ率（前年比）は低下し、2% を下回っている」へ下方修正された。インフレ期待については、金融市場から観察されるブレイク・イーブン・インフレ率は「ここ数カ月は低いまま」、サーベイでみる長期インフレ期待は「略変化無し」で前回から不変だった。

実際に物価指標を確認すると、個人消費支出（PCE）インフレ率は直近 3 月に、総合指数が前年比+1.5%、食品・エネルギーを除いたコア指数が同+1.6% となっていて、コア指数の上昇率は今年になって大きく鈍化している（第 1・2 図）。

第1図：CPIと個人消費支出（PCE）インフレ率の推移



第2図：コアCPIとコア個人消費支出（PCE）インフレ率の推移



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前回から不変だった。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。

今後の金融政策運営がどうなるのか予断を持たずにみていく必要がある

今回の FOMC 声明文は、「景気の現状判断で（総括判断は上方修正されたものの）個人消費と設備投資について慎重な表現が維持された」「物価の現状判断が明確に下方修正された」ことから全体としてはハト派的と捉えられよう。

トランプ大統領やクドロー国家経済会議（NEC）委員長が利下げの必要性に言及し、金融市場でも先々の利下げが一定程度織り込まれるなか、FOMC 後の記者会見では利下げの可能性に関する質疑が多かった。パウエル議長は「現在の政策スタンスは適切で、利上げと利下げのどちらの方向についても動くための強い論拠を持っていない」等と述べている。

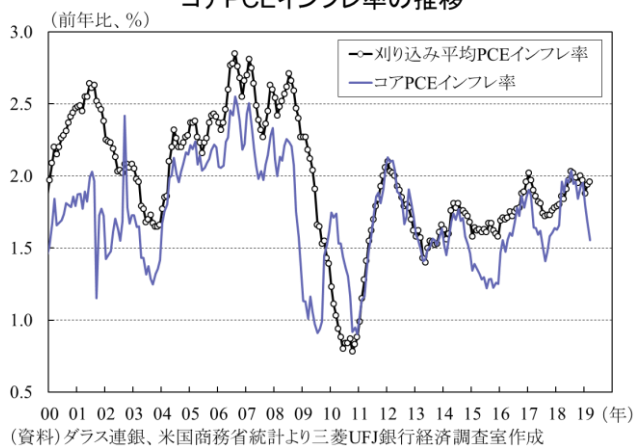
今後の金融政策運営がどうなるのか予断を持たずにみていく必要がある。堅調な景気を背景に利上げが再開される可能性がある一方、①「FRB は今年に入って予想以上にハト派色を強めてきた」、②「パウエル議長は以前より、中立的な金利水準の把握が金融危機以降において特に難しいなか、政策金利の機動的な変更にはそれほど抵抗がない姿勢を示している」、③「最近の予想外のインフレ率鈍化は、昨年 12 月までの段階的利上げが行き過ぎとの見方に繋がる可能性がある」、④「インフレ目標達成に向けた FRB のアプローチ・考え方が幾分変化している可能性がある」等から、極めて異例なことにはなるが、景気見通しが大幅に悪化しなくても、インフレ率の下振れが続いた場合には利下げが行われる可能性を必ずしも排除できなさそうだ。上記④は具体的には、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。

何れにしても月次で発表されるインフレ指標が一段と注目される。パウエル議長は、今年に入ってのインフレ率鈍化は予想外だったものの一過性の要因が影響している可能性もあり

(注2)、 「(インフレ率の基調を捉える) 刈り込み平均 PCE インフレ率 (ダラス連銀算出)」 は依然として+2%近傍にあることから (第3図)、 インフレ率の下振れが持続的との判断は尚早であるとの見解を本日は提示している。

(注2) 一過性の要因が影響している可能性がある品目としてパウエル議長が指摘した一つに被服費がある。CPI における被服費は統計の算出方法変更もあり、直近3月に前年比▲2.2%と2003年8月以来の下落率となった (第4図)。

第3図: 刈り込み平均PCEインフレ率と
コアPCEインフレ率の推移



第4図: CPIにおける被服費の推移



(2019年5月1日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(3月19日・20日)	今回(4月30日・5月1日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in January indicates that the 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, and the unemployment rate has remained low. Recent indicators point to slower growth of household spending and business fixed investment in the first quarter. On a 12-month basis, overall inflation has declined, largely as a result of lower energy prices; inflation for items other than food and energy remains near 2 percent. On balance, market-based measures of inflation compensation have remained low in recent months, 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>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in March indicates that the labor market remains strong and that <u>economic activity rose at a solid rate</u>. Job gains have been solid, on average, in recent months, and the unemployment rate has remained low. <u>Growth of household spending and business fixed investment slowed in the first quarter</u>. On a 12-month basis, <u>overall inflation and inflation for items other than food and energy have declined and are running below 2 percent</u>. On balance, market-based measures of inflation compensation have remained low in recent months, 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, Chair; John C. Williams, Vice Chair; 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.