

# 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

### 5月FOMC～現状維持、声明文は幾分タカ派的

#### 【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は、5月2日・3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 0.75%～1.0% で据え置かれた。採決は、全会一致だった。
- ◇ 今回の声明文における景気の現状判断は、下方修正されつつも前向きな見方が維持された。総括部分は「経済活動の拡大ペースは鈍化したものの、労働市場は引き続き力強さを増した」とされ、個人消費は「緩慢な増加に止まったが、持続的な消費の拡大を支える基礎的条件は依然として堅調」とされた。
- ◇ 景気・物価の見通し部分は前回と概ね同一であり、「1-3月期の成長鈍化は一時的な可能性が高いとみている」点が追記された。なお、一時的に成長率を下押しした具体的な背景としては、①1-3月期の成長率が低めに出易いという季節調整の歪みが影響した可能性、②天候要因、③在庫投資の成長率へのマイナス寄与、等が挙げられそうだ。
- ◇ 今後の金融政策の判断部分は前回までと同一。FRBが行っている保有証券の償還分再投資に関する記載も従来と変わらなかった。
- ◇ 今回の声明文では、1-3月期の成長鈍化は一時的な可能性が高いとの見方が強めに打ち出され、幾分タカ派的であったと捉えられる。FOMC参加者は直近3月時点で年内にあと2回の利上げ実施を予想しているが、イエレン議長の記者会見を伴う年内の会合は6月、9月、12月の3回である。FRBは、今後の経済指標が見通しに沿った改善を示せば、次回6月会合での追加利上げを視野に入れているということではないだろうか。次回6月会合までに発表される経済指標では、雇用統計（4・5月分）や個人消費関連が特に注目される。

## 金融政策は現状維持

連邦公開市場委員会（FOMC）は、5月2日・3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 0.75%～1.0%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の現状判断は、下方修正されつつも前向きな見方は維持

今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が前回の「労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は緩やかなペースでの拡大が持続した」から「経済活動の拡大ペースは鈍化したものの（even as growth in economic activity slowed）、労働市場は引き続き力強さを増した」へ下方修正された。下方修正されつつも、以下の通り前向きな見方は維持されている。労働市場は具体的には、雇用者数の増加ペースは「引き続き堅調」から「最近数ヵ月を均せば堅調」へ、失業率は「略不変」から「低下した」へ夫々変更された。経済活動の内訳では、個人消費が前回までの「引き続き緩やかに増加」から「緩慢な増加に止まったが（rose only modestly）、持続的な消費の拡大を支える基礎的条件は依然として堅調」へ変更され、設備投資は「幾分改善したように見える」から「改善した（firmed）」へ上方修正された。

物価の現状判断は、前回と概ね同様であった。総合指数が前回の「インフレ率は直近数四半期に高まり、2%のインフレ目標に近付きつつある」から「インフレ率は2%のインフレ目標近くで推移している」へ変更され、コア指数が「エネルギーと食品を除いたインフレ率は略変わらず、引き続き2%を幾分下回っている」から「エネルギーと食品を除いた消費者物価は3月に低下し、インフレ率は引き続き2%を幾分下回っている」へ変更された。また、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・物価の見通し部分は、前回と概ね同一

景気の見通し部分は「1-3月期の成長鈍化は一時的な可能性が高く（slowing in growth during the first quarter as likely to be transitory）、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、“1-3月期の成長鈍化は一時的な可能性が高い”との文言が追加された。物価の見通し部分は「中期的に2%近傍で安定する」で不変だった。

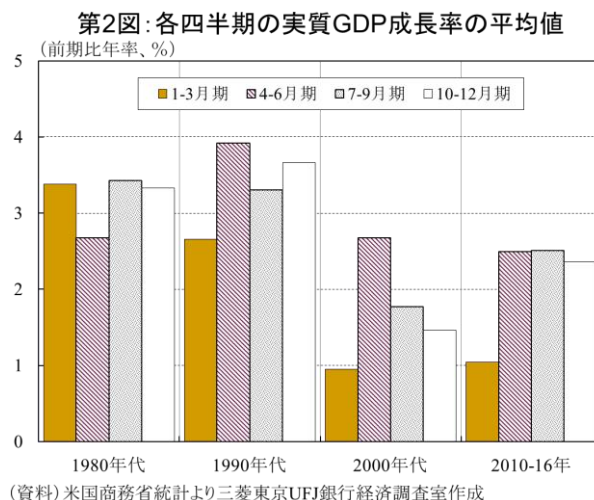
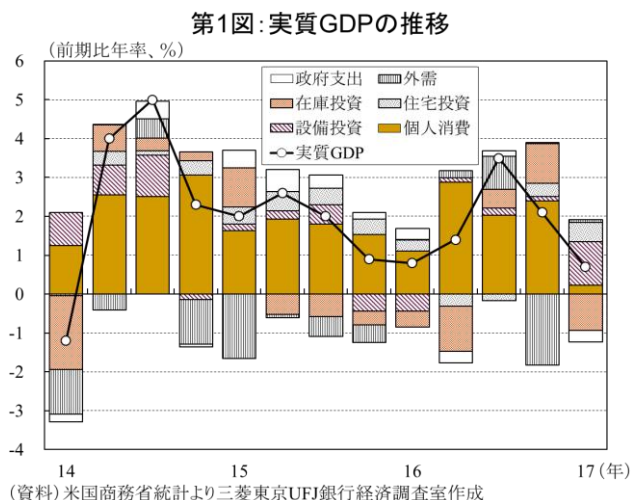
見通しに対するリスク部分も不変。「短期的なリスクはおおよそバランスしているように見える」とされ、FOMCとして引き続き「インフレと世界経済・金融市場の動向を注視する」とされた。

「1-3月期の成長鈍化」について、4月28日に発表された実質GDPは、前期比年率+0.7%と昨年10-12月期（同+2.1%）から減速し低めの成長率に止まった（第1図）。この1-3月期

の低成長は以前から広く予想されており、FRB 高官は一時的であろうとの見方を既にこれまでも示していた<sup>(注1)</sup>。一時的に成長率を下押しした具体的な背景としては、①1-3 月期の成長率が低めに出易いという季節調整の歪みが影響した可能性(第2図)<sup>(注2)</sup>、②天候要因、③在庫投資の成長率へのマイナス寄与(▲0.93%ポイント)、等が挙げられそうだ。

(注1) 例えば、前回3月14日・15日のFOMC後の記者会見において、イエレン議長は「GDPは非常にノイズの大きな指標(pretty noisy indicator)」と発言。その後に発表された議事録でも「1-3月期の景気減速は季節調整の歪みを含む一時的要因を主に反映しているとみられる」との記載があった。また、メスター・クリーブランド連銀総裁は3月30日の講演で「1-3月期の成長鈍化の背景は、主に一時的要因と季節調整の歪み」と述べているほか、フィッシャー副議長は4月21日のメディアとのインタビューで「1-3月期の景気減速は一時的な変化(transitory change)だ」と述べている。

(注2) 季節調整の歪みについては、発表元の商務省経済分析局も季節調整手法に問題がある点を認識し、統計の見直しや改定を実施しているものの、依然として残存しているようだ。



## 今後の金融政策の判断部分は、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0.75%~1.0%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。今後の金融政策の判断部分も前回までと同一で、FRBが行っている保有証券の償還分再投資に関する記載も従来と変わらなかった<sup>(注3)</sup>。

(注3) 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については、「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」とされた。FRBの保有証券については償還分再投資の方針を維持。政策金利の正常化プロセスが軌道に乗るまで再投資が継続される。

## 今回の声明文は幾分タカ派的であったと捉えられる

今回の声明文では、1-3月期の成長鈍化は一時的であろうとの認識が強めに打ち出され、幾分タカ派的であったと捉えられる。FOMC参加者は直近3月時点で平均して年内にあと2回の利上げ実施を予想しているが、イエレン議長の記者会見を伴う年内の会合は6月、9月、12月の3回である。FRBは、今後の経済指標が見通しに沿った改善を示せば、次回6月会合での追加利上げを視野に入れているということではないだろうか。次回6月会合までに発表される経済指標では、2回の雇用統計（4・5月分）や個人消費関連が特に注目される。

なお、次回会合での追加利上げ実施の明確なシグナルは無かったが、前回3月の追加利上げ実施時も直前の会合で特段のシグナルは無く、次回会合での利上げ有無を既定するものではないだろう。

(2017年5月3日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(3月14日・15日)	今回(5月2日・3日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in February indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has continued to expand at a moderate pace. Job gains remained solid and the unemployment rate was little changed in recent months. Household spending has continued to rise moderately while business fixed investment appears to have firmed somewhat. Inflation has increased in recent quarters, moving close to the Committee's 2 percent longer-run objective; excluding energy and food prices, inflation was little changed and continued to run 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 expects that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will stabilize around 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</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 3/4 to 1 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</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 has continued to strengthen <u>even as growth in economic activity slowed. Job gains were solid, on average, in recent months, and the unemployment rate declined. Household spending rose only modestly, but the fundamentals underpinning the continued growth of consumption remained solid. Business fixed investment firmed. Inflation measured on a 12-month basis recently has been running close to the Committee's 2 percent longer-run objective. Excluding energy and food, consumer prices declined in March and inflation continued to run somewhat 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 <u>views the slowing in growth during the first quarter as likely to be transitory and continues to expect that,</u> with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will stabilize around 2 percent over the medium term. Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.</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 3/4 to 1 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</p>

<p>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, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</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; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo. 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>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, and it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</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、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 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.