

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～事実上のゼロ金利政策を維持、フォワードガイダンスを強化

【要旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は本日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0%～0.25%で据え置くことを決定するとともに、フォワードガイダンス（将来の政策金利の指針）を強化した。
- ◇ フォワードガイダンスは具体的には「労働市場の状態が最大雇用の実現との委員会の評価と整合的な水準へ到達し、インフレ率が2%へ上昇し、暫くの間2%を緩やかに上回る軌道に乗るまで、現行の政策金利誘導目標レンジを維持することが適切になると予想している」とされた。
- ◇ 本日のFOMCの結果は、先月27日に定まった金融政策運営の新たな枠組みを踏まえれば概ね予想された範囲であるものの、フォワードガイダンスが実際に強化され、それと整合的なFOMC参加者の経済・政策金利見通しが示されたことでハト派的な姿勢が改めて確認されたとは言えよう。
- ◇ FOMC参加者の見通しについて、今回初めて発表された2023年（中央値）は、実質GDP成長率が中長期で予想されている成長率（≒潜在成長率）を上回り、失業率が中長期で予想されている水準（≒自然失業率）を下回り、インフレ率が目標の2%に到達するなかでも事実上のゼロ金利政策を維持するものである。過去にみられたような金利水準を幾分正常化させる目的での利上げ等は想定されておらず、明らかにハト派的である。
- ◇ 但し、パウエルFRB議長はFOMC後の記者会見において、今回導入したフォワードガイダンスが力強いものであると再三にわたり強調していたため、今後の景気・物価動向が見通しから下振れそうにならなければフォワードガイダンスを更に強化したり追加緩和策を実施する可能性は高くないように見受けられる。
- ◇ 何れにしても、当面の景気動向は新型コロナウイルス次第の側面が強く、予測の非常に難しい状況にある。今回導入されたフォワードガイダンスも景気・物価動向とは紐づいたものあり、景気・物価動向を引き続き注視していく必要がある。

事実上のゼロ金利政策の維持を決定、フォワードガイダンスを強化

連邦公開市場委員会（FOMC）は本日の定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを 0%～0.25%で据え置くことを決定するとともに、フォワードガイダンス（将来の政策金利の指針）を強化した^{（注 1）}。採決ではカプラン・ダラス連銀総裁とカシュカリ・ミネアポリス連銀の 2 名が反対票を投じた。カプラン総裁はフォワードガイダンスを今回強化せずに政策運営の柔軟性を保持することが好ましいとの理由であり、カシュカリ総裁はより強力なフォワードガイダンスの導入を求めている反対であった。

（注 1）量的緩和政策として実施している米国債・不動産担保証券の購入方針については前回同様「今後数ヵ月は少なくとも現行ペースで保有（残高）を増加させる」とされた。

FOMC 声明文における景気・物価の現状判断は前回と概ね同一

FOMC 声明文における景気・物価の現状判断は、前回と概ね同一であった。景気について前回の「経済活動と雇用は著しく落ち込んだ後、ここ数ヵ月は幾分（somewhat）持ち直したが、依然として年初の水準を大幅に下回っている」から、今回は「経済活動と雇用はここ数ヵ月は持ち直したが、依然として年初の水準を大幅に下回っている」とされ、“幾分”との文言が削除された。

物価は「需要の落ち込みと原油価格の大幅な下落が消費者物価指数を押し下げている」とされ前回と同一だった。金融環境についても「経済と米国の家計・企業への信用フローを支援するための政策措置を一部反映して、全体の金融環境はここ数ヵ月改善してきた」とされ前回と同一だった。

金融政策の判断部分では、金融政策運営の新たな枠組みが反映された

声明文における金融政策の判断部分は、先月 27 日に金融政策運営の新たな枠組みが定まったことを受けて幾つかの変更・調整が行われた^{（注 2）}。まず、新たな枠組みで採用した「柔軟なインフレ目標」に関連して「インフレ率が持続的に長期目標を下回るなか、委員会はインフレ率が暫くの間（for some time）、2%を緩やかに（moderately）上回ることを目指す。これによりインフレ率が一定期間（over time）の平均で 2%となり、長期のインフレ期待が 2%で十分にアンカー（固定）されるようにする。これらの結果が達成されるまで金融政策の緩和的なスタンスを維持すると予想する」との文言が盛り込まれた。

その上で今後の政策金利については、前回の「委員会は米国経済が今回の事象をしのぎ、雇用最大化と物価安定の目標を達成する軌道にあると確信を持つまで、現行の政策金利誘導目標レンジを維持すると予想している」から、「労働市場の状態が最大雇用の実現との委員会の評価と整合的な水準へ到達し、インフレ率が 2%へ上昇し、暫くの間 2%を緩やかに上回

（注 2）金融政策運営の新たな枠組みについては 8 月 31 日付 Weekly「FRB は金融政策運営の新たな枠組みを発表」を参照されたい。

る軌道に乗るまで、現行の政策金利誘導目標レンジを維持することが適切になると予想している」へ変更された。これは「フォワードガイダンスを強化した」とも「明示的なフォワードガイダンスを導入した」とも捉えられよう。

また、「委員会の目標達成を妨げ得るリスクが現れれば、必要に応じて金融政策のスタンスを調整する準備がある」との文言も追加されている。

FOMC 参加者の経済予測では、2020 年の実質 GDP 成長率を上方修正

3 ヶ月毎に公表されている FOMC 参加者による経済予測（中央値）をみると（第 1 表）、実質 GDP 成長率（各年 10-12 月期の前年比）は、2020 年が▲6.5%から▲3.7%へ大きく上方修正された一方、2021 年と 2022 年は下方修正された。

失業率（各年 10-12 月期の平均値）は 2020 年が 7.6%、2021 年が 5.5%、2022 年が 4.6%と何れも大きく低下方向（改善方向）へ修正され、今回初めて発表された 2023 年は 4.0%とされた。

物価（各年 10-12 月期の前年比）は、個人消費支出（PCE）インフレ率、コア PCE インフレ率ともに 2020 年から 2022 年にかけて上方修正されたが、FRB の目標（2%）は下回っている。2023 年は PCE インフレ率、コア PCE インフレ率ともに+2.0%とされた。

第1表：FOMC参加者による経済予測

(%)

		中央値					中心傾向				
		2020	2021	2022	2023	中長期	2020	2021	2022	2023	中長期
実質GDP成長率	前々回（12月）	2.0	1.9	1.8	-	1.9	2.0 - 2.2	1.8 - 2.0	1.8 - 2.0	-	1.8 - 2.0
	前回（6月）	▲6.5	5.0	3.5	-	1.8	▲7.6 - ▲5.5	4.5 - 6.0	3.0 - 4.5	-	1.7 - 2.0
	今回（9月）	▲3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	▲4.0 - ▲3.0	3.6 - 4.7	2.5 - 3.3	2.4 - 3.0	1.7 - 2.0
失業率	前々回（12月）	3.5	3.6	3.7	-	4.1	3.5 - 3.7	3.5 - 3.9	3.5 - 4.0	-	3.9 - 4.3
	前回（6月）	9.3	6.5	5.5	-	4.1	9.0 - 10.0	5.9 - 7.5	4.8 - 6.1	-	4.0 - 4.3
	今回（9月）	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0 - 8.0	5.0 - 6.2	4.0 - 5.0	3.5 - 4.4	3.9 - 4.3
PCEインフレ率	前々回（12月）	1.9	2.0	2.0	-	2.0	1.8 - 1.9	2.0 - 2.1	2.0 - 2.2	-	2.0
	前回（6月）	0.8	1.6	1.7	-	2.0	0.6 - 1.0	1.4 - 1.7	1.6 - 1.8	-	2.0
	今回（9月）	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1 - 1.3	1.6 - 1.9	1.7 - 1.9	1.9 - 2.0	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（12月）	1.9	2.0	2.0	-	-	1.9 - 2.0	2.0 - 2.1	2.0 - 2.2	-	-
	前回（6月）	1.0	1.5	1.7	-	-	0.9 - 1.1	1.4 - 1.7	1.6 - 1.8	-	-
	今回（9月）	1.5	1.7	1.8	2.0	-	1.3 - 1.5	1.6 - 1.8	1.7 - 1.9	1.9 - 2.0	-

(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10-12月期の前年比。『失業率』は10-12月期の平均値。

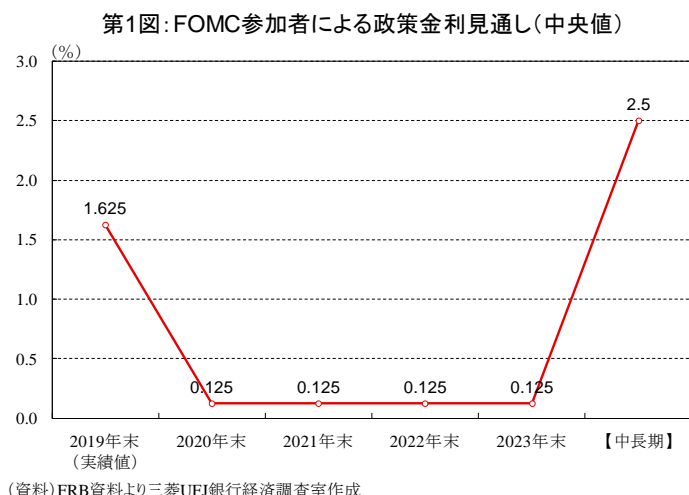
(資料)FRB資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

FOMC 参加者の政策金利見通し（中央値）では、発表された 2023 年末まで事実上のゼロ金利政策が予想されている

FOMC 参加者による政策金利見通し（中央値）をみると、前回 6 月時点と同じく 2022 年末まで現行の政策金利水準が予想された上で、今回初めて発表された 2023 年末も現行の政策金

利水準が予想された（第1図）。

参加者個々にみると、2020年、2021年末については全ての参加者が現行の政策金利水準を予想しており、2022年末については0.5%ポイント高い政策金利水準を予想する参加者が1人、2023年末については0.25%ポイント高い政策金利水準を予想する参加者が2人、0.5%ポイント高い政策金利水準を予想する参加者が1人、1.25%ポイント高い政策金利水準を予想する参加者が1人となっている。



本日の FOMC ではハト派的な姿勢が改めて確認された

本日の FOMC の結果は、先月 27 日に定まった金融政策運営の新たな枠組みを踏まえれば概ね予想された範囲であるものの、フォワードガイダンスが実際に強化され、それと整合的な FOMC 参加者の経済・政策金利見通しが示されたことでハト派的な姿勢が改めて確認されたとは言えよう。

FOMC 参加者の見通しについて、今回初めて発表された 2023 年（中央値）は、実質 GDP 成長率が中長期で予想されている成長率（≒潜在成長率）を上回り、失業率が中長期で予想されている水準（≒自然失業率）を下回り、インフレ率が目標の 2%に到達するなかでも事実上のゼロ金利政策を維持するものである。過去にみられたような金利水準を幾分正常化させる目的での利上げ等は想定されておらず、明らかにハト派的である。

但し、パウエル FRB 議長は FOMC 後の記者会見において、今回導入したフォワードガイダンスが力強い（strong/powerful）ものであると再三にわたり強調していたため、今後の景気・物価動向が見通しから下振れそうにならなければフォワードガイダンスを更に強化したり追加緩和策を実施する可能性は高くないように見受けられる。

何れにしても、当面の景気動向は新型コロナウイルス次第の側面が強く予測の非常に難しい状況にある。今回導入されたフォワードガイダンスも景気・物価動向とは紐づいたものあり、景気・物価動向を引き続き注視していく必要がある。

(2020年9月16日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

FOMC 声明文

前回(7月28日・29日)	今回(9月15日・16日)
<p>The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals.</p> <p>The coronavirus outbreak is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. Following sharp declines, economic activity and employment have picked up somewhat in recent months but remain well below their levels at the beginning of the year. Weaker demand and significantly lower oil prices are holding down consumer price inflation. Overall financial conditions have improved in recent months, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses.</p> <p>The path of the economy will depend significantly on the course of the virus. The ongoing public health crisis will weigh heavily on economic activity, employment, and inflation in the near term, and poses considerable risks to the economic outlook over the medium term.</p> <p>In light of these developments, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. The Committee expects to maintain this target range until it is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals.</p> <p>To support the flow of credit to households and businesses, over coming months the Federal Reserve will increase its holdings of Treasury securities and agency residential and commercial mortgage-backed securities at least at the current pace to sustain smooth market functioning, thereby fostering effective transmission of monetary policy to broader financial conditions. In addition, the Open Market Desk will continue to offer large-scale overnight and term repurchase agreement operations. The Committee will closely monitor developments and is prepared to adjust its plans as appropriate.</p>	<p>The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support the U.S. economy in this challenging time, thereby promoting its maximum employment and price stability goals.</p> <p>The <u>COVID-19 pandemic</u> is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. <u>Economic activity and employment have picked up in recent months</u> but remain well below their levels at the beginning of the year. Weaker demand and significantly lower oil prices are holding down consumer price inflation. Overall financial conditions have improved in recent months, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses.</p> <p>The path of the economy will depend significantly on the course of the virus. The ongoing public health crisis will <u>continue to weigh</u> on economic activity, employment, and inflation in the near term, and poses considerable risks to the economic outlook over the medium term.</p> <p><u>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. With inflation running persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent. The Committee expects to maintain an accommodative stance of monetary policy until these outcomes are achieved.</u></p> <p>The Committee decided to <u>keep</u> the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent <u>and expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time.</u></p> <p><u>In addition</u>, over coming months the Federal Reserve will increase its holdings of Treasury securities and <u>agency mortgage-backed</u> securities at least at the current pace to sustain smooth market functioning <u>and help foster accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.</u></p>

<p>The Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook, including information related to public health, as well as global developments and muted inflation pressures, and will use its tools and act as appropriate to support the economy. In determining the timing and size of future adjustments to the stance of monetary policy, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective.</p> <p>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>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Patrick Harker; Robert S. Kaplan; Neel Kashkari; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.</p>	<p><u>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals.</u></p> <p><u>The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on public health, labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</u></p> <p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michelle W. Bowman; Lael Brainard; Richard H. Clarida; Patrick Harker; Loretta J. Mester; and Randal K. Quarles.</p> <p><u>Voting against the action were Robert S. Kaplan, who expects that it will be appropriate to maintain the current target range until the Committee is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals as articulated in its new policy strategy statement, but prefers that the Committee retain greater policy rate flexibility beyond that point; and Neel Kashkari, who prefers that the Committee indicate that it expects to maintain the current target range until core inflation has reached 2 percent on a sustained basis.</u></p>
--	--

(注) 比較を容易にするために前回の声明文は段落の順序を一部変更しているほか、前回・今回ともに改行を加えている。
(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.