



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 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

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, [hikurihara@us.mufg.jp](mailto:hikurihara@us.mufg.jp)

A member of MUFG, a global financial group

December 17, 2014

## <FOCUS>

### 12月FOMC～フォワード・ガイダンスを“慎重に”修正

- 連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合でゼロ金利政策に関するフォワード・ガイダンスについて、前回10月会合までの「ゼロ金利政策を資産買入が終了した後もかなりの期間維持することが適切」から、「金融政策の正常化を開始するまでには忍耐強くなれる」へ修正した。ただし、このガイダンス（の持つ意味）は前回までのガイダンスと一致していると声明文で言及し、前回までのガイダンス文言も敢えて記載している。
- 採決ではフィッシャー・ダラス連銀総裁、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁、プロクサー・フィラデルフィア連銀総裁の3名が反対票を投じた（今回はコチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁のみ）。
- 今回の声明文における景気・物価部分では、インフレに関する文言が修正された。長期目標を下回っている現状の説明として「エネルギー価格の下落」が追加。また、見通しについては「動向を注視する」との文言が追加された。
- FOMC参加者によるFF金利見通しについては、（上方修正された）前回9月時点の見通しから下方にシフトした。FF金利見通しの中央値は、2015年末時点が1.125%となり前回9月から0.125%ポイント低下。2016年末時点は2.50%となり前回9月から0.375%ポイント低下した。
- 従来のフォワード・ガイダンスと変化が無いことを強調しているほか、金利見通しも下方修正しており、ガイダンス修正の狙いは「資産購入終了からの時間経過への対応」と「柔軟性確保」にあり、現状での出口戦略実施への確信の高まりを示すものではなさそうだ。また、同じガイダンス表現（patient）を使用した前回利上げ開始局面（2004年）との類似を示すものでもないであろう。
- イエレン議長は本日の記者会見でも、初回の利上げ時期、その後の金利パスともに経済情勢、データ次第であることを改めて強調。（未曾有の金融緩和政策からの）出口政策の影響が不透明で、海外経済から受ける影響も強まっている環境下、声明文で言及されている通り、金融政策の判断は「労働市場やインフレ圧力・期待、金融情勢に関する指標を含む幅広い経済データを考慮して」慎重に行われることとなろう。

## <FOCUS> 12月FOMC～フォワード・ガイダンスを“慎重に”修正

### フォワード・ガイダンスを修正

連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で金融政策の現状維持を確認（ゼロ金利と保有資産の償還分再投資）。ゼロ金利政策に関するフォワード・ガイダンスについては、前回10月会合までの「インフレ率が2%の長期目標を下回り、インフレ期待が十分抑制されていれば、ゼロ金利政策を資産買入が終了した後もかなりの期間（considerable time）維持することが適切」から、今回は「金融政策の正常化を開始するまでには忍耐強くなれる（it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy）」へ修正した。ただし、このガイダンス（の持つ意味）は前回までのガイダンスと一致していると声明文で言及し、前回までのガイダンス文言も敢えて記載している。

採決では3名が反対票を投じた（今回はコチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁のみ）。フィッシャー・ダラス連銀総裁は、多くのFOMC参加者の想定より10月以降に経済情勢が改善しているとして反対。コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁は、委員会の決定はFRBのインフレ目標（2%）に対する信認を低下させるリスクがあるとして反対。プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁は、新たなフォワード・ガイダンスの前回までとの一致を強調すべきで無いなどの理由で反対した。

### インフレに関する声明文を調整

今回の声明文における景気・物価部分では、インフレに関する文言が修正された。経済活動の現状判断は「緩やかに拡大（expanding at a moderate pace）」とし、前回声明文から変わらず。労働市場については「労働資源の未活用部分の縮小が継続（remains significant underutilization of labor resources continues to diminish）」とし、前回引き上げた現状判断を維持した。

インフレについては、長期目標を下回っている現状の説明として「エネルギー価格の下落」が追加。また、見通しについては「動向を注視する（monitor inflation development closely）」との文言が追加された。

### 成長率見通しはほぼ不変、FF金利見通しは小幅下方修正

3ヵ月毎に発表されているFOMC参加者による経済予測をみると、実質GDP成長率については、足元までの実績を受け2014年が上方修正。2015年以降はほぼ変わらずとなった（表）。

失業率（U-3ベース）については2015年、16年にわたり下方修正された。2015年末の失業率見通しの中心傾向は5.2～5.3%となっており、自然失業率（中長期の見通しである5.2%～5.5%）まで低下する格好となっている。

インフレ率についてはPCE総合指数、コア指数ともに2015年は下方修正され

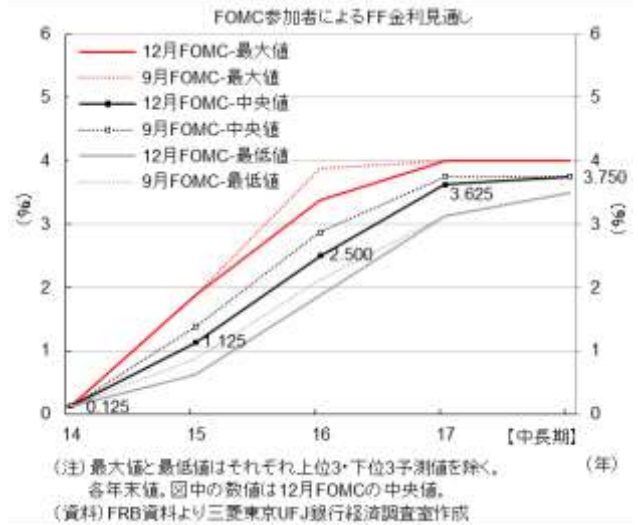
(%)		中心傾向					全員の予測レンジ				
		2014	2015	2016	2017	中長期	2014	2015	2016	2017	中長期
実質GDP成長率	前々回（6月）	2.1-2.3	3.0-3.2	2.5-3.0	-	2.1-2.3	1.9-2.4	2.2-3.6	2.2-3.2	-	1.8-2.5
	前回（9月）	2.0-2.2	2.6-3.0	2.6-2.9	2.3-2.5	2.0-2.3	1.8-2.3	2.1-3.2	2.1-3.0	2.0-2.6	1.8-2.6
	今回（12月）	2.3-2.4	2.6-3.0	2.5-3.0	2.3-2.5	2.0-2.3	2.3-2.5	2.1-3.2	2.1-3.0	2.0-2.7	1.8-2.7
失業率	前々回（6月）	6.0-6.1	5.4-5.7	5.1-5.5	-	5.2-5.5	5.8-6.2	5.2-5.9	5.0-5.6	-	5.0-6.0
	前回（9月）	5.9-6.0	5.4-5.6	5.1-5.4	4.9-5.3	5.2-5.5	5.7-6.1	5.2-5.7	4.9-5.6	4.7-5.8	5.0-6.0
	今回（12月）	5.8	5.2-5.3	5.0-5.2	4.9-5.3	5.2-5.5	5.7-5.8	5.0-5.5	4.9-5.4	4.7-5.7	5.0-5.8
PCEインフレ率	前々回（6月）	1.5-1.7	1.5-2.0	1.6-2.0	-	2.0	1.4-2.0	1.4-2.4	1.5-2.0	-	2.0
	前回（9月）	1.5-1.7	1.6-1.9	1.7-2.0	1.9-2.0	2.0	1.5-1.8	1.5-2.4	1.6-2.1	1.7-2.2	2.0
	今回（12月）	1.2-1.3	1.0-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	2.0	1.2-1.6	1.0-2.2	1.6-2.1	1.8-2.2	2.0
コアPCEインフレ率	前々回（6月）	1.5-1.6	1.6-2.0	1.7-2.0	-	-	1.4-1.8	1.5-2.4	1.6-2.0	-	-
	前回（9月）	1.5-1.6	1.6-1.9	1.8-2.0	1.9-2.0	-	1.5-1.8	1.6-2.4	1.7-2.2	1.8-2.2	-
	今回（12月）	1.5-1.6	1.5-1.8	1.7-2.0	1.8-2.0	-	1.5-1.6	1.5-2.2	1.6-2.1	1.8-2.2	-

（注）中心傾向は上下其々三つの予測値を除いたもの。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4四半期平均値。  
（資料）FOMC資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

たが、2016年以降は徐々に予測下限が目標の2%に向かって収斂していく見通しが維持された。

FOMC参加者によるFF金利見通しについては、(上方修正された) 前回9月時点の見通しから下方にシフトした(図)。FF金利見通しの中央値は、2015年末時点が1.125%となり前回9月から0.125%ポイント低下。2016年末時点は2.50%となり前回9月から0.375%ポイント低下した。この結果、2015年末と2016年末の中央値は、上方修正される前の2014年6月時点の見通しと一致している。

なお、中長期のFF金利(中立水準)はさほど変わらず、2017年末のFF金利は中立水準にかなり近づく見通しとなっている。



### 引き続き“緩やかな”出口政策がメインシナリオ

今回のフォワード・ガイダンス修正については、事前にフィッシャーFRB副議長やダッドリーNY連銀総裁などがその可能性を示唆(表)。その後、原油価格が大幅に下落するなど金融市場の不安定性が増すなかでも一先ず“慎重な”修正が行われた。

従来フォワード・ガイダンスと変化が無いことを強調しているほか、金利見通しも下方修正しており、ガイダンス修正の狙いは「資産購入終了からの時間経過への対応」と「柔軟性確保」にあり、現状での出口戦略実施への確信の高まりを示すものではなさそうだ。また、同じガイダンス表現(patient)を使用した前回利上げ開始局面(2004年)との類似を示すものでもないであろう<sup>1</sup>。

イエレン議長は本日の記者会見でも、初回の利上げ時期、その後の金利パスともに経済情勢、データ次第であることを改めて強調。(未曾有の金融緩和策からの) 出口政策の影響が不透明で、海外経済から受ける影響も強まっている環境下、声明文で言及されている通り、金融政策の判断は「労働市場やインフレ圧力・期待、金融情勢に関する指標を含む幅広い経済データを考慮して」慎重に行われることとなろう。

最近のFRB高官の主な発言

日付	発言者	内容
2014/12/1	ダッドリー NY連銀総裁	利上げには忍耐強くなる3つの理由がある。2015年半ばに利上げが行われるとの市場予想は自分にとっては合理的だが、経済情勢次第。
2014/12/2	フィッシャー FRB副議長	「かなりの期間」を削除する時期が近づいている
2014/12/3	フィッシャー ダラス連銀総裁	元本再投資をせずにBS縮小を開始すべき
2014/12/5	マスター クリーブランド連銀総裁	「かなりの期間」を削除する必要
2014/12/8	ロックハート アトランタ連銀総裁	急いで「かなりの期間」を削除すべきではない
2014/12/8	ウィリアムズ サンフランシスコ連銀総裁	2015年半ばに利上げ開始であれば、「かなりの期間」が適切

(資料) FRB資料、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)

<sup>1</sup> 2004年の前回利上げ開始時を振り返ると、2003年12月まで「利上げまでかなりの期間 (considerable period)」との表現を使用した後、2004年1月に「With inflation quite low and resource use slack, the Committee believes that it can be patient in removing its policy accommodation」との表現に修正。5月に「with inflation low and resource use slack, the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured」へ修正した後、6月に25bp (1.00%→1.25%) の利上げを実施した。



FOMC 声明文

前回 (10月28・29日)	今回 (12月16・17日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in September suggests that economic activity is expanding at a moderate pace. Labor market conditions improved somewhat further, with solid job gains and a lower unemployment rate. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources is gradually diminishing. Household spending is rising moderately and business fixed investment is advancing, while the recovery in the housing sector remains slow. Inflation has continued to run below the Committee's longer-run objective. Market-based measures of inflation compensation have declined somewhat; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.</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 appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators and inflation moving toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. Although inflation in the near term will likely be held down by lower energy prices and other factors, the Committee judges that the likelihood of inflation running persistently below 2 percent has diminished somewhat since early this year.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 The Committee judges that there has been a substantial improvement in the outlook for the labor market since the inception of its current asset purchase program. Moreover, the Committee continues to see sufficient underlying strength in the broader economy to support ongoing progress toward maximum employment in a context of price stability. Accordingly, the Committee decided to conclude its asset purchase program this month. 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. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.</p> <p>To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward 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 developments. The Committee anticipates, based on its current assessment, that it likely will be appropriate</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in October suggests that economic activity is expanding at a moderate pace. Labor market conditions improved <u>further</u>, with solid job gains and a lower unemployment rate. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources continues to diminish. Household spending is rising moderately and business fixed investment is advancing, while the recovery in the housing sector remains slow. Inflation has continued to run below the Committee's longer-run objective, <u>partly reflecting declines in energy prices</u>. Market-based measures of inflation compensation have declined somewhat <u>further</u>; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.</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 appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators moving toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. <u>The Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent as the labor market improves further and the transitory effects of lower energy prices and other factors dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</u></p> <p>金融政策／FF金利誘導目標</p> <p>To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward 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 developments. <u>Based on its current assessment, the Committee judges that it can be patient in beginning to</u></p>





to maintain the 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate for a considerable time following the end of its asset purchase program this month, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored. However, if incoming information indicates faster progress toward the Committee's employment and inflation objectives than the Committee now expects, then increases in the target range for the federal funds rate are likely to occur sooner than currently anticipated. Conversely, if progress proves slower than expected, then increases in the target range are likely to occur later than currently anticipated.

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

投票結果  
 Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Stanley Fischer; Richard W. Fisher; Loretta J. Mester; Charles I. Plosser; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo. Voting against the action was Narayana Kocherlakota, who believed that, in light of continued sluggishness in the inflation outlook and the recent slide in market-based measures of longer-term inflation expectations, the Committee should commit to keeping the current target range for the federal funds rate at least until the one-to-two-year ahead inflation outlook has returned to 2 percent and should continue the asset purchase program at its current level.

normalize the stance of monetary policy. The Committee sees this guidance as consistent with its previous statement that it likely will be appropriate to maintain the 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate for a considerable time following the end of its asset purchase program in October, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored. However, if incoming information indicates faster progress toward the Committee's employment and inflation objectives than the Committee now expects, then increases in the target range for the federal funds rate are likely to occur sooner than currently anticipated. Conversely, if progress proves slower than expected, then increases in the target range are likely to occur later than currently anticipated.

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. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

投票結果  
 Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Stanley Fischer; Loretta J. Mester; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo.

Voting against the action were Richard W. Fisher, who believed that, while the Committee should be patient in beginning to normalize monetary policy, improvement in the U.S. economic performance since October has moved forward, further than the majority of the Committee envisions, the date when it will likely be appropriate to increase the federal funds rate; Narayana Kocherlakota, who believed that the Committee's decision, in the context of ongoing low inflation and falling market-based measures of longer-term inflation expectations, created undue downside risk to the credibility of the 2 percent inflation target; and Charles I. Plosser, who believed that the statement should not stress the importance of the passage of time as a key element of its forward guidance and, given the improvement in economic conditions, should not emphasize the consistency of the current forward guidance with previous statements.

(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、金融商品の売買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。

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.