



# 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

June 17, 2015

## <FOCUS>

### 6月FOMC～金融政策運営は見極めの難しい状況が続く

- 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。今後の政策については「労働市場が一段と改善し、インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信が持てれば、利上げが適切となる」とされ、前回から不変。
- 今回の声明文における景気の現状判断では、前回会合以降に発表された経済指標の改善を受け、総括部分が前回の「一時的な影響を反映し冬場に減速した」から「緩やかに拡大した」に上方修正された。景気・物価見通しについては、ほぼ変更無し。
- 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、2015年が1-3月期の実績（マイナス成長）等を反映し大きく下方修正された。2016年、17年については極小幅の修正。
- FOMC参加者によるFF金利見通しについては、前回3月に続き今回も小幅ながら下方修正された。中央値でみると、2015年末時点が0.625%となり前回から不変。2016年末時点は1.625%となり、前回から0.25%ポイント低下。2017年末時点も2.875%となり、前回から0.25%ポイント低下している。中長期のFF金利は3.75%で前回から不変となっている。
- 今回、先々のFF金利見通しが下方修正された背景には、2015年成長率見通しの下方修正に加えて、前回3月時と比較した長期金利の上昇・長短金利差の拡大等も指摘できるかもしれない。長短金利差見通しを拡大方向に修正すれば、FF金利見通しを下方修正し得る。
- ダッドリー・ニューヨーク連銀総裁は最近の講演で、短期金利（政策金利）の将来の軌道は、「経済見通し」だけでなく「短期金利の変化に対する金融市場の反応」にも大きく左右される点を強調。金融市場のなかでも長期金利の動向はポイントとなるが、現在の米国の長期金利は、FRBによるQEや他国の金融政策等、経済ファンダメンタルズ以外からの影響度合いが小さくないとみられ、従来以上に予測が難しいと言えよう。
- 長短金利差見通しの不確実性から、FOMC委員による先々の政策金利見通しの“振れ”が今後も続く可能性がある。初回の利上げ時期だけでなく、先々の政策金利水準についても見極めの難しい状況が続きそうだ。

<FOCUS> 6月FOMC～金融政策運営は見極めの難しい状況が続く

金融政策の現状維持を確認

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（ゼロ金利維持と保有資産の償還分再投資継続）。今回合会から利上げの可能性自体は排除されていたが、予想通り見送られた。今後の政策については「労働市場が一段と改善し、インフレ率が2%へ戻るとの合理的確信が持てれば、利上げが適切となる」とされ、前回から不変。FOMC委員による経済予測は2015年の成長率見通しが前回3月時点から下方修正され、FF金利見通しも幾分引き下げられた。採決は前回に続き全会一致であった。

声明文では、景気の現状判断を上方修正、見通しは不変

今回の声明文における景気の現状判断では、前回合会以降に発表された経済指標の改善を受け、総括部分が前回の「一時的な影響を反映し冬場に減速した」から「緩やかに拡大した（expanding moderately）」に上方修正された。

労働市場は、雇用者数の増加ペースが「上向いた」（picked up）とされ、労働市場の未活用部分についても前回の「ほぼ変化無し」から「幾分縮小」へ上方修正された<sup>1</sup>。個人消費は「上昇率が鈍化」から「緩やかに拡大」に上方修正され、住宅市場も「回復が緩慢」から「幾分改善がみられる」へ上方修正。一方、設備投資と純輸出は引き続き弱めと判断され、（設備投資の先行指標とされる）資本財受注等のこのところの持ち直しは反映されなかった。

物価部分では、引き続き長期目標を下回っているとされたが、「エネルギー価格が安定しつつあるようだ」との文言が追加されている。

景気・物価見通しについては、ほぼ変更無し。今後の景気は「緩やかな（moderate）ペースで拡大する」との見方が維持され、中期的な物価についても、“労働市場の一段の改善”や“エネルギー価格下落やその他影響の一巡”により、緩やかに2%に近付いていくとの見方が維持された。

FOMC参加者の経済予測では、2015年の成長率見通しは下方修正

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、2015年が1-3月期の実績（マイナス成長）等を反映し大きく下方修正された（第1表）。2016年、17年については極小幅の修正。中心傾向でみると、16年の下限と17年の上下限が0.1%ポイント上方修正されている。

第1表：FOMCによる経済予測

中心傾向	中心傾向			中長期	全員の予測レンジ				
	2015	2016	2017		2015	2016	2017	中長期	
実質GDP成長率 (%)	前々回 (12月)	2.6-3.0	2.5-3.0	2.3-2.5	2.0-2.3	2.1-3.2	2.1-3.0	2.0-2.7	1.8-2.7
	前回 (3月)	2.3-2.7	2.3-2.7	2.0-2.4	2.0-2.3	2.1-3.1	2.2-3.0	1.8-2.5	1.8-2.5
	今回 (6月)	1.8-2.0	2.4-2.7	2.1-2.5	2.0-2.3	1.7-2.3	2.3-3.0	2.0-2.5	1.8-2.5
失業率 (%)	前々回 (12月)	5.2-5.3	5.0-5.2	4.9-5.3	5.2-5.5	5.0-5.5	4.9-5.4	4.7-5.7	5.0-5.8
	前回 (3月)	5.0-5.2	4.9-5.1	4.8-5.1	5.0-5.2	4.8-5.3	4.5-5.2	4.8-5.5	4.9-5.8
	今回 (6月)	5.2-5.3	4.9-5.1	4.9-5.1	5.0-5.2	5.0-5.3	4.6-5.2	4.8-5.5	5.0-5.8
PCEインフレ率 (%)	前々回 (12月)	1.0-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	2.0	1.0-2.2	1.6-2.1	1.8-2.2	2.0
	前回 (3月)	0.6-0.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0	0.6-1.5	1.6-2.4	1.7-2.2	2.0
	今回 (6月)	0.6-0.8	1.6-1.9	1.9-2.0	2.0	0.6-1.0	1.5-2.4	1.7-2.2	2.0
コアPCEインフレ率 (%)	前々回 (12月)	1.5-1.8	1.7-2.0	1.8-2.0	-	1.5-2.2	1.6-2.1	1.8-2.2	-
	前回 (3月)	1.3-1.4	1.5-1.9	1.8-2.0	-	1.2-1.6	1.5-2.4	1.7-2.2	-
	今回 (6月)	1.3-1.4	1.6-1.9	1.9-2.0	-	1.2-1.6	1.5-2.4	1.7-2.2	-

(注) 中心傾向は上下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

<sup>1</sup> 賃金について、イエレン議長は記者会見で、不確かながら上昇率が高まる暫定的な兆候がみられるとした。

失業率（U-3 ベース）については、中心傾向で 2015 年が小幅悪化方向へ修正、16 年は不変で、17 年の下限が極小幅悪化方向へ修正された。前回 3 月に大きく下方修正された中長期については、中心傾向で 5.0~5.2%と据え置かれている。

インフレ率については PCE 総合指数、コア指数ともに中心傾向では何れの期間でも極小幅の修正に止まった。

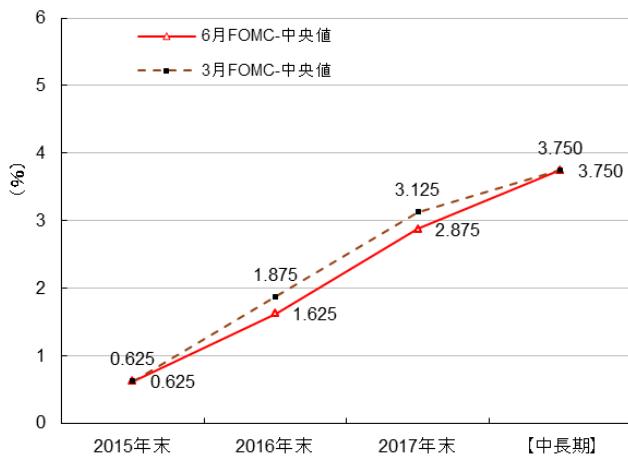
### FF 金利見通しは幾分下方修正

FOMC 参加者による FF 金利見通しについては、前回 3 月に続き今回も小幅ながら下方修正された。中央値でみると、2015 年末時点が 0.625%となり前回から不変（第 1 図）。1 回の利上げ幅を 0.25%と想定すれば、年内 2 回の利上げ実施を引き続き示していることになる。2016 年末時点は 1.625%となり、前回から 0.25%ポイント低下。2017 年末時点も 2.875%となり、前回から 0.25%ポイント低下している。（中立水準と捉えられる）中長期の FF 金利は 3.75%で前回から不変となっている。

また、FF 金利見通しを平均値でみると、2015 年末は 0.566%となり 0.206%ポイント低下、2016 年末は 1.75%となり 0.272%ポイント低下、2017 年末は 3.00%となり 0.184%ポイント低下、中長期はほぼ不変となっている（第 2 図）。

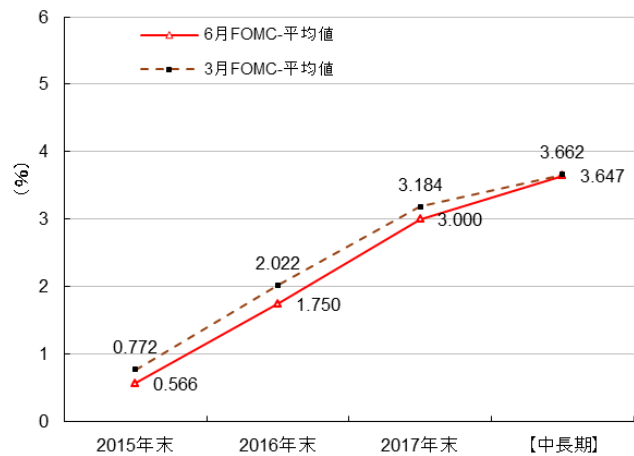
FOMC 参加者間の FF 金利見通しのバラつきは引き続き大きい。参加者 17 人のうち 15 人が年内の利上げ開始を予想しているとはいえ、15 人が予想する今年末時点の政策金利水準は 0.375~0.875%に跨っている。このため、初回利上げ時期の見通しもまちまちである。

第1図: FOMC参加者によるFF金利見通し(中央値)の推移



(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: FOMC参加者によるFF金利見通し(平均値)の推移



(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

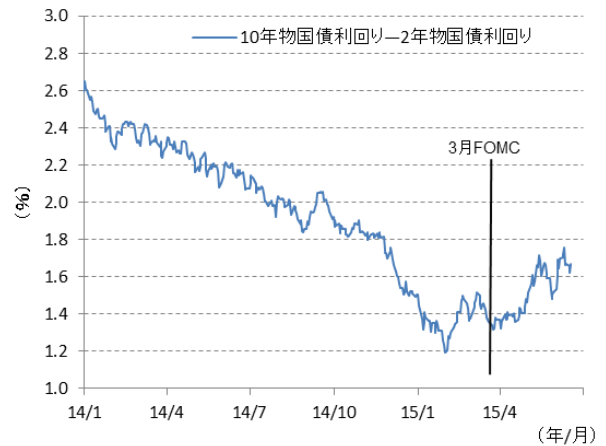
### 金融政策運営は見極めの難しい状況が続く

今回、先々の FF 金利見通しが下方修正された背景には、2015 年成長率見通しの下方修正に加えて、前回 3 月時と比較した長期金利の上昇・長短金利差の拡大等も指摘できるかもしれない（第 3 図）。長短金利差見通しを拡大方向に修正すれば、FF 金利見通しを下方修正し得る。

ダッドリー・ニューヨーク連銀総裁は最近の講演で、短期金利（政策金利）の将来の軌道は、「経済見通し」だけでなく「短期金利の変化に対する金融市場の反応」にも大きく左右される点を強調。金融市場のなかでも長期金利の動向はポイントとなるが、現在の米国の長期金利は、FRBによるQEや他国の金融政策等、経済ファンダメンタルズ以外からの影響度合いが小さくないとみられ、従来以上に予測が難しいと言えよう。

長短金利差見通しの不確実性から、FOMC委員による先々の政策金利見通しの“振れ”が今後も続く可能性がある。初回の利上げ時期だけでなく、先々の政策金利水準についても見極めの難しい状況が続きそうだ。

第3図: 長短金利差の推移



(栗原 浩史)

FOMC 声明文

前回 (4月28・29日)	今回 (6月16・17日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in March suggests that economic growth slowed during the winter months, in part reflecting transitory factors. The pace of job gains moderated, and the unemployment rate remained steady. A range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources was little changed. Growth in household spending declined; households' real incomes rose strongly, partly reflecting earlier declines in energy prices, and consumer sentiment remains high. Business fixed investment softened, the recovery in the housing sector remained slow, and exports declined. Inflation continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and decreasing prices of non-energy imports. Market-based measures of inflation compensation remain low; 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. Although growth in output and employment slowed during the first quarter, the Committee continues to expect that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term, but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 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 and international developments. The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in April suggests that <u>economic activity has been expanding moderately after having changed little during the first quarter</u>. The pace of job gains picked up while the unemployment rate remained steady. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources <u>diminished somewhat</u>. Growth in household spending <u>has been moderate</u> and the <u>housing sector has shown some improvement</u>; however, business fixed investment and net exports stayed soft. Inflation continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and decreasing prices of non-energy imports; <u>energy prices appear to have stabilized</u>. Market-based measures of inflation compensation remain low; 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 continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term, but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of earlier declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 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 and international developments. The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.</p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency</p>





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; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.

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; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.

(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、宜しくお願ひ申し上げます。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.