



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

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

June 19, 2013

<FOCUS>

6月FOMC～今年後半のQE縮小、来年半ばの停止を示唆

- FOMC は、本日の定例会合で現行の金融政策を据え置いた。MBS 及び国債買入を継続、異例の超低金利政策も失業率が 6.5%以下へ低下するまで続ける。一方、資産買入策については、FOMC 後の記者会見で、今年後半に縮小を開始し、来年半ば頃に停止するという FOMC のコンセンサスが示された。採決は、カンザスシティ連銀のジョージ総裁に加え、セントルイス連銀のブラード総裁が低インフレへの懸念から反対票を投じている。
- 声明文における景気判断は現状・先行きともに前回5月会合時から幾分上方修正され、資産買入策が縮小に向かいつつあることを示す内容となった。労働市場の改善についての評価を上方修正したほか、見通しについても「景気と労働市場（今回から追加）の下振れリスクが昨秋以降低下してきた」との見方を示した。
- 経済予測についても、来年の成長率が小幅上方修正されたほか、失業率も来年第4四半期に6.5%～6.8%へ低下する姿が予想されている。失業率の改定幅が大きくなっている点は、高齢化による労働参加率の構造的低下など失業率低下のメカニズムに対するFRBの見方が変化している可能性を示唆している。仮にこのシナリオ通り失業率低下が進んだ場合には、ゼロ金利政策の政策ガイダンス見直しが視野に入る可能性はある。
- 足元までの雇用情勢と、それに対する声明文の評価、及び記者会見を合わせて考えると、今後、現状程度の雇用回復が維持できれば、FRBは今年後半にかけて資産買入の縮小に動いてくると予想される。資産買入縮小の明確な基準は引き続き示されなかったが、今後の経済指標や、それを受けた声明文の変化等を見ながら、市場がそれを徐々に織り込んでいく展開が想定される。
- 一方、資産買入の縮小が開始されるのは、引き続き今年の第4四半期と予想する。9月会合で踏み切る可能性もあるが、足元、企業の雇用スタンスが慎重化しているほか、目先は財政緊縮の影響から製造業を中心に企業活動は減速気味に推移する公算が大きく、景気の再加速確認に若干時間を要するとみられるためである。また、QE3の効果は、株高・債券高の並存という形でそれ以前の資産買入策より大きかったことも踏まえると、金利上昇等が景気に影響する可能性も踏まえておく必要があるだろう。

<FOCUS> 6月FOMC～今年後半のQE縮小、来年半ばの停止を示唆

現状維持

連邦公開市場委員会（FOMC）は、本日の定例会合で現行の金融政策を据え置いた。MBS及び国債買入（各々月400億ドル、450億ドル）を継続、異例の超低金利政策も失業率が6.5%以下へ低下するまで続ける方針。一方、資産買入策については、FOMC後のバーナンキ議長記者会見で、今年後半に縮小を開始し、来年半ば頃に停止するという政策経路が示された（後述）。

採決は、前回5月会合同様、カンザスシティ連銀のジョージ総裁が、長期かつ高度の金融緩和は将来の経済・金融不均衡リスクを高めており、インフレ期待を高める可能性もあるとし反対したほか、今回はセントルイス連銀のブロード総裁も、最近の低インフレを踏まえインフレ目標を守る姿勢を示すべきとして反対票を投じている。

景気判断は労働市場・景気の先行き共に上方修正

声明文における景気判断は労働市場の現状・景気の先行きともに前回5月会合時から幾分上方修正され、資産買入策が縮小に向かいつつあることを示す内容となった。

景気の現状判断については、「経済活動は緩やかに拡大」とし前回から不変だが、労働市場については、前回の「幾分改善の動きをみせている」から「総じてみればさらに改善(have shown further improvement, on balance)」へ上方修正した。また、見通しについても、「景気と労働市場（今回から追加）の下振れリスクが昨秋以降低下してきた（sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished since the fall）」との見方を示した。

一方、インフレについては、このところの低インフレ率を受け、「一時的要因の影響も一部あり、目標を下回っている」と若干下方修正したが、中長期のインフレ期待は安定していると、様子を見る姿勢。財政政策についても「経済成長を抑制している」との表現が維持された。金融政策に関する記述に関しても前回から変更は無い。

成長率、失業率予測も改善

経済予測については（下表）、来年の成長率が小幅上方修正されたほか、失業率も従来より改善ペースが速まり、来年の第4四半期には6.5%～6.8%へ低下する姿が予想されている。

FOMCによる経済予測

中心傾向	中心傾向				全員の予測レンジ			
	2013	2014	2015	中長期	2013	2014	2015	中長期
実質GDP成長率	2.3-2.8	2.9-3.4	2.9-3.7	2.3-2.5	2.0-3.0	2.6-3.8	2.5-3.8	2.0-3.0
失業率	7.3-7.5	6.7-7.0	6.0-6.5	5.2-6.0	6.9-7.6	6.1-7.1	5.7-6.5	5.0-6.0
PCEインフレ率	1.3-1.7	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0	1.3-2.0	1.4-2.1	1.6-2.6	2.0
コアPCEインフレ率	1.5-1.6	1.7-2.0	1.8-2.1	-	1.5-2.0	1.5-2.1	1.7-2.6	-

(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

今回の失業率の改定幅が総じて大きくなっている点は、高齢化による労働参加率の構造的低下など失業率低下のメカニズムに対するFRBの見方が徐々に変化している可能性を示唆している。今回、FOMC参加者19名のうち、14名は利上げの時期を2015年としていることから（これまでは13名）、今回の失業率見通しの改定が利上げ時期の前倒しに繋がることは当面ないものの、来年にかけてこのシナリオ通り失業率低下が進んだ場合には、ゼロ金利政策の政策ガイダンス見直しが視野に入る可能性はある。インフレ率については、総じて下方修正されており、FOMC内で低インフレの継続が若干懸念され始めていることを示す内容となっている。

資産買入の出口が少し明確化

今回のFOMCでは、声明文の景気見通しに関する文言からFRBが資産買入の縮小に向かいつつあることが示唆されるとともに、バーナンキ議長の記者会見では、資産買入の縮小・停止に関するタイミングがより明確化された。

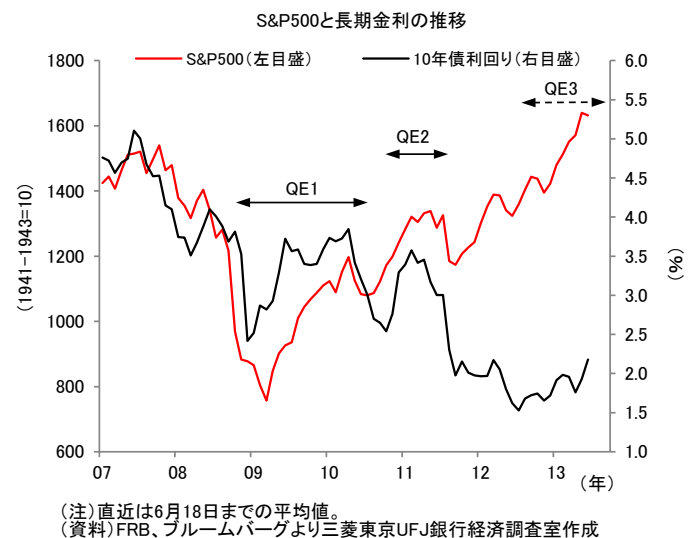
記者会見では、景気がFRBが予測するシナリオに沿って改善を続ければ、年後半に購入ペースを緩め、来年前半にかけて慎重に購入ペースを落とし、来年半ば頃に終了させることがFOMCの現時点のコンセンサスであることが表明された。と同時に、資産買入額の変更は今後の経済指標次第であり、必要に応じて資産買入の増額もあることや、資産買入の縮小はあくまで金融緩和の強化を緩めるに過ぎず金融引き締めを意味しないことが強調され、金融市場にも配慮する姿勢を示した。5月下旬以降、金融市場不安定化の背景となっていた資産買入策の先行きに対する不透明感が幾分緩和されることが期待される。

QE3縮小開始は第4四半期と予想

足元までの雇用情勢と、それに対する今回の声明文の評価、及びバーナンキ議長の記者会見を合わせて考えると、今後、現状程度の雇用回復が維持できれば、FRBは今年後半にかけて資産買入の縮小に動いてくると予想される。「労働市場の見通しが大幅に改善するまで」との文言は、あくまで資産買入の継続に関する条件であり、買入額を縮小することのハードルはさほど高くないことが明らかになりつつある。資産買入縮小の明確な基準は引き続き示されなかったが、今後の経済指標や、それを受けた声明文の景気判断の変化を見ながら、市場がそれを徐々に織り込んでいく展開が想定される。記者会見では、失業率が来年半ば頃に7%程度まで下がることを前提に、資産買入の停止も着実に視野に入りつつある様子が窺える。

一方、資産買入の縮小が実際に開始されるのは、引き続き今年第4四半期と予想する。今回のFOMCを踏まえると、9月会合で踏み切る可能性もあるが、足元、企業の雇用スタンスが慎重化しているほか、目先は財政緊縮の影響から製造業を中心に企業活動は減速気味に推移する公算が大きく、景気の再加速確認に若干時間を要するとみられるためである。また、このところ金融市場は幾分落ち着きを取り戻しているものの、QE3の効果は、株高・債券高の並存という形でそれ以前の資産買入策と比べて大きかったことも踏まえると（右図）、今後、金利上昇などが景気に影響する可能性も踏まえておく必要があるだろう。

<FOCUS>





FOMC 声明文

前回 (4月30・5月1日)	今回 (6月18・19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 activity has been expanding at a moderate pace. Labor market conditions have shown some improvement in recent months, on balance, but the unemployment rate remains elevated. Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has strengthened further, but fiscal policy is restraining economic growth. Inflation has been running somewhat below the Committee's longer-run objective, apart from temporary variations that largely reflect fluctuations in energy prices. 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 growth will proceed at a moderate pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see downside risks to the economic outlook. The Committee also anticipates that inflation over the medium term likely will run at or below its 2 percent objective.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at the rate most consistent with its dual mandate, the Committee decided to continue purchasing additional agency mortgage-backed securities at a pace of \$40 billion per month and longer-term Treasury securities at a pace of \$45 billion per 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. Taken together, these actions should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative.</p> <p>The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months. The Committee will continue its purchases of Treasury and agency mortgage-backed securities, and employ its other policy tools as appropriate, until the outlook for the labor market has improved substantially in a context of price stability. The Committee is prepared to increase or reduce the pace of its purchases to maintain appropriate policy accommodation as the outlook for the labor market or inflation changes. In determining the size, pace, and composition of its asset purchases, the Committee will continue to take appropriate account of the likely efficacy and costs of such purchases as well as the extent of progress toward its economic objectives.</p> <p>To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee expects that a highly accommodative stance of monetary policy</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in May suggests that economic activity has been expanding at a moderate pace. <u>Labor market conditions have shown further improvement in recent months, on balance</u>, but the unemployment rate remains elevated. Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has strengthened further, but fiscal policy is restraining economic growth. <u>Partly reflecting transitory influences</u>, inflation has been <u>running below</u> the Committee's longer-run objective, but 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 growth will proceed at a moderate pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee <u>sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished since the fall</u>. The Committee also anticipates that inflation over the medium term likely will run at or below its 2 percent objective.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at the rate most consistent with its dual mandate, the Committee decided to continue purchasing additional agency mortgage-backed securities at a pace of \$40 billion per month and longer-term Treasury securities at a pace of \$45 billion per 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. Taken together, these actions should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative.</p> <p>The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months. The Committee will continue its purchases of Treasury and agency mortgage-backed securities, and employ its other policy tools as appropriate, until the outlook for the labor market has improved substantially in a context of price stability. The Committee is prepared to increase or reduce the pace of its purchases to maintain appropriate policy accommodation as the outlook for the labor market or inflation changes. In determining the size, pace, and composition of its asset purchases, the Committee will continue to take appropriate account of the likely efficacy and costs of such purchases as well as the extent of progress toward its economic objectives.</p> <p>To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee expects that a highly accommodative stance of monetary policy</p>

will remain appropriate for a considerable time after the asset purchase program ends and the economic recovery strengthens. In particular, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and currently anticipates that this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored. In determining how long to maintain a highly accommodative stance of monetary policy, the Committee will also consider other information, including additional measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments. 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.

投票結果

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Jerome H. Powell; Sarah Bloom Raskin; Eric S. Rosengren; Jeremy C. Stein; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen. Voting against the action was Esther L. George, who was concerned that the continued high level of monetary accommodation increased the risks of future economic and financial imbalances and, over time, could cause an increase in long-term inflation expectations.

will remain appropriate for a considerable time after the asset purchase program ends and the economic recovery strengthens. In particular, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and currently anticipates that this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored. In determining how long to maintain a highly accommodative stance of monetary policy, the Committee will also consider other information, including additional measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments. 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.

投票結果

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Jerome H. Powell; Sarah Bloom Raskin; Eric S. Rosengren; Jeremy C. Stein; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen. Voting against the action was James Bullard, who believed that the Committee should signal more strongly its willingness to defend its inflation goal in light of recent low inflation readings, and Esther L. George, who was concerned that the continued high level of monetary accommodation increased the risks of future economic and financial imbalances and, over time, could cause an increase in long-term inflation expectations.

(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。

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.