



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 聡樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

来週の Weekly は出張のため休刊となります。
どうぞよろしくお願ひ致します。

March 19, 2014

<FOCUS>

3月FOMC～フォワードガイダンスを修正、総じてタカ派の印象

- FOMC は、本日の定例会合で資産買入額を月 550 億ドルに縮小させることを決定。また、ゼロ金利政策に関するフォワードガイダンスを、より定性的なものへ修正した。採決はミネアポリス連銀総裁が、フォワードガイダンスの変更は、インフレ目標のコミットメントに対する信認を弱めるほか、政策不透明感を強めるとして反対した。
- 声明文における景気判断は、前回 1 月会合時から若干だけ下方修正。冬場の経済活動のペースは「悪天候もあって減速」、住宅市場の回復は「引き続き遅い」としたが、その他についてはこれまでの表現を概ね踏襲。先行きについても FOMC の経済予測に沿った推移を想定している。
- フォワードガイダンスについては、失業率の閾値 6.5% を削除。ゼロ金利政策の継続は、完全雇用とインフレ目標達成に向けた進展を、労働市場やインフレ圧力・期待、金融情勢に関する幅広い経済データを踏まえ判断する。また、特にインフレ率が目標を下回り、インフレ期待が十分抑制されていれば、ゼロ金利政策は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であろうとしている。
- 経済予測は当面の実質 GDP 成長率及び潜在成長率の上限が幾分低下した一方、失業率はより前倒しで改善する形へ修正。ただ、自然失業率が下方修正され、失業率が 2015 年末に自然失業率上限に近づき、2016 年末にはほぼ完全雇用が達成される見通しは不変。FF 金利については、2015 年末の最頻値は前回の 0.75% から 1.0% へ、2016 年末については 1.75% から 2.0% へ上方シフトした。
- 今回のフォワードガイダンスの修正は、想定より早いタイミングでの決定。失業率の閾値としての意義が薄れたこと、FRB が景気について自信を深めていることが背景とみられる。景気の基調判断や、FF 金利予測の上方修正等を踏まえると、今回決定はタカ派的な印象が強い。今後、経済指標が改善に向かい、量的緩和の停止が視野に入ってくる年後半にかけては、来年の利上げが意識されやすい展開も予想される。時間軸効果が持続するなか景気加速や株高が促進される度合いが、今後低下する可能性もみておく必要があるだろう。

<INDICATOR OF THE WEEK> 今冬の寒波の度合いは?・・・P8.



<FOCUS> 3月 FOMC～フォワードガイダンスを修正、総じてタカ派の印象

資産買入の縮小継続、失業率の閾値を削除

連邦公開市場委員会 (FOMC) は、本日の定例会合で資産買入プログラムを引き続き縮小させることを決定、国債及び MBS の買入額をそれぞれ 50 億ドルずつ減額し計 550 億ドルとする (各々月 300 億ドル、250 億ドル)。

ゼロ金利政策の継続に関するフォワードガイダンス (政策指針) については、失業率の閾値 6.5% を削除し、より定性的なガイダンスへ修正した (後述)。

採決はコチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁が、定性的なフォワードガイダンスへの変更は、インフレ目標のコミットメントに対する信認を弱めるほか、政策不透明感を強めるとして反対票を投じた。

景気の現状評価・先行き見通しは微調整

声明文における景気判断は、前回 1 月会合時から若干だけ下方修正。冬場の経済活動のペースは「悪天候もあって減速 (slowed)」とし、また、住宅市場の回復は「引き続き遅い (remained slow)」と評価した。

一方、その他はこれまでの表現が概ね踏襲され、労働市場については「斑模様ながら、全体としては一段と改善」との見方を維持。家計支出と設備投資についても「引き続き拡大」とし、財政政策とインフレに関する評価も前月から不変だった。

景気の先行きについても「経済活動は緩やかに拡大する」とし、引き続き FOMC の経済予測に沿った推移を想定。労働市場の緩やかな改善 (文言はこれまでの失業率から変更)、インフレ率が 2% の目標へ回帰するか注視する姿勢も前回から変わっていない。

ゼロ金利政策の継続は総合判断

資産買入 (QE3) 額については、累積的な雇用回復と労働市場見通しの改善を背景に、国債と MBS の買入額をさらに 100 億ドル減額する。また、経済は労働市場の回復持続を支えるのに十分な基調的力強さがあるとの判断が示された。今後については、経済データが労働市場の持続的改善とインフレ率の中長期目標への回帰を裏付けるものとなれば、買入額を徐々に減少させる方針から不変。

一方、ゼロ金利政策維持に関するフォワードガイダンスについては、失業率の閾値 6.5% を削除し、定性的なガイダンスに変更した。ゼロ金利政策継続の判断は、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、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行われる。また、特にインフレ率が 2% の長期目標を下回り、インフレ期待が十分に抑制されていれば、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 period) 維持することが適切であろうと予測している。

経済予測は小幅修正、FF 金利予測は上方シフト

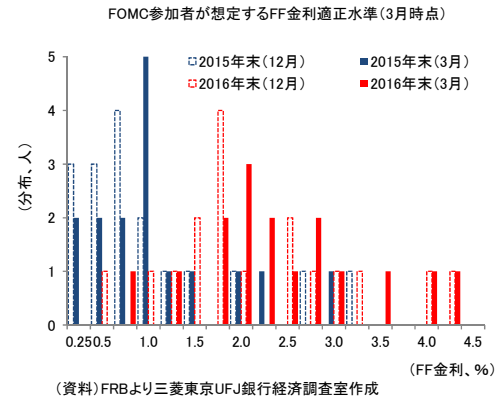
経済予測は前回から小幅の修正 (次頁表)。当面の実質 GDP 成長率及び潜在成長率 (中長期) のレンジ上限が幾分低下した一方、失業率はより前倒しで改善する見通しとなっている。ただ、自然失業率が下方修正されているため、失業率が 2015 年第 4 四半期に自然失業率上限に近づき、2016 年末にはほぼ完全雇用が達成されるとの見通しは不変。

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				
	2013	2014	2015	2016		2013	2014	2015	2016	中長期
実質GDP成長率 (%)										
前々回 (9月)	2.0-2.3	2.9-3.1	3.0-3.5	2.5-3.3	2.2-2.5	1.8-2.4	2.2-3.3	2.2-3.7	2.2-3.5	2.1-2.5
前回 (12月)	2.2-2.3	2.8-3.2	3.0-3.4	2.5-3.2	2.2-2.4	2.2-2.4	2.2-3.3	2.2-3.6	2.1-3.5	1.8-2.5
今回 (3月)	-	2.8-3.0	3.0-3.2	2.5-3.0	2.2-2.3	-	2.1-3.0	2.2-3.5	2.2-3.4	1.8-2.4
失業率 (%)										
前々回 (9月)	7.1-7.3	6.4-6.8	5.9-6.2	5.4-5.9	5.2-5.8	6.9-7.3	6.2-6.9	5.3-6.3	5.2-6.0	5.2-6.0
前回 (12月)	7.0-7.1	6.3-6.6	5.8-6.1	5.3-5.8	5.2-5.8	7.0-7.1	6.2-6.7	5.5-6.2	5.0-6.0	5.2-6.0
今回 (3月)	-	6.1-6.3	5.6-5.9	5.2-5.6	5.2-5.6	-	6.0-6.5	5.4-5.9	5.1-5.8	5.2-6.0
PCEインフレ率 (%)										
前々回 (9月)	1.1-1.2	1.3-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	2.0	1.0-1.3	1.2-2.0	1.4-2.3	1.5-2.3	2.0
前回 (12月)	0.9-1.0	1.4-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0	0.9-1.2	1.3-1.8	1.4-2.3	1.6-2.2	2.0
今回 (3月)	-	1.5-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0	-	1.3-1.8	1.5-2.4	1.6-2.0	2.0
コアPCEインフレ率 (%)										
前々回 (9月)	1.2-1.3	1.5-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	-	1.2-1.4	1.4-2.0	1.6-2.3	1.7-2.3	-
前回 (12月)	1.1-1.2	1.4-1.6	1.6-2.0	1.8-2.0	-	1.1-1.2	1.3-1.8	1.5-2.3	1.6-2.2	-
今回 (3月)	-	1.4-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	-	-	1.3-1.8	1.5-2.4	1.6-2.0	-

(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

FF金利の予測は上方修正された(右図)。2015年末時点の最頻値は前回12月の0.75%から1.0%へ、2016年末については1.75%から2.0%へそれぞれ上方にシフトした。これまで利上げのペースは緩やかとしていたFOMCメンバーの予想が上方修正された形となっている。



早かったフォワードガイダンスの修正、時間軸は短期化方向と予想

今回FOMCでは、焦点となっていたゼロ金利政策に関するフォワードガイダンスが、これまでの数値基準から、より定性的なガイダンスへ修正された。

失業率がまだ閾値の6.5%を下回っていないことや、インフレ率の基準(2.0%)を昨年12月に追加して間もないこと、フィッシャー副議長の就任前でありコンセンサス形成に時間をかけるであろうこと、等から今回は修正しないとみていたが、より早いタイミングでの決定となった。失業率の低下が進み、閾値としての意義が薄れたことに加え、FRBが景気の回復力について自信を深めていることが背景とみられる。1月FOMCの議事要旨では、フォワードガイダンスの修正方法について多様な意見が出ていたことからすると、イエレン新議長の統率力が発揮されたと解釈できるかもしれない。

一方、声明文後段では、利上げ開始にあたってFF金利を長期的な適正值(中立水準)より低く維持することが正当化できるとしたほか(第6パラグラフ)、今回のフォワードガイダンスの修正はこれまでの政策意図の変更を意味しないとの文言が加えられたが(第7パラグラフ)、声明文における景気の基調判断や、総じて楽観的な経済予測、FF金利予測の上方修正等を踏まえると、今回の決定はタカ派的な印象が強い。イエレン議長の記者会見では、経済的理由によるパートタイム労働者の多さや、長期失業者の割合が高いことなど、労働市場の緩みが強調されたが、声明文はこの点にあまり触れていない。今回、フォワードガイダンスの修正



が合意されたものの、早めの利上げを主張する FOMC メンバーも存在するなか、修正意図がメンバーによって大きく異なる可能性もあながち否定できないだろう。

今後は、量的緩和の段階的縮小を継続しつつ、ゼロ金利政策については経済情勢を総合的に判断するということになるが、経済指標が改善に向かい、量的緩和の停止が視野に入ってくる年後半にかけては、来年の利上げが意識されやすい展開も予想される。今回決定が、量的緩和が終了した後の利上げプロセスも視野に入れた判断なのかどうかはやや不透明だが、時間軸効果が継続することで景気加速や株高が促進されるという度合いが今後低下する可能性もみておく必要があるだろう。

(岩岡聰樹)



FOMC 声明文

前回 (1月28・29日)	今回 (3月18・19日)
<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in December indicates that growth in economic activity picked up in recent quarters. Labor market indicators were mixed but on balance showed further improvement. The unemployment rate declined but remains elevated. Household spending and business fixed investment advanced more quickly in recent months, while the recovery in the housing sector slowed somewhat. Fiscal policy is restraining economic growth, although the extent of restraint is diminishing. Inflation has been running below 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 activity will expand at a moderate pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for the economy and the labor market as having become more nearly balanced. The Committee recognizes that inflation persistently below its 2 percent objective could pose risks to economic performance, and it is monitoring inflation developments carefully for evidence that inflation will move back toward its objective over the medium term.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 Taking into account the extent of federal fiscal retrenchment since the inception of its current asset purchase program, the Committee continues to see the improvement in economic activity and labor market conditions over that period as consistent with growing underlying strength in the broader economy. In light of the cumulative progress toward maximum employment and the improvement in the outlook for labor market conditions, the Committee decided to make a further measured reduction in the pace of its asset purchases. Beginning in February, the Committee will add to its holdings of agency mortgage-backed securities at a pace of \$30 billion per month rather than \$35 billion per month, and will add to its holdings of longer-term Treasury securities at a pace of \$35 billion per month rather than \$40 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. The Committee's sizable and still-increasing holdings of longer-term securities should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative, which in turn should promote a stronger economic recovery and help to ensure that inflation, over time, is at the rate most consistent with the Committee's dual mandate.</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in January indicates that growth in economic activity <u>slowed during the winter months, in part reflecting adverse weather conditions</u>. Labor market indicators were mixed but on balance showed further improvement. The unemployment rate, however, remains elevated. Household spending and business fixed investment continued to advance, <u>while the recovery in the housing sector remained slow</u>. Fiscal policy is restraining economic growth, although the extent of restraint is diminishing. Inflation has been running below 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 activity will expand at a moderate pace and <u>labor market conditions will continue to improve gradually</u>, moving toward those the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for the economy and the labor market as <u>nearly balanced</u>. The Committee recognizes that inflation persistently below its 2 percent objective could pose risks to economic performance, and it is monitoring inflation developments carefully for evidence that inflation will move back toward its objective over the medium term.</p> <p>金融政策／FF金利誘導目標 <u>The Committee currently judges that there is sufficient underlying strength in the broader economy to support ongoing improvement in labor market conditions</u>. In light of the cumulative progress toward maximum employment and the improvement in the outlook for labor market conditions since the inception of the current asset purchase program, the Committee decided to make a further measured reduction in the pace of its asset purchases. Beginning in April, the Committee will add to its holdings of agency mortgage-backed securities at a pace of <u>\$25 billion per month</u> rather than \$30 billion per month, and will add to its holdings of longer-term Treasury securities at a pace of <u>\$30 billion per month</u> rather than \$35 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. The Committee's sizable and still-increasing holdings of longer-term securities should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative, which in turn should promote a stronger economic recovery and help to ensure that inflation, over time, is at the rate most consistent with the Committee's dual mandate.</p>



The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months and 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. If incoming information broadly supports the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective, the Committee will likely reduce the pace of asset purchases in further measured steps at future meetings. However, asset purchases are not on a preset course, and the Committee's decisions about their pace will remain contingent on the Committee's outlook for the labor market and inflation as well as its assessment of the likely efficacy and costs of such purchases.

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the asset purchase program ends and the economic recovery strengthens. The Committee also reaffirmed its expectation that the current exceptionally low target range for the federal funds rate of 0 to 1/4 percent 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. The Committee continues to anticipate, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal. 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; Richard W. Fisher; Narayana Kocherlakota; Sandra Pianalto; Charles I. Plosser; Jerome H. Powell; Jeremy C. Stein; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen.

The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months and 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. If incoming information broadly supports the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective, the Committee will likely reduce the pace of asset purchases in further measured steps at future meetings. However, asset purchases are not on a preset course, and the Committee's decisions about their pace will remain contingent on the Committee's outlook for the labor market and inflation as well as its assessment of the likely efficacy and costs of such purchases.

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that a highly accommodative stance of monetary policy remains appropriate. In determining how long to maintain the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate, 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 continues to anticipate, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate for a considerable time after the asset purchase program ends, 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.

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.

With the unemployment rate nearing 6-1/2 percent, the Committee has updated its forward guidance. The change in the Committee's guidance does not indicate any change in the Committee's policy intentions as set forth in its recent statements.

投票結果

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Richard W. Fisher; Sandra Pianalto; Charles I. Plosser; Jerome H. Powell; Jeremy C. Stein; and Daniel K. Tarullo.

Voting against the action was Narayana Kocherlakota, who supported the sixth paragraph, but believed the fifth paragraph weakens the credibility of the Committee's commitment to return inflation to the 2 percent target from



	<u>below and fosters policy uncertainty that hinders economic activity.</u>
--	---

(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

<INDICATOR OF THE WEEK> 今冬の寒波の度合いは？

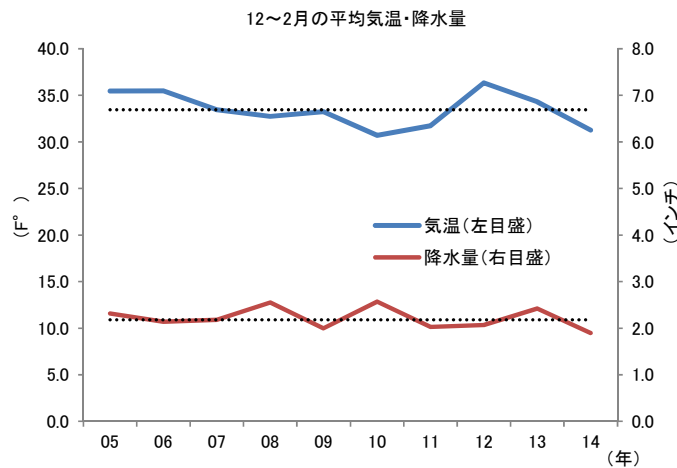
本日 FOMC の声明文でも、冬場の経済活動が一部悪天候の影響により減速したとされるなど、今冬は悪天候による経済への影響が注目されている。

先週発表された米国海洋大気庁のデータによると、昨年 12 月～今年 2 月にかけて全米の平均気温は華氏 31.3 度と（下図）、2000 年～2014 年の平均値同 33.4 度より低く、寒波の厳しさを示している。一方、ここ数年間で最も気温が低かった 2010 年の同 30.7 度に比べると若干だけ高い。また、降雪を含む降水量は、一部地域で重なった大雪にも関わらず、2005 年以降では最も小さくなっている（同図）。

因みに、地域別にみると、中部の気温が大幅に落ち込み、1979 年以來の寒波となったが、大雪に見舞われた東部、南部の気温は、それぞれ最も気温が低かった 2011 年・2010 年よりもやや高めとなっている。降水量についても、ここ数年と比較して極端に高い降水量を示した地域はなく、気温が大幅に低下した中部ではむしろ 2006 年以來の低水準となっている。

今冬の天候は、こうした気温及び降水量のデータから判断する限り、歴史的というよりは、2010 年～2011 年以來の厳しさという評価が妥当なようだ。2010 年～2011 年当時は、景気回復局面の初期段階で反動増的なモメンタムが強く、経済指標への影響は今回に比べて軽微だった。今年、一部地域を襲った豪雪・寒波による影響がこうした平均値では十分には把握できない点を踏まえる必要はあるが、気温・降水量のデータは、昨年末から足元にかけての経済指標の軟調さが、在庫調整や金利上昇など、天候要因によるものだけではないことを示唆しているように思われる。

（浦賢子）



(注) 前年の12月及び当該年の1月、2月の平均。
 点線は夫々の2001年以降の12月～2月の平均値。
 (資料) 米国海洋大気庁統計より三菱東京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.