



# 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

January 28, 2015

## <FOCUS>

### 1月FOMC～スタンスに大きな変化はうかがわれず

- 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、「金融政策の正常化を開始するまでには忍耐強くなれる」とし、前回声明文の文言を踏襲。但し、前回引用の形で残されていた前々回までの文言（「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維持することが適切」）は削除された。採決は全会一致。
- 今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が前回までの「緩やかに（moderate）拡大」から「堅調に（solid）拡大」へ上方修正された。物価については、サーベイでみる長期インフレ期待は安定している一方、金融市場から観察されるインフレ補償（期待）はここ数ヶ月に亘り“大幅に”低下したことが指摘されている。
- 今後の景気については「緩やかな（moderate）ペース」で拡大するとの見方が維持された。物価についても「短期的には一段の下落が予想される」との文言が追加されたものの、中期的には“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ている。
- ゼロ金利政策継続の判断については、引き続き、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。今回の声明文では、幅広く考慮する要素の一つとして「国際情勢」が追記された。
- 今回の声明文は、景気の現状判断が上方修正された一方、インフレ補償の大幅低下が指摘され、政策判断で考慮する要素へ「国際情勢」が追記されたことでバランスが取られており、FRBのスタンスに大きな変化はないとみうけられる。
- 労働市場における緩みが依然残存し、インフレ加速の懸念もさほど大きくなく、（未曾有の金融緩和策からの）出口政策の影響が不透明ななか、FRBは引き続き出口政策を焦らず慎重に行うこととなる。

## <FOCUS> 1月 FOMC～スタンスに大きな変化はうかがわれず

### 金融政策は現状維持、正常化を開始するまでには引き続き“忍耐強くなれる”

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、「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）」とし、前回声明文の文言を踏襲。但し、前回引用の形で残されていた前々回までの文言（「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」）は削除された。

採決は全会一致。前回（2014年12月）の会合で反対票を投じた3人の地区連銀総裁（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、プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁）は、投票メンバーの年次入れ替えにより2015年は投票権を持っていない（次頁第1表）。

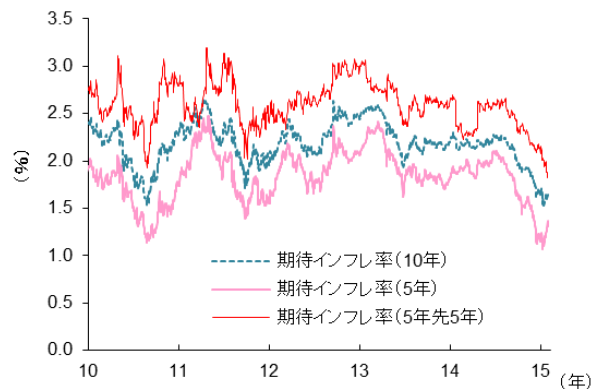
### 景気の現状判断を上方修正、物価は金融市場から観察されるインフレ補償の大幅低下を指摘

今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が前回までの「緩やかに（moderate）拡大」から「堅調に（solid）拡大」へ上方修正された。消費については引き続き緩やかに増加したとされ、「最近のエネルギー価格下落が家計の購買力を押し上げてきた」との文言が追加された。また、労働市場に関する判断では、雇用者数が「堅調に（solid）増加」から「力強く（strong）増加」へ上方修正されている。

物価については、主にエネルギー価格下落を反映して足元のインフレ率が政策目標を下回って一段と低下したと記された。また、サーベイでみる長期インフレ期待は安定している一方、金融市場から観察されるインフレ補償（期待）はここ数カ月に亘り“大幅に”低下したことが指摘されている。

実際、金融市場における期待インフレ率は、特にFRBの注目度が高いとみられる目先を含まない期間（5年先から5年間）で、足元でも低下傾向が続いている（第1図）。金融市場から観察されるインフレ補償低下の解釈については、前回会合に続いて今回も相応に議論されたとみられ、今後公表される議事録の内容が注目されよう<sup>1</sup>。

第1図：金融市場における期待インフレ率の推移



（注）『期待インフレ率（ブレイクイーブンインフレ率）』は、国債とインフレ連動債との利回り格差。

（資料）Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 金融市場から観察されるインフレ補償低下について、前回12月会合の議事録の内容は次の通り。向こう5年または5年先の5年の金融市場における期待インフレ率が低下している背景について、FOMC参加者は様々な可能性を議論した。「予想される将来的なインフレ率の低下」、「インフレリスクプレミアムの縮小」、「流動性の高まり」、「インフレ連動債に関わる証券やデリバティブの価格に影響を与えるプレミアムの変化」等が考えられる。モデルを利用した期待インフレ率の分解結果は、長期の期待インフレ率安定を示すサーベイ結果を支持。但し、これらの結果はモデルの前提によって大きく異なるため留意が必要。加えて、たとえ期待インフレ率の低下が「予想される将来的なインフレ率の低下」ではなく「インフレリスクプレミアムの縮小」を反映しているとしても、政策当局者は考慮する必要があるかもしれない。なぜなら、そのような結果は、一部投資家の「弱い経済活動と低いインフレ率」への懸念を反映している可能性がある。FOMC参加者はより時間をかけて議論し結論を導き出すことで合意。

## 景気見通しは不変、物価見通しは文言を調整

今後の景気については「緩やかな (moderate) ペース」で拡大するとの見方が維持された。物価についても「短期的には一段の下落が予想される」との文言が追加されたものの、中期的には“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ている。

## 金融政策の判断では、考慮する要素として「国際情勢」を追記

ゼロ金利政策継続の判断については、引き続き、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。今回の声明文では、幅広く考慮する要素の一つとして「国際情勢 (international developments)」が追記された。

## 引き続き緩やかな出口政策がメインシナリオ

今回の声明文は、景気の現状判断が上方修正された一方、インフレ補償の大幅低下が指摘され、政策判断で考慮する要素へ「国際情勢」が追記されたことでバランスが取られており、FRBのスタンスに大きな変化はないとみられる。

労働市場における緩みが依然残存し、インフレ加速の懸念もさほど大きくなく、(未曾有の金融緩和政策からの) 出口政策の影響が不透明ななか、FRBは引き続き出口政策を焦らず慎重に行うこととなる。

第1表：FOMCメンバーと政策スタンス

	【2014年】		【2015年】		【2016年】	
FOMC メンバー	イエレンFRB議長	中立	イエレンFRB議長	中立	イエレンFRB議長	中立
	フィッシャーFRB副議長	中立	フィッシャーFRB副議長	中立	フィッシャーFRB副議長	中立
	ブレイナードFRB理事	中立	ブレイナードFRB理事	中立	ブレイナードFRB理事	中立
	タルーロFRB理事	中立	タルーロFRB理事	中立	タルーロFRB理事	中立
	パウエルFRB理事	中立	パウエルFRB理事	中立	パウエルFRB理事	中立
	ラスキン理事 (2014年3月に退任済)		未定		未定	
	スタイン理事 (2014年5月に退任済)		未定		未定	
	ダッドリー・NY連銀総裁	中立	ダッドリー・NY連銀総裁	中立	ダッドリー・NY連銀総裁	中立
	マスター・クリーブランド連銀総裁	中立	エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト派	マスター・クリーブランド連銀総裁	中立
	ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	タカ派	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	タカ派	ローゼングレン・ボストン連銀総裁	ハト派
フィッシャー・ダラス連銀総裁	タカ派	ロックハート・アトランタ連銀総裁	中立	ブラード・セントルイス連銀総裁	タカ派寄り	
コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	ハト派	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	中立	ジョージ・カンザスシティ連銀総裁	タカ派寄り	
代替 メンバー	エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト派	マスター・クリーブランド連銀総裁	中立	エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト派
	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	タカ派	ローゼングレン・ボストン連銀総裁	ハト派	フィラデルフィア連銀総裁	
	ロックハート・アトランタ連銀総裁	中立	ブラード・セントルイス連銀総裁	タカ派寄り	フィッシャー・ダラス連銀総裁	タカ派
	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	中立	ジョージ・カンザスシティ連銀総裁	タカ派寄り	コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	ハト派
	カミング・NY連銀副総裁		カミング・NY連銀副総裁		カミング・NY連銀副総裁	
その他	ローゼングレン・ボストン連銀総裁	ハト派	ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	タカ派	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	タカ派
	ブラード・セントルイス連銀総裁	タカ派寄り	フィッシャー・ダラス連銀総裁	タカ派	ロックハート・アトランタ連銀総裁	中立
	ジョージ・カンザスシティ連銀総裁	タカ派寄り	コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	ハト派	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	中立

(注) 1. 本表での『政策スタンス』は、最近の発言・投票行動等をもとに、FOMC全体としての決定を『中立』として分類。  
 2. ブロッサー・フィラデルフィア連銀総裁は2015年3月1日で退任予定。コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁は2016年2月末で退任予定。  
 3. オバマ大統領は2015年1月6日に、アラン・ランドン元バンク・オブ・ハワイCEOをFRB理事に指名。  
 (資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)

FOMC 声明文

前回 (12月16・17日)	今回 (1月27・28日)
<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 further, 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, partly reflecting declines in energy prices. Market-based measures of inflation compensation have declined somewhat further; 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. 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.</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 developments. Based on its current assessment, the Committee judges that it can be patient in beginning to 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</p>	<p>景気・物価の現状判断 Information received since the Federal Open Market Committee met in December suggests that economic activity <u>has been expanding at a solid pace</u>. Labor market conditions have improved further, with <u>strong job gains</u> 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; <u>recent declines in energy prices have boosted household purchasing power</u>. Business fixed investment is advancing, while the recovery in the housing sector remains slow. Inflation has <u>declined</u> further below the Committee's longer-run objective, <u>largely</u> reflecting declines in energy prices. Market-based measures of inflation compensation have <u>declined substantially in recent months</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 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. <u>Inflation is anticipated to decline further in the near term</u>, but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent <u>over the medium term</u> 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.</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 <u>international developments</u>. Based on its current assessment, the Committee judges that it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy.</p> <p style="text-align: right;">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</p>





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.

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; 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、宜しくご申し上げます。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.