



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

A member of MUFG, a global financial group

March 18, 2015

<FOCUS>

3月FOMC～フォワード・ガイダンスを修正し政策運営の柔軟性を確保

- 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。フォワード・ガイダンス（政策指針）について、「金融政策の正常化を開始するまでには忍耐強くなれる」との文言を削除した。
- 「これまで述べてきた通り次回4月会合での利上げは見込んでいない」とした上で、「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」との文言を追加した。6月会合以降の利上げを排除せず、政策運営の柔軟性を確保した形だ。
- 今回の声明文における景気の現状判断では、総括部分が前回の「堅調に拡大」から「経済成長は幾分緩やか」に下方修正。ドル高による輸出の減速が懸念されるなか「輸出の拡大ペースが弱め」との文言が新たに追加された。今後の景気については、「緩やかなペースで拡大する」との見方が維持された。
- 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、16年、17年にわたり下方修正された。失業率については、2015年、16年、17年、中長期の全てにわたり改善方向へ修正されている。
- FOMC参加者によるFF金利見通しについては、前回12月時点の見通しから大きく下方修正された。FF金利見通しの中央値は、2015年末時点が0.625%となり前回12月から0.5%ポイント低下。1回の利上げ幅を0.25%とすれば、年内2回の利上げ実施を示している。
- FOMC参加者によるFF金利見通しが下方修正された背景について、イエレン議長は記者会見で、参加者毎に異なるとした上で「中長期の失業率予測の下方修正」を指摘。失業率が一段と低下するなかでも、賃金上昇率が緩やかに止まる状況を受け、「労働市場の供給余力・スラック（緩み）は従来の想定よりも大きい」と判断した参加者が多かったとみられる。
- 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小さくなく、（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は引き続き利上げを含めた出口戦略を慎重に行うこととなろう。

<FOCUS> 3月 FOMC～フォワード・ガイダンスを修正し政策運営の柔軟性を確保

「忍耐強くなれる」とのフォワード・ガイダンスを削除

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）。今後の金融政策に関するフォワード・ガイダンス（政策指針）について、「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）」との文言を削除した。「これまで述べてきた通り次回4月会合での利上げは見込んでいない」とした上で、「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」との文言を追加した。6月会合以降の利上げを排除せず、政策運営の柔軟性を確保した形だ。一方で、経済予測は下方修正され、FF金利見通しも引き下げられた。採決は前回に続き全会一致であった。

声明文では、景気の現状判断を下方修正、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、総括部分が前回の「堅調に（solid）拡大」から「経済成長は幾分緩やか（moderated somewhat）」に下方修正。ドル高による輸出の減速が懸念されるなか「輸出の拡大ペースが弱め」との文言が新たに追加された。物価部分では、金融市場から観察されるインフレ補償（期待）が、前回の「大幅に低下」から「低いまま」に変更された。

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。短期的な物価見通しは、「インフレ率の一段の低下が見込まれる」から「インフレ率は最近の低い水準に止まる」に変更。中期的な物価については、“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。

FOMC 参加者の経済予測は下方修正

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、16年、17年にわたり下方修正された（第1表）。

失業率（U-3ベース）については、2015年、16年、17年、中長期の全てにわたり改善方向へ修正されている。2015年末の失業率予測の中心傾向は5.0～5.2%となっており、中長期の予測（5.0%～5.2%）と一致している。

インフレ率についてはPCE総合指数、コア指数ともに2015年を中心に下方修正されたが、徐々に目標の2%に収斂していく見通しは維持された。

第1表：FOMCによる経済予測

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

（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 金利見通しは大幅に下方修正

FOMC 参加者による FF 金利見通しについては、前回 12 月時点の見通しから大きく下方修正された（第 1 図）。

FF 金利見通しの中央値は、2015 年末時点が 0.625% となり前回 12 月から 0.5% ポイント低下。1 回の利上げ幅を 0.25% とすれば、年内 2 回の利上げ実施を示している。2016 年末時点は 1.875% となり、前回から 0.625% ポイント低下。2017 年末時点も 3.125% となり、前回から 0.5% ポイント低下している。なお、（中立水準と捉えられる）中長期の FF 金利は 3.75% で前回より不変となっている。



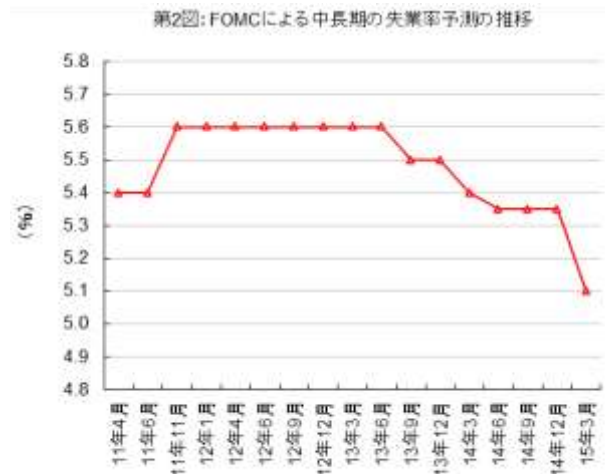
(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

引き続き“緩やかな”出口政策がメインシナリオ

FOMC 参加者による FF 金利見通しが下方修正された背景について、イエレン議長は記者会見で、参加者毎に異なるとした上で「中長期の失業率予測の下方修正」を指摘（第 2 図）。失業率が一段と低下・改善するなかでも、賃金上昇率が緩やかに止まる状況を受け、労働市場の供給余力・スラック（緩み）は、従来の想定よりも大きいと判断した参加者が多かったとみられる。

今回の声明文では今後の利上げについて、「労働市場の一段の改善」と「インフレ率が 2% へ戻るとの“合理的確信”」が必要とされた。“合理的確信”について、イエレン議長は幅広い経済指標等を確認して総合的に判断するとしつつも、「労働市場の改善（賃金上昇の加速等）」を強調。インフレ期待の低下に歯止めがかかりつつあるなか、利上げ判断における雇用・賃金動向の重要性が一段と増しつつあるようだ。

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 は引き続き利上げを含めた出口戦略を慎重に行うこととなる。



(注) 中心傾向として示されている上下限の中間値。
(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 (1月27・28日)	今回 (3月17・18日)
<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 has been expanding at a solid pace. Labor market conditions have improved further, with strong 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; recent declines in energy prices have boosted household purchasing power. Business fixed investment is advancing, while the recovery in the housing sector remains slow. Inflation has declined further below the Committee's longer-run objective, largely reflecting declines in energy prices. Market-based measures of inflation compensation have declined substantially in recent months; 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 decline further 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 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 international developments. Based on its current assessment, the Committee judges that it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy. 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.</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 January suggests that <u>economic growth has moderated somewhat</u>. Labor market conditions have improved further, with strong job gains and a lower unemployment rate. A range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources continues to diminish. Household spending is rising moderately; declines in energy prices have boosted household purchasing power. Business fixed investment is advancing, while the recovery in the housing sector remains slow and <u>export growth has weakened</u>. Inflation has declined further below the Committee's longer-run objective, largely reflecting declines in energy prices. Market-based measures of inflation compensation <u>remain low</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. Inflation is anticipated to <u>remain near its recent low level</u> 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 energy price declines 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 international developments. <u>Consistent with its previous statement, the Committee judges that an increase in the target range for the federal funds rate remains unlikely at the April FOMC meeting. 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. This change in the forward guidance does not indicate that the Committee has decided on the timing of the initial increase in the target range.</u></p> <p>The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency</p>



<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.</p> <p>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.</p> <p>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.</p>	<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.</p> <p>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.</p> <p>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.</p>
--	--

(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.