

Economic Monitor

QE2 が前提とする FOMC の経済見通しは市場コンセンサス並み

QE2 実施の前提となった FOMC 参加者の経済見通しは、概ね市場予想並みであり、QE2 の行方は市場予想からの景気上振れ・下振れにより占うことが可能と言える。また、Fed は、物価水準目標も含めた QE2 以外の金融政策オプションに関して、幅広い議論を行うも、採用には至らず。

11 月 23 日に、QE2 (Quantitative Easing 2nd、量的緩和第二弾) の実施を決定した 11 月 2～3 日の FOMC の議事要旨が公表された。今回の議事要旨には、QE2 の議論に加え、金融政策に関する様々な 이슈に関する議論も含まれている。また、QE2 実施の前提となった FOMC 参加者の成長率、失業率及びインフレ率の 2013 年までの見通し及び長期見通しも示された。

物価水準ターゲットや期間金利目標は不採用

今回の議事要旨で新たに明らかとなったのは、①物価水準ターゲットや②コミュニケーション方法、③QE2 による債券購入方法、④期間金利（長期金利）目標について 10 月 15 日にビデオ・カンファレンスが開催されていたことである。今回のビデオ・カンファレンスは政策決定を伴うものではなかったが、QE2 実施の背景や今後の金融政策運営についての手掛かりを得ることができる。まず、①物価水準ターゲットについては、費用と便益が吟味された後に、四半期に一度の経済見通し公表で十分な情報提供が為されているとの結論に至っている。従って、近い将来に物価水準ターゲットが金融政策として採用される可能性は低い。②コミュニケーション方法については、現在の FOMC 公表文に替えて、ECB や日本銀行が行っている中央銀行総裁（Fed ではバーナンキ議長）による記者会見の是非が検討対象とされた。③QE2 による債券購入については、頻度と規模の組み合わせが議論された。金融危機時と異なり現在は経済データに応じた小刻みな調整が効果的との結論に至り、これは QE2 に反映されている。④期間金利目標については、長期金利低下のメリットが言及されつつも、その達成のため Fed が望まない大規模な債券購入へ追い込まれるリスクが指摘されている。②と④については、明確な結論は示されておらず、今後の政策に採用される可能性が全くないわけではない。しかし、デメリットも大きいと恐らくは採用されないだろう。

QE2 を巡る意見対立は解消せず

一方、QE2 の実施に関しての議論において目新しい物はなく、最後までタカ派と主流派（及びハト派）の溝は埋まらなかった模様である。FOMC 参加者の意見対立が鮮明なのは、①構造的失業率と②インフレリスク、③QE2 の効果に関する点である。こうした議論については、過去のレポート¹で検討済のため詳細は省くが、簡単に言えばタカ派は、構造的失業率が大幅に上昇しているため、金融政策による更なる景気刺激は望ましくないインフレ昂進を招きかねないとの主張を展開している。しかし、構造的失業率が上昇したとしても景気循環的な部分（需要拡大で低下させられる部分）は相当に残存しており、また米国経済が当面直面するのはデフレーションやデフレのリスクであるとの論者が大勢を占めた模様である。なお、デフレについて FOMC 参加者はリスクやそれが生じたときの悪影響の大きさを認識しつつも、生じる可能性は小さいと判断している（meeting participants generally saw only small odds of deflation）。

¹ 10 月 20 日付「[米国経済情報 2010 年 10 月号](#)」などを参照。

QE2 実施前提の成長率は市場予想から大きく外れず

QE2 の先行きを占う上で注目されたのが、FOMC参加者による今後の経済見通しである。上下各 3 名を除いた中心傾向値で見ると、2011 年は成長率見通しが 3.0～3.6%（6 月見通し 3.5～4.2%）、失業率見通しは 8.9～9.1%（同 8.3～8.7%）といずれも景気悪化方向へ修正されている（成長率は下方修正、失業率は上方修正）。FOMC見通しは成長率が各年の最終四半期比較、失業率は最終四半期平均であり注意を要する。2010 年 10～12 月期以降の成長ペースが均等だと仮定し、暦年平均ペースに換算すると 2.8～3.3%となる²。これは市場コンセンサスより若干強めだが大きくは異ならない。6 月見通しが市場コンセンサスをはるかに上回っていたことに比べれば、今回のFOMC見通しは市場予想並みと判断できる範囲の相違である。2012 年の成長率見通しに大きな変更はなく、2013 年も 2012 年と同程度の成長が見込まれている。一方、インフレ率つまりコアPCEデフレーターの 2011 年見通し（成長率と同じく最終四半期比較）は 0.9～1.6%（6 月見通し 0.9～1.3%）へ上方修正された。成長率や失業率見通しの景気悪化方向への修正の下でのインフレ率見通しの上方修正は、QE2 実施などによる追加金融緩和の影響を大きく織り込んだためと考えられる（但し、2011 年予想の最頻値は 6 月見通しの 1.1～1.2%から 11 月見通しでは 0.9～1.0%へ若干低下）。なお、2012 年のインフレ率見通しは 1.0～1.6%と、今回示された長期見通しの 1.6～2.0%を上回っておらず、金融緩和によってインフレが大幅に加速するとFedが見込んでいるわけではない。

今回の見通しが注目されたのは、これが QE2 による来年 6 月末までの 6,000 億ドルに及ぶ国債購入の前提だからである。先行きの見通しが、ここから大きく下振れすれば QE2 の延長や増額が視野に入り、逆に上振れすれば QE2 の早期終了や縮小が検討されることになる。前述のように、今回の見通しは市場の見方から大きく乖離するものではないため、今後は通常の景況感の上振れ・下振れを基に QE2 の行方を占えば十分と言える。

失業率の長期予想の上方修正は僅か

FOMC参加者による経済見通しの隠れた焦点は、Fedのデュアルマンドに適うと見做される長期見通しである。成長率は 2.5～2.8%と前回から不変、インフレ率も 1.6～2.0%（1.7～2.0%）とほとんど変わらなかったが、失業率のみ 6

月の 5.0～5.3%から 11 月は 5.0～6.0%へ若干上方修正された。この上方修正には、前述した構造的失業率の議論が影響したと考えられるが、現在の 9%台半ばの水
準からは依然として 3%超
の低下余地³があるため、追
加金融緩和が不要との結論
には至らない。

FOMC参加者の11月見通し

(%)	2010	2011	2012	2013	Longer run
成長率	2.4 ～ 2.5	3.0 ～ 3.6	3.6 ～ 4.5	3.5 ～ 4.6	2.5 ～ 2.8
6月見通し	3.0 ～ 3.5	3.5 ～ 4.2	3.5 ～ 4.5	-	2.5 ～ 2.8
失業率	9.5 ～ 9.7	8.9 ～ 9.1	7.7 ～ 8.2	6.9 ～ 7.4	5.0 ～ 6.0
6月見通し	9.2 ～ 9.5	8.3 ～ 8.7	7.1 ～ 7.5	-	5.0 ～ 5.3
PCEデフレーター	1.2 ～ 1.4	1.1 ～ 1.7	1.1 ～ 1.8	1.2 ～ 2.0	1.6 ～ 2.0
6月見通し	1.0 ～ 1.1	1.1 ～ 1.6	1.0 ～ 1.7	-	1.7 ～ 2.0
コアPCEデフレーター	1.0 ～ 1.1	0.9 ～ 1.6	1.0 ～ 1.6	1.1 ～ 2.0	
6月見通し	0.8 ～ 1.0	0.9 ～ 1.3	1.0 ～ 1.5	-	

(出所) Fed

(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比。失業率は最終四半期。

² 2011 年前半が低め、後半に加速とすれば、2011 年暦年平均の成長率は試算より低めとなる。なお、FOMC 見通しと平仄を揃えるため、試算は 11 月 23 日発表の GDP 統計 2 次推計ではなく、10 月 29 日発表の 1 次推計に基づいて行った。

³ 全員のレンジは 5.0～6.3%であり、中心傾向値より僅かに高いが、議論は変わらない。予想分布を見ると、最頻値が 6 月時点の 5.0～5.1%から 11 月は 5.2～5.3%へ移り、6.0%超を見込む参加者が 6 月の 2 名から 4 名に増えていることが分かる。