

# Economic Monitor

## QE2 は完遂へ（1月のFOMC議事要旨）

FOMC参加者は1月のFOMCにて2011年の成長率予想を上方修正。しかし、デュアル・マンドートに關係する失業率やインフレ率の予想は大きく変わらないため、金融政策変更には繋がらず。QE2は予定通り完遂される可能性が高い。

FOMC参加者が2011年の経済見通しを上方修正した。昨日公表された1月25～26日開催のFOMC議事要旨の中で、2011年の成長率予想が11月時点の3.0～3.6%が3.4～3.9%へ引き上げられている（上下3名を除いた中心傾向値、最終四半期比）。定性的にも「成長率とインフレ予想の下振れリスク、及びデフレの可能性が減退したことに参加者は概ね同意した（[P]articipants generally agreed that the downside risks to their forecasts of both economic growth and inflation--as well as the odds of a period of deflation--had diminished）」と記載されている。但し、Fedのデュアル・マンドートに直接關係する部分では、失業率（8.9～9.1% 8.8～9.0%）が微修正に留まり、コアPCEデフレーター（0.9～1.6% 1.0～1.3%）は下限が引き上げられた一方で、上限も引き下げられ、上方修正とは言い難い。また2012年以降の修正は成長率、失業率、インフレ率のいずれについても、極々僅かである。総合すれば、デフレなどの極端な下振れリスクは後退し、短期的な先行きについてFOMC参加者は幾分自信を深めているものの、金融政策の変更には繋がるほどの大幅な変更ではないと判断できる。

今回の議事要旨においては、経済見通し以外に、いくつかの注目点がある。

第一は、QE2についてである。結論を先に言えば、QE2は完遂される可能性が引き続き高い。QE2について、タカ派と見られる数名（a few members）が効果に疑問を呈しつつも、1月FOMC段階でのプログラム修正は適当ではないと結論している（故に反対票は投じられていない）。先行きについては、タカ派が「十分な景気回復の強まりを示すデータが追加されれば、購入ペースの鈍化や購入総額の減額などプログラムの変更を検討すべき」と主張する一方で、ハト派は「6月のQE2終了までにプログラム変更には繋がる程のデータは揃わない」と真っ向から反論している。早期終了が長期金利の上昇などを招くリスクや、バーナンキ議長のハト派寄りのスタンスを考えれば、QE2早期終了の可能性は低いだろう。

### FOMC参加者の11月見通し

(%)	2011	2012	2013	Longer run
成長率	3.4 ~ 3.9	3.5 ~ 4.4	3.7 ~ 4.6	2.5 ~ 2.8
11月見通し	3.0 ~ 3.6	3.6 ~ 4.5	3.5 ~ 4.6	2.5 ~ 2.8
失業率	8.8 ~ 9.0	7.6 ~ 8.1	6.8 ~ 7.2	5.0 ~ 6.0
11月見通し	8.9 ~ 9.1	7.7 ~ 8.2	6.9 ~ 7.4	5.0 ~ 6.0
PCEデフレーター	1.3 ~ 1.7	1.0 ~ 1.9	1.2 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0
11月見通し	1.1 ~ 1.7	1.1 ~ 1.8	1.2 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0
コアPCEデフレーター	1.0 ~ 1.3	1.0 ~ 1.5	1.1 ~ 2.0	-
11月見通し	0.9 ~ 1.6	1.0 ~ 1.6	1.1 ~ 2.0	-

1月の公表文ではQE2の購入ペースを示す「750億ドル/月のペースで」と

（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。

の文言が削られ、毎月の購入額を減額するのではとの思惑が生まれた。しかし、今回の議事要旨において NY 連銀のオペレーション担当者が QE2 ペース完遂のためには「800 億ドル/月」の購入が必要と指摘しており、実際は技術的な観点から購入ペースが加速するが故に、言及を避けたものだった模様である。

第二はインフレに関する認識である。経済に大量のスラックが残るためにインフレ率が高まりにくいという基本的見解は維持されており<sup>1</sup>、それはコア PCE デフレーター伸び率の見通しが大きく変わらないことから確認できる。寧ろ、注目はコアではなく、PCE デフレーターの予想がほとんど変わらなかったことであろう。2011 年は 1.3~1.7% (11 月 1.1~1.7%)、2012 年も 1.0~1.9% (1.1~1.8%) と 11 月見通しからほとんど変わらず、商品価格上昇が懸念される下でもインフレ率は安定的な推移が続くとの見解が示された。FOMC 参加者は 商品価格が消費者段階の全体的な価格上昇に繋がる割合 (パススルー) は米国経済に置いて極めて小さい<sup>2</sup>と判断している。商品価格上昇が、金融政策の変更に繋がる可能性は低い。

第三は、QE2 導入の際にも重要なポイントになった「構造的失業率」に関する議論である。1 月 25~26 日の FOMC では別途時間を割いて、構造的失業率に関する検討が行われた。検討に用いられたスタッフ・エコノミストの資料や議論の詳細は現段階で不明だが<sup>3</sup>、議事要旨を見る限りは①構造的失業率は上昇したが現実の失業率の上昇ほどではない、②構造的失業率の上昇に作用した要因はやがて減退する、との 2 点で概ね合意が得られた模様である。但し、「構造的失業率の上昇に繋がる労働市場のミスマッチや雇用慣行に金融政策は有効ではない」というタカ派的意見と、「現時点では未だ金融政策が失業率低下に重要な役割を果たすことができる」とのハト派的意見が並記されており、対立は終息していない。

第四は、景気の先行きに関する見解の相違である。昨年 10~12 月期の高めの成長に関しては、純輸出などボラタイルな要因が作用したため一時的なものに留まるリスクが、FOMC 参加者の間で概ね共有されている。大きな意見の相違が見られるのは、個人消費についてである。10~12 月期の個人消費の高い伸びが持続するか否かについては、一時的であり持続不可能とする見方と、持続するとの見方が鋭く対立したままであり、そうした対立が 1 月 FOMC の公表文における「(個人消費の) 拡大ペースは昨年末に加速した」という事実確認のみの記載に繋がったものと考えられる。なお、1 月の小売業販売は増加基調を維持したが、10~12 月期からは幾分減速した。

<sup>1</sup> 但し、数名の参加者 (おそらくタカ派) が成長率実績や見通しの上昇がインフレ圧力を測る上で有用との見解を示し、今後のインフレ圧力の高まりに警鐘を鳴らしている。

<sup>2</sup> “[T]he pass-through from increases in commodity prices to broad measures of consumer price inflation in the United States had generally been fairly small” Minutes of FOMC Jan 25-26, 2011

<sup>3</sup> 5 年後に公開される議事録 (Transcript) で明らかになる。