

# Economic Monitor

## 商品市況への警戒を強調も引き締めは急がず（3月 FOMC）

景気認識とインフレ認識を共に上方修正。商品市況への警戒を強調も、商品価格上昇によるインフレ率上昇は「一時的」との判断は不変。QE2 に関する記載に変更はなく、6月までの完遂を改めて確認。QE2 後への示唆はないが、言及されていない不安材料の存在も踏まえれば、Fed が金融引き締めへの転換を急ぐとは考えられず、当面は膨らんだバランスシートを維持。

3月15日に2011年2回目のFOMCが開催され、Fedは現行政策を維持した。つまり、1)政策金利であるFF金利の誘導目標0~0.25%、2)6月までに総額6,000億ドルの国債買入、3)時間軸文言「長期に渡ってFF金利の異例な低水準を正当化(to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period)」のいずれにも変更はない。なお、1月に続き反対票はなく、決定は全会一致である。

### 景気判断を上方修正

FOMC後に公表されるステートメントは景気・物価認識を示す前段と、金融政策決定に関する後段に分かれる。上述の通り、政策決定に変更はないため、後段は1月から概ね不変である。一方、前段には大きな変更が見られる。第一に、景気認識が1月までの「景気回復は継続している」から「景気回復の足取りは一段としっかりしてきた(on a firmer footing)」へ明確に上方修正された。しかも、1月までは景気回復の度合いについて「労働市場の著しい改善には不十分であるが」と補足され、雇用環境についてネガティブなトーンが強調されていたが、3月は「労働市場全体の状況に緩やかな改善がみられる(overall conditions in the labor market appear to be improving gradually)」と前向きの評価へ切り替わっている。また、個人消費についても、1月まで付記されていた「高水準の失業や緩慢な所得回復、住宅資産の価値低下、厳しい金融環境によって(個人消費は)引き続き抑制されている」との留保文言が削除された上で、判断を1月の「拡大ペースは昨年末に加速した」から3月は「拡大が継続している(continue to expand)」へ一歩前進させている。

### 警戒を強調も、商品価格上昇の影響は一時的との判断を維持

第二に、インフレに関しては、デフレ及びディスインフレ・リスクに対する警戒の明確な後退が示される一方、商品価格上昇に対する配慮が記された。まず、「インフレの基調的な動き(measures of underlying inflation)」に関する認識が1月までの「引き続き低下傾向にある(have been trending downward)」から、3月は「引き続き抑制されている(have been subdued)」へ引き上げられた。

加えて、3月は、インフレ懸念を強める議会への配慮や中東情勢の急変を受けて、商品市況上昇に対する警戒感が強調されている。すなわち、商品価格が「昨夏以来、顕著に上昇(have risen significantly)」したのみならず、かつ中東情勢の混乱を受けた「世界全体の原油供給に対する不安(concerns about global supplies of crude oil)」を背景に、「原油価格が最近数週間で急上昇(a sharp run-up in oil prices in recent weeks)」したと記述された。その上で、最近のエネルギーやその他の商品価格上昇が「インフレ率に上昇圧力(putting upward pressure on inflation)」を及ぼしているとの情勢認識を示し「FOMCはインフレ率およびインフレ期待の変化を注視する([The committee] will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations)」と結論付けている。但し、商品価格上昇のインフレ率への影響が

「一時的 (transitory)」との認識は、3月初めのバーナンキ議長の議会証言から変わっておらず、商品価格上昇を注意深く観察し、かつインフレ昂進に対する警戒も怠りはないものの、それが政策変更 (金融引き締め) へ直結するとのニュアンスではない。

## QE2 完遂を確認の一方、QE2 後に関する示唆はなし

こうした現状認識を反映し、雇用とインフレのデュアルマニデートに照らした判断も、若干引き上げられた。まず、失業率 (雇用) に関する判断は1月の「高水準にある (is elevated)」から3月は「未だ高水準にある (remains elevated)」へ微妙に上方修正されている。また、インフレに関する判断は「幾分低い状態が続いている (continue to be somewhat low)」との基調判断は維持されたが、1月にあった「(物価安定に合う高稼働率への復帰が) 失望するほどに緩慢 (has been disappointingly slow)」との記載は

## FOMCステートメントにおける変更点

		1月	2月
景気判断		the economic recovery is continuing, though at a rate that has been insufficient to bring about a significant improvement in labor market conditions. 労働市場の著しい改善には不十分であるが、景気回復は継続している。	the economic recovery is on a firmer footing, and overall conditions in the labor market appear to be improving gradually. 景気回復の足取りは一段としっかりし、労働市場全体の状況に緩やかな改善がみられる。
個人消費		Growth in household spending picked up late last year, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. 家計支出の拡大ペースは昨年末に加速したものの、高水準の失業や緩慢な所得回復、住宅資産の価値低下、厳しい金融環境によって引き続き抑制されている。	Household spending and business investment in equipment and software continue to expand. 家計支出と企業による機器及びソフトウェア投資は拡大が続いている。
インフレ		Although commodity prices have risen, longer-term inflation expectations have remained stable, and measures of underlying inflation have been trending downward. 商品価格は上昇したものの、長期インフレ期待は引き続き安定しており、インフレの基調的な動きは引き続き低下傾向にある。	Commodity prices have risen significantly since the summer, and concerns about global supplies of crude oil have contributed to a sharp run-up in oil prices in recent weeks. Nonetheless, longer-term inflation expectations have remained stable, and measures of underlying inflation have been subdued. 商品価格は昨夏以来、顕著に上昇し、加えて世界全体の原油供給に対する不安を背景に、最近数週間で原油価格は急上昇した。しかし、長期インフレ期待は引き続き安定しており、インフレの基調的な動きは抑制されている。
対比	マンデート	the unemployment rate is elevated, 高水準にある	the unemployment rate remains elevated 未だ高水準にある
	物価	measures of underlying inflation are somewhat low 幾分低い水準にある	measures of underlying inflation continue to be somewhat low 引き続き幾分低い水準にある
インフレ見通し		Although the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, progress toward its objectives has been disappointingly slow. 物価安定に関連して資源の利用が徐々に高水準に戻ると予想しているが、目標に向けた復帰ペースは失望するほどに緩慢。	The recent increases in the prices of energy and other commodities are currently putting upward pressure on inflation. The Committee expects these effects to be transitory, but it will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations. The Committee continues to anticipate a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability. 最近のエネルギー、その他の商品相場の上昇は現在、インフレ率に上昇圧力を及ぼしている。FOMCはこうした影響は一時的と考えているが、インフレおよびインフレ期待の変化を注視していく。FOMCは今後も引き続き、物価が安定した状況の下で、資源利用が段階的に一段と高い水準に戻ると予想している。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

消去されている。つまり、今回の FOMC では、米国経済が景気（特に雇用と消費）及びインフレの両面において、デュアルマンドートにおいて求められる状態へ一歩近づいたとの認識が示されたと判断できる。

こうした認識の上方修正に加え、QE2（Quantitative Easing 2<sup>nd</sup>、量的緩和第二弾）に関する記載に全く変化がないことも踏まえれば、QE2 は予定通り 6 月まで行われることがほぼ確定し、かつ QE2 の延長や追加緩和措置（QE3 など）が講じられる可能性は極めて低いと考えられる。

問題は QE2 後となる。注目されるのは三点、QE2 で膨らんだバランスシート圧縮が開始される時期、バランスシート圧縮のスピード、利上げ時期である。現段階で当社は、バランスシート圧縮は来年前半から始まるが、当初は MBS 償還分の買入停止などの消極的な措置に留め、圧縮を加速させるのは来年半ばからとなり、そうした措置が軌道に乗ったのを確認した上で政策金利の引き上げが行われるのは夏以降、とメインシナリオにおいて予想している。今回のステートメントで直接言及されなかった不安材料、つまり a)日本の大地震の影響、b)欧州の財政不安、c)ガソリン価格上昇による個人消費の悪影響などが存在することも踏まえれば、Fed が拙速に金融緩和度合いの縮小（金融引き締め方向への変換）を進めるとは考えにくい。