

Economic Monitor

波乱なく無難、かつハト派的（4月FOMC）

FOMCではQE2の6月終了と当面の証券保有残高維持を確認。FOMC参加者による景気見通しは成長率が下方修正、インフレ率は上方修正。但し、コアインフレ見通しは低位に維持され、かつ足元のインフレ上昇が一時的との認識は不変。バーナンキ議長の記者会見も無難に終了。

4月26～27日に2011年3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。後述するようにステートメントにおける若干の文言変更によってQE2完遂が明言され、かつ当面の証券保有残高維持も示唆された。3月に続き反対票はなく、決定は全会一致である。FOMCステートメントの公表後には、初めてバーナンキ議長による定期記者会見が開催されたが波乱はなかった。なお、従来はFOMCから3週間後公表の議事要旨と同時に公開されていたFOMC参加者による経済見通しが、概要だけではあるがバーナンキ議長の記者会見と同時刻にホームページへ掲載されている。

1)QE2完遂と当面の証券保有継続を確認

4月のFOMCステートメントでは、QE2による国債買入の6月末（the end of the current quarter）での予定通りの終了（完遂）と当面の保有証券残高維持が確認された。入手した情報に照らし合わせた定期的な見直しの対象が、3月までは「証券買入ペース及び資産買入プログラムの規模」であったが、今回は「保有証券の規模と構成（the size and composition of its securities holdings）」に変更されている。これはQE2による国債買入プログラムを変更する意図がなく（完遂を確認）¹、かつ保有証券残高（及び構成）を当面維持するが景気及びインフレ動向に応じて圧縮していくことの表明である。「定期的に見直し」との表現は残高圧縮計画の存在を示唆しているように見える。しかし、国債買入及び保有が金利政策の延長線上にあり、毎回のFOMCで見直しの対象になるとの従来からの見解を確認したに過ぎない。具体的なスケジュールが示されていないことは、証券保有残高の圧縮を近い将来において意図していないことを意味する（もちろん検討は行われ、議論は多々あるだろう）。

Fedは金融緩和効果がフローの証券購入ではなく、購入した証券の保有残高に依拠するとの見解（Stock View）に立脚しており、証券保有残高が変わらない限り金融緩和は継続するとの認識である²。その保有残高を左右する満期証券の再投資について、バーナンキ議長は金融引き締めにおける初期動作が「満期証券の再投資停止」になると明言し³、利上げに先行して保有証券残高の受動的な圧縮を行うことを示唆した。但し、リバースレポなどによる能動的な圧縮が、利上げに先行するか否かまでは触れず、満期証券の範囲も限定してはいない。MBSのみの再投資停止となるのか国債も含めた再投資停止となるのかは明らか

¹ こうした認識は、記者会見におけるバーナンキ議長の「第二四半期末で買入プログラムを完了する予定（We are going to complete the program at the end of the second quarter）」とのコメントによっても確認される。

² “The amount of monetary policy easing should remain constant going forward from June.” Bernanke, Apr 27, 2011

³ “it’s very likely that an early step would be to stop reinvesting all or part of the securities which are maturing.”, “That step, though a relatively modest step, does constitute a policy tightening” Bernanke, Apr 27, 2011

ではない。そうした具体的な内容を示すような時期ではないということだろう。

前回3月のFOMCでは景気認識が上方修正されたが、4月は1~3月期の成長ペース鈍化もあって、景気認識は若干慎重なトーンに改められた（3月：景気回復の足取りは一段としっかり 4月：景気回復は緩やかなペースで継続）。これは、後述するFOMC参加者の景気見通しの修正にも影響しているが、定性的に大きな変更ではない。寧ろ、4月の情勢判断でニュアンスの修正が図られたのはインフレに関する部分である。最近のヘッドラインCPI上昇を受け「インフレはここ数カ月で加速」との表現が追加された。また、インフレの基調的な動きについても「抑制されている（subdued）」との判断は不変だが、「依然として（still）」との文言が加えられている。こうした変更はFOMC参加者がインフレ警戒を強めており、インフレに関する認識の変化が生じれば、金融政策変更（つまりは引き締め）に繋がるとの示唆と解釈できる。足元のインフレ率上昇が「一時的（transitory）」との判断に変更がないことは、後述するインフレ見通しからも確認できるが、その一方でインフレに対する警戒度合いは着実に高まっている。

FOMCステートメントにおける変更点

	3月	4月
景気判断	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。	the economic recovery is proceeding at a moderate pace and overall conditions in the labor market are improving gradually. 景気回復は緩やかなペースで継続し、労働市場全体の状況は徐々に改善している。
インフレ	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。	Commodity prices have risen significantly since last summer, and concerns about global supplies of crude oil have contributed to a further increase in oil prices since the Committee met in March. Inflation has picked up in recent months, but longer-term inflation expectations have remained stable and measures of underlying inflation are still 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、3月のFOMC以降、原油価格は更に上昇した。 インフレはここ数カ月加速したものの、長期的なインフレ期待は引き続き安定しており、基調インフレを示す指標は依然として抑制されている。
QE2	The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information and will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability. FOMCは、証券買入ペース及び資産買入プログラム全体の規模を、入手した情報に照らし合わせて定期的に見直し、プログラムを雇用最大化と物価安定に最善となるよう必要に応じて調整する。	The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings in light of incoming information and is prepared to adjust those holdings as needed to best foster maximum employment and price stability. FOMCは、保有証券の規模と構成を、入手した情報に照らし合わせて定期的に見直し、雇用最大化と物価安定に最善となるよう、証券保有を必要に応じて調整する用意がある。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

2) 景気見通しを下方修正

FOMC参加者による景気見通しは、今回から記者会見と同時に概要がHPに掲載され、かつバーナンキ議長が記者会見において解説するかたちに変更された。日本銀行のスタイルに近づいたと言える。まず、成長率見通し⁴は2011年を中心に下方修正された。特に2011年は1月時点の3.4~3.9%が3.1~3.3%へ大幅な引き下げである。引き下げの主因は、本日28日に公表される1~3月期成長率が2%程度の低い伸び

⁴ Fedの成長率見通しは最終四半期の前年比である点に留意。

に留まる見通しとなったことである。バーナンキ議長は第1四半期の成長率下振れについて「ほとんどのFOMCメンバーが一時的な減速と判断している」と述べ、景気回復の継続に揺らぎがないことを強調した。しかし、1月見通しに見られた極めて強気なスタンスがトーンダウンしたことは確かであろう。

FOMC参加者は、成長率見通しを引き下げる一方で、雇用見通しは逆に引き上げた。失業率見通しが、足元で失業率が急低下した2011年のみならず2012年も引き下げているのである。経済の根幹を担う雇用の見通しを上方修正する一方で、成長率見通しを下方修正するのは、経済に（外部的な）ネガティブ・インパクトが生じていることを意味する。改善の見られない住宅動向と財政支出の圧縮に加え、エネルギー高がそれであろう。米国経済におけるエネルギーコストの上昇は、インフレ見通しにおいて明確に示されている。ヘッドラインPCEデフレーターの見通しは2011年が1月の1.3~1.7%から2.1~2.8%へ大幅に引き上げられており、エネルギー高に伴う家計の実質購買力低下が成長率下方修正の要因になったことが容易に読み取れる。但し、2012年には1.2~2.0%とFedがデュアルマンドートに適うと考えるインフレ率である1.7~2.0%の上限に収まるところまで低下する。そして何よりもコアPCEデフレーターについて、2011年1.3~1.6% 2012年1.3~1.8% 2013年1.4~2.0%と一貫してデュアルマンドートの上限を下回ることが予想されている。Fedは足元のインフレ率上昇が「一時的（transitory）」であり、期待インフレ率の上昇や賃金上昇率の高まりには繋がらないとの見解を維持している。

FOMC参加者の4月見通し

(%)	2011	2012	2013	Longer run
成長率	3.1 ~ 3.3	3.5 ~ 4.2	3.5 ~ 4.3	2.5 ~ 2.8
1月見通し	3.4 ~ 3.9	3.5 ~ 4.4	3.7 ~ 4.6	2.5 ~ 2.8
失業率	8.4 ~ 8.7	7.6 ~ 7.9	6.8 ~ 7.2	5.2 ~ 5.6
1月見通し	8.8 ~ 9.0	7.6 ~ 8.1	6.8 ~ 7.2	5.0 ~ 6.0
PCEデフレーター	2.1 ~ 2.8	1.2 ~ 2.0	1.4 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
1月見通し	1.3 ~ 1.7	1.0 ~ 1.9	1.2 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0
コアPCEデフレーター	1.3 ~ 1.6	1.3 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	-
1月見通し	1.0 ~ 1.3	1.0 ~ 1.5	1.2 ~ 2.0	-

(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。

ハト派色強く、金融引締めは急がず

今回のFOMCによる政策決定、景気見通し、バーナンキ議長の記者会見のいずれもが、概ね予想の範囲内であった。つまり、金融政策の変更はなくQE2完遂は確認され、成長率見通しは下方修正、インフレ見通しは上方修正されたが、基調的なインフレ上昇には繋がらないとの見解が維持されている。インフレ上昇への警戒を強めることでタカ派に対して配慮を示しているが、基本的にはハト派色が強い内容と言えるだろう。これは記者会見において、バーナンキ議長が「雇用の改善ペースはかなり遅い」と言及した点からも担保される。今回のFOMCの結果を見る限り、FOMC内部においてはハト派が引き続き優勢であり、バーナンキ議長が金融引き締めへの移行を急ぐとは考えられない。利上げを来年半ばと見込む当社見通しを現時点で変更する必要はないだろう。

なお、今回初めて行われたバーナンキ議長の記者会見は前半こそぎこちなさが見られたものの、FOMC

ステートメントの内容が事前予想に概ね沿ったものとなったこともあり、説明や質疑応答は無難に進んだ（ちなみに最後の質問者はバーナンキ議長の学友であった）また Fed による Ustream を利用した中継もつつがなく行われた。アドリブ的な受け答えがなく、面白みにかけたとも言えるが、定例記者会見の初回としては概ね成功に終わったと言えるのではないだろうか。