



Economic Monitor

成長率見通し下方修正も QE3 には相当の距離 (6 月 FOMC)

FOMC では足元の景気回復下振れを認めるのみならず、2012 年までの見通しも下方修正。見直し下方修正には一時的要因のみならず、構造的要因も寄与。一方、インフレがいずれ沈静化するとの認識は不変。バーナンキ議長は QE2 を示唆した昨年夏と現在の環境は全く異なるとして、QE3 などの追加金融緩和に対して、否定的なスタンスを明示。

6 月 21~22 日に今年 4 回目の FOMC が開催され、Fed は市場予想通り現行の金融政策を維持した。すなわち、1) 政策金利である FF 金利の誘導目標は 0~0.25% に据え置き、2) QE2 (総額 6,000 億ドルの国債買入) は 6 月末で予定通り終了、3) 償還資金の再投資は継続しバランスシート残高を維持、4) 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)」も変更なし¹である。前回に続き反対票はなく、決定は全会一致である。なお、バランスシート残高の維持は、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 Fed の見解 (Stock View) に立脚すれば、超金融緩和状態が継続することを意味する。

予想を下回る低成長を認めるも回復継続を強調

ステートメントの冒頭の景気判断²では、景気回復ペースが予想を下回っていること (somewhat more slowly than the Committee had expected) を率直に認めたものの、景気及び労働市場の回復が継続している (economic recovery is continuing at a moderate pace) との判断は維持した。その上で、4 月の FOMC ステートメントにはなかった先行きの成長見通しを今回は追加し「年後半の景気回復加速と失業率低下³」を明確に主張している。

ステートメントでは回復ペースが予想を下回っている理由として、食料とエネルギー価格の上昇による家計の購買力低下と日本の東日本大震災によるサプライチェーン途絶⁴という「一時的要因 (factors that are likely to be temporary)」を挙げたが、そうした要因は「部分的 (in part)」であり、全てではない。FOMC メンバーはそうした一時的要因以外の存在も認識している。後述するようにバーナンキ議長は記者会見において、景気回復を弱体化させる構造的要因の存在について触れ、それが 2011 年と 2012 年の成長見通しの引き下げに繋がったと言明している。

一方、インフレについては、大きな認識の変化は見られない。前回迄の「現在の上昇は一時的 (transitory)」の表現を「デュアルマンデートに適うもしくは下回る水準まで低下する (will subside to levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate)」の表現へ改めたものの、商品価格等による押し上げが消えれば、ヘッドライン PCE デフレーターやヘッドライン CPI の上昇はいずれ沈静化するとの判

¹ 厳密には時間軸文言にかかる条件は若干修正された。従来のインフレに関する条件は "subdued inflation trends, and stable inflation expectations" であったが、今回から "a subdued outlook for inflation over the medium run" へと、更に見通しを重視した表現へと改められている。

² 詳細は巻末の表を参照。

³ "[T]he Committee expects the pace of recovery to pick up over coming quarters and the unemployment rate to resume its gradual decline toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate"

⁴ "[I]n part factors that are likely to be temporary, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan"

断に変化はない。

構造的要因もあり成長率予想を下方修正

同時に発表された FOMC 参加者による 6 月時点の新たな経済見通しは、まず成長率予想が 2011 年について 4 月時点の 3.1~3.3% から 2.7~2.9% へ、2012 年も 3.5~4.2% から 3.3~3.7% へ下方修正された。また、失業率予想も 2011 年が 8.4~8.7% から 8.6~8.9% へ、2012 年も 7.6~7.9% から 7.8~8.2% へ若干上方修正されている。インフレ関連では、コア PCE 上昇率見通しが 2011 年は 1.3~1.6% から 1.5~1.8% へ、2012 年も 1.3~1.8% から 1.4~2.0% へ僅かだが引き上げられた。但し、PCE デフレーター見通しも含め、インフレ率は 2012 年には擬似的なインフレ目標と言えるデュアルマデートに適うインフレ率 1.7~2.0% の上限迄に収まると見込まれている。

今回の成長率予想の下方修正には一時的要因のみならず、構造的要因も影響したことが重要である。それは端的には、2012 年の成長率予想⁵が 0.4%Pt 下方修正されたことに示されている。2011 年の下方修正幅 0.4%Pt についてガソリン価格上昇や大震災による

一時的要因と構造的要因を分けることは難しいが、一時的要因が（少なくとも予想段階においては）存在しない 2012 年はほぼ全てが構造的要因と考えられる⁶。こうした構造的要因について、バーナンキ議長は記者会見において金融部門の脆弱性や住宅市場の諸問題、バランスシート問題、レバレッジ解消などを挙げている。実際には、更に財政問題も含める必要があるだろう。いずれにしても、こうした構造的要因について、バーナンキ議長は 4 月段階の認識の甘さを率直に認め、見通しの下方修正に至ったとした。但し、2013 年の成長率見通し据え置き（4 月 3.5~4.3% → 6 月 3.5~4.2%）が示唆するように、2013 年には構造的要因の悪影響はほぼ消えると見込んでいる。

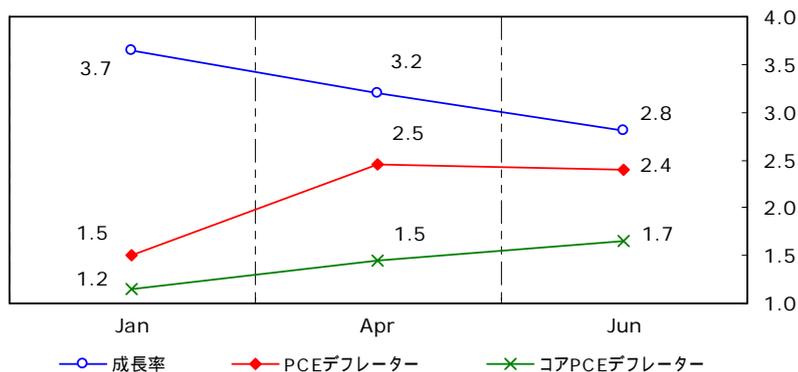
追加緩和には相当の距離

6 月のステートメントやバーナンキ議長の記者会見で示された景気やインフレに関する認識、及び経済見通しは、バーナンキ議長の 6 月 7 日講演や他の多くの地区連銀総裁の見解と概ね一致するものである。バーナンキ議長が、成長率を押し下げる構造的要因の存在を積極的に語ったのには幾分驚いたが、それさえ

⁵ FOMC 参加者による予想は最終四半期の前年比であるため、2011 年前半に影響する一時的要因は、2012 年予想には影響しない。また、ゲタの概念もない。

⁶ レンジの中央値を算出し、変化幅を試算。

FOMC 予想の変化 (レンジの中央値推移)



(出所) Fed

FOMC 参加者の 6 月見通し

(%)	2011	2012	2013	Longer run
成長率	2.7 ~ 2.9	3.3 ~ 3.7	3.5 ~ 4.2	2.5 ~ 2.8
4月見通し	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	8.6 ~ 8.9	7.8 ~ 8.2	7.0 ~ 7.5	5.2 ~ 5.6
4月見通し	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	2.3 ~ 2.5	1.5 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
4月見通し	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	1.5 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	1.4 ~ 2.0	-
4月見通し	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

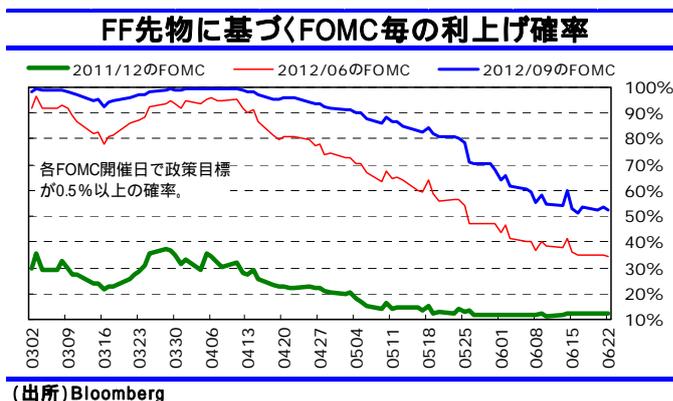
(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比。失業率は最終四半期。

も、既にタカ派の地区連銀総裁などが繰り返し強調していた内容に過ぎない。

次の問題はこうした景気やインフレの認識変化が金融政策に影響するか否かであるが、その可能性は極めて低いと考えられる。まず、現状認識の変化が政策変更に直結しないことは①ステートメントにおける今回の金融政策判断の目的が前回迄の「より強い景気回復を推進するために (To promote a stronger pace of economic recovery)」から「進行中の景気回復を推進するために (To promote the ongoing economic recovery)」へ変更された点や、②将来の金融政策運営における目的記載が前回までの「景気回復をサポートするために (as necessary to support the economic recovery)」から「最大限の雇用を促進するために (as needed to best foster maximum employment)」というデュアルマニデートに沿った表現に改められた点から読み取ることが出来る。すなわち、Fed は更なる景気刺激を行う姿勢を示してはいない。

加えて、記者会見においてバーナンキ議長は、QE2 を示唆した昨年 8 月とのデフレリスクや雇用動向における相違を詳細に解説した上で、必要される金融政策に関する「状況は異なる (we are in a different position today)」と明言しており、QE3 などの追加緩和政策に対しては明らかに否定的である。もちろん、状況が変われば追加緩和に踏み切ることはありうるし、その手段を Fed は有するとも述べてはいるが、リップサービスに過ぎないだろう。

以上を踏まえれば、Fed は、少なくとも 2011 年中はバランスシート残高を含め (つまり償還資金の再投資を継続)、現行の金融政策を維持すると見込まれる。なお、当社は金融引き締め転換のファースト・ステップとなる国債等償還資金の再投資停止を来年 4 月頃、利上げに踏み切るのは早くとも 2012 年半ば、メインシナリオでは夏頃と予想している。



FOMCステートメントにおける変更点

	4月	6月
景気の現状判断	<p>[T]he economic recovery is proceeding at a moderate pace and overall conditions in the labor market are improving gradually.</p> <p>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。</p>	<p>[T]he economic recovery is continuing at a moderate pace, though somewhat more slowly than the Committee had expected. Also, recent labor market indicators have been weaker than anticipated. The slower pace of the recovery reflects in part factors that are likely to be temporary, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan.</p> <p>景気回復は緩やかなペースで継続しているが、回復ペースはFOMCの想定より緩やかである。現在の労働市場の指標は予想より弱い。予想を下回る景気回復ペースは、部分的には、食料とエネルギー価格の上昇による家計の購買力低下や日本の悲劇的な出来事に由来するサプライチェーンとゼルなど、一時的な要因の影響を反映している。</p>
景気見通し		<p>The unemployment rate remains elevated; however, the Committee expects the pace of recovery to pick up over coming quarters and the unemployment rate to resume its gradual decline toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate.</p> <p>失業率は高止まりしているが、FOMCは回復ペースは今後数四半期で加速し、失業率はデュアルマנדートに適用水準に向けて再び徐々に低下し始めると予想する。</p>
インフレ判断	<p>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.</p> <p>Inflation has picked up in recent months, but longer-term inflation expectations have remained stable and measures of underlying inflation are still subdued.</p> <p>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。</p> <p>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、インフレの基調的な動きは依然として抑制されている。</p>	<p>Inflation has picked up in recent months, mainly reflecting higher prices for some commodities and imported goods, as well as the recent supply chain disruptions. However, longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>幾つかの商品や輸入材の価格上昇を反映し、また近時のサプライチェーン途絶もあり、インフレ率はここ数カ月で上昇した。しかし、長期的なインフレ期待は安定している。</p>
インフレ見通し	<p>Increases in the prices of energy and other commodities have pushed up inflation in recent months. The Committee expects these effects to be transitory, but it will pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations.</p> <p>エネルギー、その他の商品価格の上昇は、ここ数カ月間インフレを押し上げた。こうした影響は一時的と予想している。</p>	<p>Inflation has moved up recently, but the Committee anticipates that inflation will subside to levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate.</p> <p>インフレは加速したが、エネルギーや商品価格による押し上げの影響が弱まるにつれて、デュアルマンドートに適用もしくは下回る水準に低下すると予想される。</p>

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。