

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

FOMC は将来の追加緩和に含みを残しつつ現状維持

下振れリスク強調により追加緩和に含みを残しつつ、現状維持を決定。参加者の成長率予想は大幅引き下げも、慎重な楽観と言える内容。バーナンキ議長は記者会見において、追加緩和に前向きなニュアンスを滲ませる。透明性向上策は、決定に至らずも、実施は近い見込み。

Fedは11月1～2日にFOMCを開催し、現行の金融政策の維持を決めた。また、1年に4度¹の経済見通しも公表し、成長率予想²を2012年について3.5%（中心値、レンジは3.3～3.7%）から2.7%（2.5～2.9%）へ、2013年も3.9%（3.5～4.2%）から3.3%（3.0～3.5%）へ大幅に引き下げた。FOMC後の記者会見ではバーナンキ議長が追加緩和に前向きなニュアンスを滲ませ、特に、一部理事から提案が為されているMBS購入について理解を示した。以下、FOMC、経済見通し、議長記者会見と順を追って見ていく。

1. FOMC ステートメント

現行政策を維持

FOMCでは現行政策が、当社も含め大方の予想通りに維持された。すなわち、FF金利誘導目標の0～0.25%、2013年半ばまで政策金利を現行水準に維持する可能性が高いとする時間軸文言³、エージェンシー債及びMBSの償還元本のMBSへの、国債償還元本の国債への再投資、ツイストオペ（The

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	9月	11月
時間軸文言	(The Committee) currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。	(The Committee) currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。
今後の金融政策	The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate. FOMCは、物価安定の文脈において一段と強い景気回復を促進するために利用可能な種々の政策手段について協議した。今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。	The Committee will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ its tools to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. FOMCは、物価安定の文脈において一段と強い景気回復を促進するために利用可能な種々の政策手段について協議した。今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。
反対票	Voting against the action were Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who did not support additional policy accommodation at this time. 反対票を投じたのは、フィッシャー、コチャラコタ、プロッサーの各委員。これらの委員は、現時点の追加金融緩和を支持せず。	Voting against the action was Charles L. Evans, who supported additional policy accommodation at this time. 反対票を投じたのはエバンズ委員で、現時点において追加緩和を支持するとした。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

¹ 公表は1、4、6、11月。その後に議長が記者会見を行う。

² FOMCの見通しは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である点に留意。

³ 「2013年半ばまで、FF金利を異例な低水準に維持することが正当化される可能性が高い」(likely to warrant exceptionally low

Maturity Extension Program) はいずれも 9 月 FOMC における方針から変更はない。ただし、8 月及び 9 月の FOMC ではタカ派 3 名が反対票を投じていたが、今回はハト派のシカゴ連銀エバンス総裁が追加緩和を求めて反対票を投じるという構図の変化があった。逆に、金融政策は現状維持のため、タカ派の反対票はない。広く知られているように、エバンス総裁は具体的な緩和策、すなわち、1) 失業率が 7% を下回るか中期的なインフレ見通しが 3% を上回るまで短期金利をゼロ近傍に維持すべき、2) 経済状況の変化があまりに緩慢であれば毎回の FOMC での再評価を課しつつ長期債購入を増額すべき、を講演などで既に提案している。今回の反対票は、そうした従来からの主張と整合的なかたちで投じられたと言える。

7～9 月期の成長率上昇を反映したのみ

政策決定の背景の一つである経済認識は若干好転しているが、先行きに関する慎重姿勢は変わらない(詳

FOMC ステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	9 月	11 月
景気の現状判断	[E]conomic growth remains slow. Recent indicators point to continuing weakness in overall labor market conditions, and the unemployment rate remains elevated. 経済は未だ低成長に留まる。最近の経済指標は労働市場が全体として脆弱な状況に留まることを示唆している。	[E]conomic growth strengthened somewhat in the third quarter, reflecting in part a reversal of the temporary factors that had weighed on growth earlier in the year. Nonetheless, recent indicators point to continuing weakness in overall labor market conditions, and the unemployment rate remains elevated. 今年前半の経済成長を抑制していた一時的要因が解消したことから、第3四半期の成長は幾分強まった。最近の経済指標は労働市場が全体として脆弱な状況に留まることを示唆している
景気見通し	The Committee continues to expect some pickup in the pace of recovery over coming quarters but anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, there are significant downside risks to the economic outlook, including strains in global financial markets. FOMC は、今後数四半期において幾分かの成長率上昇を引き続き予想しているが、失業率はデュアルマンドートに合う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。さらに、経済見通しには、国際金融市場の緊張を含む重大な下振れリスクが存在する。	The Committee continues to expect a moderate pace of economic growth over coming quarters and consequently anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, there are significant downside risks to the economic outlook, including strains in global financial markets. FOMC は、今後数四半期において緩やかな成長を引き続き予想しているが、失業率はデュアルマンドートに合う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。さらに、経済見通しには、国際金融市場の緊張を含む重大な下振れリスクが存在する。
インフレ判断	Inflation appears to have moderated since earlier in the year as prices of energy and some commodities have declined from their peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable. 今年これまでよりも、インフレは緩やかになったように見える。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。	Inflation appears to have moderated since earlier in the year as prices of energy and some commodities have declined from their peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable. 今年これまでよりも、インフレは緩やかになったように見える。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。
インフレ見通し	The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further. エネルギーや商品価格による押し上げの影響が更に弱まるにつれて、インフレ率はデュアルマンドートに合うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。	The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further. エネルギーや商品価格による押し上げの影響が更に弱まるにつれて、インフレ率はデュアルマンドートに合うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

levels for the federal funds rate at least through mid-2013)。

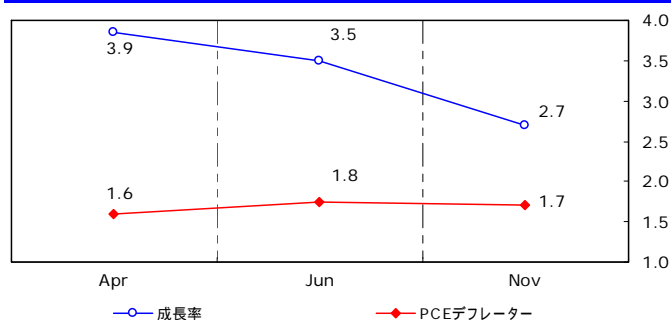
細は P2 の表を参照)。すなわち、7～9 月期の成長率が前期比年率 2.5%と、2011 年前半(1～3 月期 0.4%、4～6 月期 1.3%)から高まったことを踏まえ、「今年前半の経済成長を抑制していた一時的要因が解消したことから、第3 四半期の成長は幾分強まった」との認識を示したものの、先行きについては「今後数四半期において緩やかな成長を引き続き予想」していると 9 月見通しを概ね引き継ぎ、加えて「経済見通しには、国際金融市場の緊張を含む重大な下振れリスクが存在する」とのリスク文言を維持した。なお、インフレに関する現状認識と見通しは前回から不変である。

2.経済見通し

引き続き慎重な楽観

経済見通しは冒頭で述べたように、前回 6 月時点から、大きく引き下げられた。レンジの中央値ベースで比較すると、まず成長率が 2011 年 1.7% (6 月時点 2.8%)、2012 年 2.7% (同 3.5%)、2013 年 3.3% (同 3.9%) への大幅下方修正である。ただし、6 月通しとの比較においては、二つの留意点がある。第一は、7 月末の 4～6 月期成長率一次推計発表と同時に行われた GDP 統計の大幅な下方改訂、いわゆる GDP ショックの影響である。2011 年 1～3 月期の成長率が 1.9%から 0.4%へ下方改訂されるなど、大幅な修正が施された。FOMC 参加者の 2011 年成長率見通し下方修正の少なくとも半分程度は、この要因によるものと考えられる。第二は、見通し下方修正の公表は 11 月だが、実際の下修正は 8 月の FOMC、遅くとも 9 月の FOMC 時点で既に行われていたと判断すべき点である。FOMC 参加者見通しの集計が 8 月や 9 月にあえて行われたかは不明だが、その時点で経済認識が大幅に下方修正されていたことは FOMC の議事要旨などから容易に確認できる。従っ

2012年に関するFOMC予想(レンジの中央値推移)



(出所) Fed

FOMC参加者の11月見通し

(%)	2011	2012	2013	2014	Longer run
成長率	1.6 ~ 1.7	2.5 ~ 2.9	3.0 ~ 3.5	3.0 ~ 3.9	2.4 ~ 2.7
6月見通し	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
失業率	9.0 ~ 9.1	8.5 ~ 8.7	7.8 ~ 8.2	6.8 ~ 7.7	5.2 ~ 6.0
6月見通し	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
PCEデフレーター	2.7 ~ 2.9	1.4 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	1.5 ~ 2.0	1.7 ~ 2.0
6月見通し	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
コアPCEデフレーター	1.8 ~ 1.9	1.5 ~ 2.0	1.4 ~ 1.9	1.5 ~ 2.0	-
6月見通し	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	-	-

(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。

て、今回の下方修正された経済見通しは、8月及び9月のFOMCの政策決定に既に反映されていると解釈すべきである。

今回示された2012年2.7%成長予想は、2012年に毎四半期2.7%程度の成長を見込むのに概ね等しい⁴。潜在成長に概ね同値と解釈される「長期予想 (Longer run projections)」が2.6%であることも踏まえれば、FOMC参加者は2012年について概ね潜在成長ペースでの成長を見込んでいえるだろう。2013年以降は潜在成長率を上回る3%超の成長見通しが示されており(2013年3.3% 2014年3.5%)、ステートメントに示されたリスク重視から慎重姿勢はもちろん読み取れるものの、金融緩和策などの効果により2013年以降は高めの成長を見込む楽観的なシナリオと解釈できる。QE3が実施される条件の一つは、この見通しの更なる下振れである。

2013年末でも8%を超える失業率見通し

成長見通しが、慎重ながらも楽観である一方、経済に大幅なスラックが存在するために、失業率見通しは極めて厳しいものとなっている。FOMC参加者の失業率見通しは2011年が9.1%(6月時点8.8%)、2012年は8.6%(同8.0%)、2013年は8.0%(同7.3%)、2014年7.3%である。2013年の最終四半期時点でも8%を超える失業率見通しを踏まえ、エバンス総裁は追加緩和を求め、反対票を投じたのだと推測される。失業率見通しにおいて、もう一つ重要なのは「長期予想 (Longer run projections)」の中心傾向値のレンジ拡大であり、6月の5.2~5.6%が、11月には5.2~6.0%と下限は変わらず、上限のみが上昇している。但し、FOMC参加者全員のレンジは5.0~6.0%で6月も11月も変わらない。中心傾向値は上下各々3名を除いた値であるため、少なくとも失業率の長期予想を6%とするFOMC参加者が11月時点で4名は存在することになる。スキルミスマッチなどを踏まえ、構造的な失業率と考える水準を引き上げるFOMC参加者が増加している模様である。

デフレリスクは存在しないとの認識

インフレ見通し(PCEデフレーター)は、足元の2011年こそ上方修正されたものの(6月時点2.4% 11月時点2.8%)、2012年1.7%(6月時点1.8%)、2013年1.8%(同1.8%)はほぼ据え置かれた。現時点でFOMC参加者の多くはデフレリスクが高まっているとは考えておらず、故にQE3実施には未だ距離があると言えるだろう。

3.バーナンキ議長の記者会見

MBS購入について前向きなスタンス

前回6月と同様、今回もバーナンキ議長の記者会見は安全運転だった。バーナンキ議長は、従来通り、金融政策の限界を認めつつも、引き続きデュアルマンドート達成のために政策努力を講じるスタンスを示した。その上で、予想される景気回復が「イライラするほど緩慢 (frustratingly slow)」とも述べ、追加金融緩和について前向きなニュアンスを滲ませている。具体的な言質を与えたわけではないが、やや突っ込んだ認識を示したと考えられるのが、記者からのMBS購入に関する質問に対する回答である。議長は「MBS購入は実現可能な選択肢 (a viable option)」⁵と表現し、タルーロ理事やNY連銀のダドリー総裁が求めているMBS購入による住宅市場テコ入れ策に対して理解を示した。質問に対する回答という点は割

⁴ 2011年10~12月期を7~9月期と同じ2.5%成長とした上で、2012年の各四半期を2.7%成長とすると2012年10~12月期は前年比2.7%と試算され。

⁵ "I do think that purchases of mortgage-backed securities is a viable option" Ben S. Bernanke, November 2, 2011

り引くべきだが、バーナンキ議長のMBS購入について前向きなスタンスは感じられるだろう。

透明性向上策は決定に至らず

金融政策の透明性向上については「(11月FOMCでは)最終結論には至っていない(no final outcome)」とされたものの、バーナンキ議長は、透明性向上のために実施可能な方策は明確に存在し、かつFOMCが政策目標や金融政策の先行きに関して追加的な情報を提供できると言明した。透明性向上に向け、強い意欲を示したものと解釈でき、ゼロ回答はありえないだろう。バーナンキ議長は透明性向上策の具体的な例として、FOMCが長期的に望ましいと考えるインフレ率⁶に関する情報の拡充(インフレ・ターゲティング)や、利上げを特定の経済状況に関連つけたり、その経済状況に関する情報を提供することなどを挙げている。

総括: 次の一手の最右翼は引き続き透明性向上

2011年前半に比べ7~9月期の成長率が上昇し、FOMC参加者は一息ついたと言える。無論、ステートメントでの下振れリスク強調やバーナンキの追加緩和寄りスタンスが示すように、先行きを楽観しているわけではなく、次の一手として追加緩和が必要となる可能性は全く否定されていない。ただ、現在の経済状態や今後の金融政策のオプションについて、慎重に検討する時間的余裕が生まれたこともまた確かであろう。

当社は、QE3を可能とする環境整備の一環として、早ければ11月FOMCにおいて透明性向上策が講じられると考えていたが、上述の経済状況がもたらした時間的余裕もあって、透明性向上策の決定は持ち越しとなった模様である。しかし、バーナンキ議長が記者会見で透明性向上に強い意欲を示したことも踏まえれば、12月もしくは来年1月のFOMC⁷において、透明性向上策が決定され、1月の経済見通しから実施に移される可能性は引き続き高いと考えられる。なお、エバンス総裁が提案している失業率やインフレ率を明示的に示しての金融政策運営については、透明性向上策の一部として取り込まれる可能性があるだろう。

その他の追加緩和策については、全てのオプションがテーブルの上に残ってはいるものの、条件を充足しないか、検討不足という状況である。まず、QE3は緩和効果を多くのFOMC参加者が認めるところではある。しかし、QE2との整合性なども踏まえれば、デフレリスクの再燃がQE3実施の必要条件となる。今回示された経済見通しにデフレリスクが明示されなかったため、実施に向けたハードルは引き続き高いと判断されるだろう。インフレ率が明確に低下し、デフレリスクが多少なりとも意識されることが、必要である。

QE3から独立してのMBS購入は、QE3よりもハードルが低いと考えられる。直接的にMBS購入に言及しているタルー口理事やNY連銀ダドリー総裁のみならず、他のFed理事なども住宅市場の問題については深い憂慮を示している。加えて、バーナンキ議長も今回の記者会見で前向きなスタンスを示した。9月に決定した償還元本によるMBS再投資の効果を見極めつつ、比較的早いタイミングで実施に移される可能性はあるだろう。

⁶ “information about where we want inflation to be in the long-term” Ben S. Bernanke, November 2, 2011

⁷ FOMCは12月13日、2012年1月24~25日に予定されている。