

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

インフレ目標導入によってハト派姿勢を強める Fed (1月 FOMC)

FOMC は「長期目標及び政策方針」を示し、2%のインフレ目標を導入。しかし、これはもう一方のデュアルマンデートである「雇用の最大化」の軽視ではなく、寧ろ当面は、雇用回復を重視し、経済情勢によっては追加緩和策を模索。経済見通しは 11 月時点から下方修正され、FOMC 参加者の初回利上げ予想は 2014 年が最多。参加者の利上げ予想時期を反映するかたちで、時間軸文言も従来の「2013 年半ば」から「2014 年後半」に後ずれ。

1 月 24 ~ 25 日に 2012 年最初の FOMC が開催された。FF 金利の誘導目標及び元本再投資やツイストオペこそ現行方針が維持されたが、FOMC の「長期目標及び政策方針 (longer-run goals and monetary policy strategy)」に関する文書が示されるなど、新たな FOMC の幕開けを示す極めて重要な内容が多数決定されている。

最も重要な決定は、議会から課されている物価安定と雇用の最大化というデュアルマンデートに整合的なかたちで、金融政策運営において目指す最終ゴールと金融政策のストラテジーが「長期目標及び政策方針」により明示されたことであろう。まず、物価安定については「PCEデフレーターで 2%のインフレ率が法的マンデートに長期的に最も整合的と判断される」と示され、数値基準を伴ってのインフレ目標が名実ともに導入された¹。このインフレ目標導入を受けて、年 4 回の経済見通し (SEP : The Summary of Economic Projection) における PCEデフレーター長期予想も、従来のレンジではなく、単一の 2%表記へ変更されている²。

The Committee judges that inflation at the rate of 2 percent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures, is most consistent over the longer run with the Federal Reserve's statutory mandate.

一方、デュアルマンデートのもう一方、雇用の最大化については、雇用情勢がインフレ率と異なり非金融的要因に大きく依存するため、単一の数値基準は明記されず、SEP における長期予想 (1 月予想 5.2 ~ 6.0%、詳細は表を参照) がデュアルマンデートに適うとされた。

ここで注意すべきは、Fed がインフレ目標を導入したことは確かに重要だが、「雇用の最大化」を軽視したわけではない点である。雇用 (失業率) に数値基準が導入されなかったのは、その重要度が低いからではなく、非金融的要因に左右され、金融政策運営における固定数値基準にそぐわないために過ぎない。

FOMC の「長期目標及び政策方針」において、今後の具体的な金融政策運営を考える上で注目されるのは、政策運営のストラテジーが明示された点である。同文書では、金融政策運営においては「インフレ率の長期目標からの、及び雇用情勢の長期予想からの逸脱を減じることを追及する」との基本原則を示した上で、インフレと雇用が補完し合わない (not complementary) 場合、つまり二つの政策目標達成のための政策運営が相反する場合には、両者の (目標などからの) 逸脱度合いと時間軸の相違を踏まえて、バラ

¹ 「長期目標と政策方針」は毎年 1 月に見直しされる。

² 11 月 SEP では 1.7 ~ 2.0% だった。

ンスのとれたアプローチを講じるとした。これは、失業率に関する数値目標こそ伴わないが、現時点でハト派最右翼の一人であるシカゴ連銀のエバンス総裁（但し、2012 年には投票権を有さない）が求めている金融政策アプローチに近い。

In setting monetary policy, the Committee seeks to mitigate deviations of inflation from its longer-run goal and deviations of employment from the Committee's assessments of its maximum level. These objectives are generally complementary. However, under circumstances in which the Committee judges that the objectives are not complementary, it follows a balanced approach in promoting them, taking into account the magnitude of the deviations and the potentially different time horizons over which employment and inflation are projected to return to levels judged consistent with its mandate.

認識する必要があるのは、Fed は数値基準を伴うインフレ目標を導入したが、今回示された政策方針に基づき、現在の経済環境を評価すれば、金融政策においてはインフレよりも雇用の優先順位が高いと考えられる点である。すなわち、後述するように PCE デフレーターは SEP において 2012 年 1.4～1.8%、PCE デフレーターの先行きを考える上で重要なコア PCE デフレーターも 1.5～1.8%と予想されており、インフレ目標の 2%からの乖離はわずかである。一方、失業率は 2012 年に 8.2～8.5%と予想され、長期予想の 5.2～6.0%から大きく乖離したままである。こうした雇用面の乖離を重視して、Fed は、今回 1 月の金融政策決定ステートメントにおいて、「物価安定という文脈の中でより強い景気回復を促進するために政策手段を実施する用意がある」としていた従来文言よりも幾分方向性を明確化して「金融政策において非常に緩和的なスタンスを維持する方針である」と述べたのであろう。

To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with the dual mandate, the Committee expects to maintain a highly accommodative stance for monetary policy.

こうした長期目標や政策運営の枠組みを踏まえて、SEP やステートメントの他の部分を読むと、Fed の目指すところが、より良く理解できる。まず、SEP で示された成長率見通し（中心傾向値、Central tendency）は、欧州ソブリン問題など海外からの逆風の強まりを踏まえ、2012 年が 11 月時点の 2.5～2.9% から 2.2～2.7% へ、2013 年は 3.0～3.5% から 2.8～3.2% へ下方修正された。失業率予想は 2012 年が 8.2～8.5%（11 月時点 8.5～8.7%）、2013 年は 7.4～8.1%（11 月時点 7.8～8.2%）へ下方修正（良好な方向へ修正）されたが、あくまでも 2011 年終盤の予想外の急低下を反映したに過ぎず、ポジティブな修正と認

FOMC参加者の2012年1月見通し

(%)	2011	2012	2013	2014	Longer run
成長率	-	2.2 ~ 2.7	2.8 ~ 3.2	3.3 ~ 4.0	2.3 ~ 2.6
11月見通し	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
失業率	-	8.2 ~ 8.5	7.4 ~ 8.1	6.7 ~ 7.6	5.2 ~ 6.0
11月見通し	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
PCEデフレーター	-	1.4 ~ 1.8	1.4 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0	2.0
11月見通し	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
コアPCEデフレーター	-	1.5 ~ 1.8	1.5 ~ 2.0	1.6 ~ 2.0	-
11月見通し	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	-	-

（出所）Fed

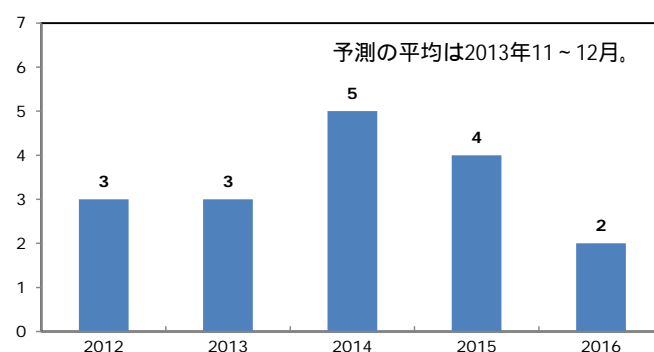
（注）成長率及びインフレ率は最終四半期の前年比。失業率は最終四半期。

識すべきでないだろう。一方、PCEデフレーター見通しは成長率見通しの下方修正に伴う需給ギャップ悪化を踏まえ、2012 年が 1.4～1.8%（11 月時点 1.4～2.0%）へ小幅ながら下方修正されている。既に述べたとおり、雇用の長期予想からの乖離が極めて大きく、かつ、雇用情勢と連動する成長率見通しを下方修正したために、今回からSEPに追加されたFOMC参加者が適切と考える金融引き締め開始時期（Appropriate Timing of Policy Firming）は、2014 年が 17 名中 5 名で最多となり³、従来のステ

ートメントにおける時間軸文言である「少なくとも 2013 年半ばまで」から長期化した。SEPの結果を踏まえ、ステートメントの時間軸文言も「少なくとも 2014 年後半まで」に修正されている。

以上を踏まえて、今後の金融政策を考えた場合、バーナンキ議長もFOMC後の記者会見で明言しているように、雇用の回復の遅れこそが金融政策において対応すべき最大の問題となる。従って、当面は引締め転換の時期ではなく、追加緩和策の是非が最大の焦点である。インフレ率も（僅かではあるが）当面は長期目標を下回ると考えられるため、なお更に金融政策は緩和含みであり、故にバーナンキ議長は記者会見で「追加緩和が明らかに検討されている選択肢である」と明確に指摘しているのである（但し、追加緩和策の実施を約束はしていない）。ただ、今回の記者会見からは、追加金融緩和に踏み切る場合の次の一手が

FOMC参加者の利上げ時期見通し(人数)



(出所) Fed

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	12月	1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 late 2014 . 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2014年後半までは 、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 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。	(To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with the dual mandate,) the Committee expects to maintain a highly accommodative stance for monetary policy. In particular, (一段と力強い景気回復を支援し、インフレが時間の経過と共に確実にFOMCのデュアルマンドートと整合的な水準になるよう支援するために) FOMCは金融政策において非常に緩和的なスタンスを維持する方針である。
反対票	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。	Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who preferred to omit the description of the time period over which economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate. 反対票を投じたのはラッカー総裁で、時間軸文言における時期記載に反対した。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

³ なお、2014 年末の適切な政策金利予想は 0.25% が 6 名で最多であり、2014 年の早い時期からの利上げは予想されていない。ゆえに 2014 年の「後半」がステートメントに記されたのであろう。

国債買い入れの増額を中心としたQE3 になるのか、住宅市場のテコ入れを重視したMBS購入になるのかは判然としなかった。この点は、今後公表されるFOMC議事要旨や講演などで、FOMC参加者による議論を確認していく必要があるだろう。なお、バーナンキ議長は記者会見において、政策金利の時間軸長期化に伴い、資産売却開始時期も 2015 年になる可能性が高いことにも言及している⁴。

Fed が、インフレ目標を導入したことで注目されるのは、「インフレ目標を導入していない先進国における唯一ともいえる中央銀行」になった日本銀行の動きである。日銀は「物価安定の理解」で 1%という概念を示しており、これをインフレ目標と読み替えることが可能ではある。ただ、問題なのは、そのインフレ目標の実に当たる政策運営部分である。Fed も含め、多くの中央銀行がその目標達成に向けて追加的な金融政策を講じるのに対し、日銀は「中長期的な物価安定の理解に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針である」として、消極的な実質ゼロ金利維持を掲げるに留まる。達成に向けて積極的な政策運営方針を掲げることが出来るのか否か、今後の日銀の動きを注視したい。

ここまでが 1 月 FOMC における注目ポイントだが、念のため、景気判断などのステートメント変更点も簡単に振り返りたい。まず景気判断は「米国経済は緩やかに拡大している」と前回 12 月 FOMC から据え置かれた。雇用については「さらなる」改善が示されたとしつつも「失業率は高止まりが続いている」と締めくくられ、結論は変わらない。個人消費や住宅投資などに対する見方は変化がない一方、設備投資の判断は明らかに下方修正された。12 月の「増加ペースは鈍っている」が 1 月は「減速している」へ表現が改められている。インフレ率の判断は「これまでよりも緩やかになっている」から「最近数ヶ月抑制されている」へ修正され、インフレ安定に関する Fed の自信を窺わせた。先行きについては、成長率について「今後数四半期の成長は緩慢なものになる (to be modest)」と慎重姿勢を示し、インフレについてはマンドートに沿ったもしくは下回って推移するとする従来見解を踏襲した。金融緩和含みの政策方針と整合的であろう。なお、今回の金融政策決定については、リッチモンド連銀のラッカー総裁が「時間軸文言での具体的な時期明示を避けるべき」として反対票を投じている。

⁴ "One implication of our extension of our expected point of take off to late 2014 is to imply that the initial sales from our balance sheet, which again are far down the road, but when that begins that will be later than previously thought, that will be presumably in 2015. So, we do expect to hold our balance sheet at a high level for a longer period."

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	12月	1月
景気の現状判断	<p>[T]he economy has been expanding moderately, notwithstanding some apparent slowing in global growth.</p> <p>While indicators point to some improvement in overall labor market conditions, the unemployment rate remains elevated.</p> <p>Household spending has continued to advance, but business fixed investment appears to be increasing less rapidly and the housing sector remains depressed.</p> <p>世界経済は一部で明確に減速にしたが、米国経済は緩やかに拡大している。</p> <p>指標は、労働市場が全体として幾分改善したことを示しているが、失業率は依然高止まりしている。家計支出は増加を続けたが、設備投資の増加ペースは鈍り、住宅部門は落ち込んだ状態が続いている。</p>	<p>[T]he economy has been expanding moderately, notwithstanding some apparent slowing in global growth.</p> <p>While indicators point to some further improvement in overall labor market conditions, the unemployment rate remains elevated.</p> <p>Household spending has continued to advance, but growth in business fixed investment has slowed, and the housing sector remains depressed.</p> <p>世界経済は一部で明確に減速にしたが、米国経済は緩やかに拡大している。</p> <p>指標は、労働市場が全体としてさらに幾分改善したことを示しているが、失業率は依然高止まりしている。家計支出は増加を続けたが、設備投資は減速し、住宅部門は落ち込んだ状態が続いている。</p>
景気見通し	<p>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.</p> <p>Strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>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デートに適う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。国際金融市場の緊張が引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスクである。</p>	<p>The Committee expects economic growth over coming quarters to be modest and consequently anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate.</p> <p>Strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>FOMCは、今後数四半期の成長が緩慢なものになると予想しており、失業率はデュアルマンデートに適う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。国際金融市場の緊張が引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスクである。</p>
インフレ判断	<p>Inflation has moderated since earlier in the year, and longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレは、今年これまでよりも緩やかになっている。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation has been subdued in recent months, and longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレは、最近数か月抑制されており、長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>
インフレ見通し	<p>The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate.</p> <p>インフレ率はデュアルマンデートに適うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。</p>	<p>The Committee also anticipates that over coming quarters, inflation will run at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate.</p> <p>インフレ率はデュアルマンデートに適うもしくは下回る水準で推移すると予想される。</p>

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。