

# 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

## 3 月 FOMC プレビュー

FOMC 投票権者の景気・金融政策認識に大きな変化はなく、雇用情勢を見極めるためにも、3 月 FOMC は様子見が見込まれる。景気回復が頓挫しない限り、QE3 などの追加緩和が実施される可能性は低い。逆に時間軸前倒しが行われるとしても、来年 1 月まで待つ必要。

3 月 13 日に今年 2 回目の FOMC が開催される。前回 1 月 24～25 日の FOMC では 長期目標及び政策方針 (Longer Run Goals and Policy Strategy) の決定、SEP (The Summary of Economic Projection) での金融政策見通し公表、時間軸文言の「少なくとも 2014 年後半まで」への長期化といった大きな政策変更を行い、Fed の金融政策を論じる上で欠くことのできない会合となった<sup>1</sup>。一転して、3 月の FOMC は、Fed ウォッチャーにとっては退屈なものとなりそうである。1 月に示した新たな政策フレームワークの下で、経済動向の変化及びリスクを見極めるために、3 月の FOMC は様子見になる可能性が高い。また、3 月は SEP 公表も、バーナンキ議長の記者会見もない。

### FOMC のスケジュール

2012/1/24-25	SEP, 記者会見
2012/3/13	
2012/4/24-25	SEP, 記者会見
2012/6/19-20	SEP, 記者会見
2012/7/31	
2012/9/12	
2012/10/23-24	SEP, 記者会見
2012/12/11	

FOMC は年 8 回、SEP と記者会見は年 4 回。

(出所) Fed

### SEP とステートメントの違い

3 月の FOMC を考える上で、まず確認すべきは、過去のレポート<sup>2</sup>でも論じたが「少なくとも 2014 年後半まで、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 levels for the federal funds rate at least through late 2014)」とする時間軸文言と FOMC 参加者の金融政策見通しを示した SEP との関係である。1 月 FOMC のステートメントにおいて、従来の「少なくとも 2013 年半ばまで」から「少なくとも 2014 年後半まで」に延長された時間軸文言を巡っては、SEP との不整合を指摘する見解が多く見られた。すなわち、2014 年末の FF 金利予想を 0.25% とする FOMC 参加者が 6 名にとどまり、他の 11 名が少なくとも 2014 年末までに 1 回の利上げを予想しているにもかかわらず、時間軸文言で「少なくとも 2014 年後半まで、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 levels for the federal funds rate at least through late 2014)」と述べるのはおかしいとの見解である。

これについての一つの解釈は「異例な低水準 (exceptionally low levels)」を現行の FF 金利誘導目標である 0～0.25% ではなく 1% 以下とするものであった。確かに、議事要旨 (Minutes) と同時に公開された SEP の詳細版では、1% を金利水準判断の一つの目安とする記載 (11 participants placed the target federal funds rate at 1 percent or lower at the end of 2014) がみられる<sup>3</sup>。また、もう一つの解釈は、バ

<sup>1</sup> 1 月 FOMC については、1 月 26 日付 Economic Monitor「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)」を参照。

<sup>2</sup> 2 月 16 日付 Economic Monitor「1 月の FOMC 議事要旨が示したポイント」を参照。

<sup>3</sup> 0.25% 予想が 6 名、0.50% が 2 名、0.75% が 1 名、1.00% が 2 名で計 11 名となる。

バーナンキ議長が金融緩和効果を高めるために、ステートメントにおける緩和メッセージを重視して、SEPを多少歪めてでも強引に政策決定を行ったというものであった。これら2つを合成した見方もみられた。

しかし、こうした種々の見方は曲解と思われる。単純に、FOMC 参加者 (Participants) の見解を示す SEP と、実際に 2012 年に政策決定を下す FOMC 投票権者 (Members) の認識が反映されるステートメントには相違が存在すると読むべきであろう。すなわち、FOMC 参加者 17 名と投票権者 10 名の間では金融政策見通しに多少の温度差があり、投票権者はハト派寄りになっていると考えられるのである。故に、SEP との比較においてはハト派過ぎる「少なくとも 2014 年後半まで」との時間軸文言が、FOMC では決定された。

こうした当社の解釈は議事要旨や最近のバーナンキ議長の議会証言などから裏付けられる。議事要旨では、数名の参加者 (several other participants) が「SEPにおけるFF金利に関する情報はFOMCにおける投票権者の正式の決定に代わるものではない<sup>4</sup>」と指摘し、SEPとステートメントが相違する可能性に言及している。また、バーナンキ議長は2月29日の議会証言<sup>5</sup>において「FOMCステートメントは、FOMCがどの程度の期間 0~0.25%の政策金利誘導目標が適切と予想しているかに関する情報を提供している」と述べ、「異例な低水準 (exceptionally low levels for the federal funds rate)」が 0~0.25%を意味することを明言した<sup>6</sup>。結局のところ、FOMCでは 0~0.25%のFF金利誘導目標が少なくとも 2014 年後半まで続くと予想する旨の時間軸文言が決定された、との事実が全てであり、それ以上でもそれ以下でもない。

### 追加緩和と時間軸文言の行方

以上を踏まえた上で、今後の追加金融緩和と時間軸文言変更の可能性、つまりはQE3と2014年後半より前の利上げの可能性について考えよう。検討のスタート地点になるのは、議事要旨における2~3名 (A few members) による「現時点の経済情勢及び見通し (高失業率や2%を下回るインフレ率) は追加資産購入の近い将来 (before long) における実施を担保しうる」との追加緩和主張、及び他の投票権者 (Other members) による「経済とインフレの状況次第では追加資産購入が必要になる」との常識的な見解である。1月FOMCで追加緩和が講じられなかったことを踏まえれば、後者が多数派になる<sup>7</sup>。

### 中間派は現在の金融政策を「適切」と評価

1月FOMC後に投票権者の認識に変化はあるだろうか。まず、中間派のピアナルト・クリーブランド連銀総裁は3月1日の講演<sup>8</sup>において「現行の金融政策に満足」、「追加緩和はインフレリスクを高め、その逆に引締めは景気に悪影響を及ぼし、歓迎されないディスインフレを引き起こす」と述べ、現在の金融政策が適切である旨を明言した。また、同じく中間派に属するロックハート・アトランタ連銀総裁も3月1日の講演<sup>9</sup>で「雇用ギャップの縮小のためには、尋常ならないサポートが必要というのが現実的な認識だが、

<sup>4</sup> “[S]everal other participants emphasized that the information regarding the federal funds rate in the SEP could not substitute for a formal decision of the members of the FOMC”, FOMC Minutes, Jan 24-25, 2012

<sup>5</sup> “The target range for the federal funds rate remains at 0 to 1/4 percent, and the forward guidance language in the FOMC policy statement provides an indication of how long the Committee expects that target range to be appropriate” Chairman Bernanke, Feb 29, 2012

<sup>6</sup> 他のFed関係者の講演を見ても、当然に初回利上げが2014年後半になる、すなわち0~0.25%からの誘導目標引き上げが2014年後半になるとの主旨で、ステートメントを論じている。

<sup>7</sup> ラッカー総裁は現状の緩和度合い維持それ自体が不適切として、追加緩和に反対している。

<sup>8</sup> “I am comfortable with the current stance of monetary policy”, “In my assessment, doing more at this time could create too much inflation risk and doing less could risk weakening an already slow expansion and causing an unwelcome disinflation” Pianaalto, Mar 1, 2012

<sup>9</sup> “I think a realistic assessment of the challenges associated with closing the employment gap call for sustained

追加的なFedのバランスシート拡大には慎重」と述べ、現行の金融緩和状態を維持する必要性を認める一方、更なる量的緩和には現段階で否定的である。

### ハト派も追加緩和を強い調子で求めず

ハト派も強いトーンでは追加緩和を求めている。ハト派寄りと考えられるウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁は、やはり3月1日の講演<sup>10</sup>で「もし景気回復が頓挫するかインフレ率が2%を大きく下回るのであれば、更なる対応が必要になるかもしれない(may need)。その際には、MBSの追加購入が最も可能性としては高い」と追加緩和の可能性には言及したが、強い調子ではなく、当面の様子見を仄めかしている。なお、ハト派の急先鋒であるダドリー・NY連銀総裁やイエレン副議長は、金融政策にフォーカスした講演を、残念ながら行っていない。

### 雇用動向を見極めるために3月は様子見

現在の情報を総合すると、FOMC投票権者の景気認識は、基本的に1月FOMC時点と同様、もしくは若干ハト派度合いが弱まった程度と解釈できるだろう。こうしたFOMC投票権者の認識の背景にあるのは、言うまでもなく、最近の経済指標とりわけ雇用関連データの改善である。雇用統計によると、遡及修正もあって非農業部門雇用者数<sup>11</sup>は2011年11月前月差15.7万人、12月20.3万人、2012年1月+24.3万人と増勢が加速している。加えて、失業率は1月に8.3%と、1月SEPが示した2012年第4四半期の失業率予想である8.2~8.5%の中央値を既に下回った。もちろん、バーナンキ議長の雇用情勢の先行きに対する慎重スタンス<sup>12</sup>が象徴するように、Fed関係者が米国経済の先行きに対して楽観へ転じた訳ではない。雇用

## FOMCの投票権者

	2011年10名	2012年10名	スタンス
理事	バーナンキ議長 イエレン副議長 デューク理事 タルーロ理事 ラスキン理事 ウォーシュ理事3月退任、後任未定 欠員	バーナンキ議長 イエレン副議長 デューク理事 タルーロ理事 ラスキン理事 欠員 欠員	中間派 ハト派 バーナンキ議長追随 バーナンキ議長追随 バーナンキ議長追随
地区連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁 エバンス・シカゴ連銀総裁 フィッシャー・ダラス連銀総裁 プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁 コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁 ピナルト・クリーブランド連銀総裁 ロックハート・アトランタ連銀総裁 ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁 ラッカー・リッチモンド連銀総裁	ハト派 中間派 中間派 ハト派寄りの中間派 タカ派

(資料)Federal Reserve Board 資料等より伊藤忠経済研究所作成。

extraordinary support for what is, like it or not, a gradual process. At the same time, I'm cautious about doing more involving expansion of the Fed's balance sheet" Lockhart, Mar 1, 2012

<sup>10</sup> "Looking ahead, we may need to do more if the recovery falters or if inflation stays well below 2 percent. If the economy does need more stimulus, restarting our program of purchasing mortgage-backed securities would probably be the best course of action. The policy actions the Fed takes will depend on how economic conditions develop" Williams, Mar 1, 2012

<sup>11</sup> 詳細は2月6日付 Economic Monitor 「米国の雇用情勢は回復加速(1月の米雇用統計)」を参照。

<sup>12</sup> "In light of the somewhat different signals received recently from the labor market than from indicators of final demand and production, however, it will be especially important to evaluate incoming information to assess the underlying pace of economic recovery" Bernanke, Feb 29, 2012

情勢の改善について、Fed関係者の多くは疑心暗鬼と考えられる。

以上を踏まえれば、3月FOMCでは経済動向とりわけ雇用動向を見極めるために、QE3などの追加緩和も、時間軸文言の短期化も行われなくなる。ステートメントの修正は、景気認識の上方改訂ぐらいにとどまるだろう。そのFOMCの景気認識については、判断材料とするページブックの慎重な景気判断<sup>13</sup>を前提にすると、大幅な修正は見込まれず、微妙と言える範囲の上方修正にとどめられる可能性が高い。なお、3月9日に2月分の雇用統計が公表され、FOMCにおける景気判断材料として追加されるが、上述したバーナンキ議長の慎重スタンスを踏まえれば、最新データが良かろうと悪かろうと1ヶ月分だけでは、政策変更や大幅な景気判断の修正には至らないと考えられる。

## 時間軸文言の修正は来年1月か

4月以降についても、現在のFOMC投票権者の認識を踏まえれば、景気回復が頓挫しない限り、追加緩和が行われる可能性は低いと言えるだろう。では、逆は、つまり時間軸前倒しの可能性はどうか。時間軸文言がコミットメントではなく見通しに過ぎないため、将来的な時間軸文言の変更は当然に排除されない。ただし、1月FOMCで時間軸文言の長期化を決めた2012年投票権者のパワーバランスを勘案すると、よほどの景気回復の加速がない限り、「少なくとも2014年後半まで」とする現行文言が2012年中は維持される可能性が高いと判断される。時間軸文言の大きな変更があるとすれば、投票権者の交替によりパワーバランスが変わる来年1月ではないだろうか。

<sup>13</sup> “[O]verall economic activity continued to increase at a modest to moderate pace in January and early February” Fed’s Beigebook, Feb 29, 2012