

## 3 月 FOMC は景気認識の修正を小幅にとどめる

FOMC では景気認識を若干上方修正も、慎重スタンスを変えず。また、ガソリン価格上昇に言及も、インフレへの影響は一時的との判断も明記。現状の景気回復ペースが継続する限り、追加緩和が実施される可能性は低い。一方、現状の金融緩和効果を維持するために、「2014 年後半」の時間軸は 2012 年中、維持されると予想。

Fed は 3 月 13 日に 2012 年 2 回目の FOMC を開催した。金融政策は市場予想通りに据え置き、声明文（Statement）では、景気認識を若干前進させ、またガソリン高に言及したものの、前回 1 月から最小限の修正にとどめられている。様子見姿勢を色濃く滲ませた内容と判断できる。

### 時間軸文言を「少なくとも 2014 年後半」で維持

まず、金融政策に変更はない。時間軸文言は「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（currently anticipates that economic conditions...likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through late 2014.）」と前回から変わらず、緩和的な金融政策スタンスを維持する旨も引き続き明記されている<sup>1</sup>。

### ラッカー総裁は時間軸短期化を示唆

なお、ラッカー・リッチモンド連銀総裁は 1 月に続き、3 月も FOMC の決定に反対した。但し、反対理由は変更されている。ラッカー総裁は、前回 1 月 FOMC において時間軸文言における時期の明記すなわち表記方法に対して反対していたが、今回 3 月は「2014 年後半まで異例な低水準が続く」という予想について反対している。すなわち、ラッカー総裁は、景気回復もしくはインフレ率上昇によって、時間軸が現在の FOMC 想定よりも短期化する可能性を提示したと言える。

### 景気の先行きに関するニュアンスを上方修正

声明文の景気に関する部分を見ると、世界経済減速に関する文言が削除されたものの、米国経済が「緩やかに拡大している」との景気認識は据え置かれた（詳細は末尾の表を参照）。1 月及び 2 月の雇用統計が良好なものとなり、失業率が 8.3%まで低下したことを踏まえて、「失業率は最近数ヶ月で顕著に低下した（unemployment rate has declined notably）」と明記したものの、「依然高止まり」との記載は変わらず、労働市場に対しては引き続き慎重なスタンスを滲ませている。また、個人消費と設備投資に関しては極めてシンプルに「引き続き増加」と記され、月次指標が示唆する個人消費の強含みと設備投資の若干弱含みについては判断が留保された。また、住宅市場は「落ち込んだ状態」との認識で変わらない。一方、先行きの米国経済について、向こう数四半期の成長ベースに関する 1 月 FOMC の「緩慢な成長（to be modest）」との表現を、3 月は「緩やかな成長（moderate）」へ改め、若干ニュアンスを上方修正した。先行きのリスクについては、緊張緩和を認めつつも、国際金融情勢が引き続き重大な下振れリスクであるとの認識を維持されている。

<sup>1</sup> インフレについて「FOMC のデュアルマンドートと整合的な水準になるよう」との表記から、「FOMC のデュアルマンドートと最も整合的な伸びになるよう」に改められている。物価のレベルではなく、伸びが目標である旨の明確化であろう。

## ガソリン高に言及も影響は一時的との認識

景気認識が限定的な修正、かつシンプルな表現にとどめられた一方で、インフレに関しては、ガソリン高への言及が新たに加えられた。まず、現状認識において、原油とガソリン価格の上昇が示され、かつ先行き「一時的にインフレ率を押し上げる（will push up inflation temporarily）」ことも明記されている。こうした変更は、前回1月声明文との比較では幾分タカ派的だが、ガソリン高についてはバーナンキ議長が議会証言で、また議長以外のFOMC参加者も講演などで言及しており、サプライズはない。また、あくまでもインフレへの影響は一時的とのスタンスは維持され、ガソリン高はインフレ期待に変化を及ぼさず、従って将来的にインフレ率は低下するとの見通しは変わっていない。

## 4月SEPでは失業率とヘッドラインPCEデフレーター予想を修正へ

先行きも含めれば、景気認識は若干前進したと判断できる。しかし、雇用や個人消費に対する慎重な表記が示すように、あくまでも微修正にとどまる。一方、インフレ認識では、ガソリン高への言及を行ったものの、ガソリン高によるインフレ率上昇があくまでも一時的であるとの認識も同時に示されており、インフレ見通しを大きく変更したわけでもない。3月の景気及びインフレ認識変更に基づく、4月FOMC後に示される新たな経済見通し（SEP：The Summary of Economic Projection）では、2012年について失業率予想の下方修正（ポジティブ方向への修正）とPCEデフレーター予想の上方修正が行われる可能性が高い（コアPCEデフレーター予想の修正はない見込み）。しかし、こうした修正は、2012年のハト派寄りのFOMC投票権者が、時間軸を前倒すには不十分なものと考えられる。

### 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

## 追加緩和を実施しない一方、現行の時間軸は年内維持

3月FOMCでは景気認識が若干上方修正されたものの、慎重なトーンは変わっていない。現時点でFedは、QE3や一部で報道された不胎化QEを含め追加緩和を政策オプションから外したわけではない一方、引締め方向へのスタンス修正、すなわち時間軸前倒しを未だ視野に入れていない旨を示したと言える。但し、最近のFOMC投票権者の講演などを参考にとすると、追加緩和は検討されている政策オプションではあるものの、景気が大きく再減速しない限り、実施に移される可能性は低いと考えられる。その一方で、時間軸面からの金融緩和効果を維持するために「少なくとも2014年後半まで」との時間軸は2012年中維持されると見込まれる。

## FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	1月	3月
景気の現状判断	<p>[T]he economy has been expanding moderately, <del>notwithstanding some slowing in global growth.</del></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><del>世界経済は一部で減速したが、</del>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>	<p>[T]he economy has been expanding moderately.</p> <p>Labor market conditions have improved further; the unemployment rate has declined notably in recent months but remains elevated.</p> <p>Household spending and business fixed investment have continued to advance.</p> <p>The housing sector remains depressed.</p> <p>世界経済は一部で減速したが、米国経済は緩やかに拡大している。</p> <p>労働市場はさらに改善、失業率は最近数ヶ月で顕著に低下したが、依然高止まりしている。家計支出及び設備投資は引き続き増加している。</p> <p>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 expects economic growth over coming quarters <del>to be modest</del> 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、緩慢なペースで低下すると判断している。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 <del>moderate</del> economic growth over coming quarters and consequently anticipates that the unemployment rate will decline gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate.</p> <p>Strains in global financial markets have eased, though they continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>FOMCは、今後数四半期の緩やかな成長を予想しており、失業率はデュアルマンデートに適う水準に向けて、緩慢なペースで低下すると判断している。国際金融市場の緊張は緩和されているが、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 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>	<p>Inflation has been subdued in recent months, <del>although prices of crude oil and gasoline have increased lately.</del></p> <p>Longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>原油とガソリンの価格は近時上昇したが、インフレは、最近数ヶ月抑制されている。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>
インフレ見通し	<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>	<p>The recent increase in oil and gasoline prices will push up inflation temporarily, but the Committee anticipates that subsequently inflation will run at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate.</p> <p>最近の原油・ガソリン価格の上昇は、一時的にインフレを押し上げる見通しだが、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。