

# Economic Monitor

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

## 4月 FOMC プレビュー

4月 FOMC では様子見スタンスが維持される見込み。QE3 や不胎化 QE、そしてオペレーション・ツイスト後に関する言及は行われず、当然ながら時間軸の変更もない見込み。SEP は GDP 据え置き、失業率下方修正、インフレ率上方修正と予想。サプライズになりうるのは政策金利パスの見通しであり、タカ派の利上げタイミング前倒しがありうる。FOMC 参加者は 4月のみならず 5月データも加味して、6月 FOMC にて今後の金融政策の方向性を議論するとのスタンス。

4月 24～25日に今年3回目のFOMCが開催される。今回のFOMCの注目点は、QE3に関するFOMC投票権者のスタンス、経済見通し(SEP:Summary of Economic Projections)の修正、6月で終了するオペレーション・ツイスト後に関する議論、の3つである。

先に話の腰を折るようで申し訳ないが、4月 FOMC に関して、過度の期待をすべきではないだろう。すなわち今後の金融政策に関する新たな方向性の提示は行われない見込みである。端的に言えば、「様子見( Wait and See )」スタンスの範囲内での小幅の変更となろう。

### 最近の Fed 関係者発言

市場予想を大きく下回った3月雇用統計を受けて、金融市場では QE3 に関する議論が進むか否かに注目する向きが増えている模様である。しかし、最近の発言等を見る限り、Fed 関係者は様子見スタンスを崩していない。まずは、FOMC 投票権者の発言を確認しよう。

#### a)バーナンキ議長

前回3月13日のFOMC以降、バーナンキ議長は相当の外部露出を行った。但し、その内のかなりはジョージ・ワシントン大学<sup>1</sup>における学生向けの講演であり、現状の景気や金融政策に関する言及は実は多く

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

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

<sup>1</sup> George Washington University School of Business, Washington, D.C.

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

ない。しかも、3月雇用統計が4月6日に公表された後の講演は、金融規制やボルカー・ルールがテーマであり<sup>2</sup>、景気及び金融政策への言及はない。景気への言及は3月26日の全米エコノミスト協会(NABE)での雇用に関する講演<sup>3</sup>や3月27日のabcニュースによるインタビュー<sup>4</sup>まで遡る必要がある。

バーナンキ議長は、景気とりわけ雇用の先行きに対して、一貫して慎重スタンスを示している。NABEの講演では、失業率の急低下は「景気後退期に大幅に削減した従業員を再び雇い入れる動きを反映している可能性」があり、あくまで一時的なものに過ぎず、その動きが収まった後の「更なる失業率の低下にはこれまでよりも一段と速いペースでの経済成長が必要になるだろう」と指摘した。こうした雇用情勢に対する分析を踏まえた上で、abcニュースのインタビューでは「(景気回復の)勝利宣言には時期尚早(it's far too early to declare victory)」と述べ、更なるQEの可能性に関する問い合わせに対しては「全てのオプションが机上にある(we don't take any options off the table)」と模範解答で応じている。

## b)イエレン副議長

イエレン副議長は、3月雇用統計公表後の4月11日に講演<sup>5</sup>を行い、「現在の極めて緩和的な金融政策は適切」との基本認識を確認した上で、「景気回復が予想より緩やかであれば追加緩和が正当化される一方、回復ペースが著しく加速すれば早期引き締めが正当化される」と述べている<sup>6</sup>。これはバーナンキ議長の「全てのオプションが机上にある」とのコメントに相当する。

なお、講演後の質疑応答において、イエレン副議長は「資産買入の効果は(買入資産の)残高に依存するため、オペレーション・ツイストの終了は金融引き締めとは見做されない」と回答している。

## c)理事:デューク理事、ラスキン理事、タルーロ理事

理事3名は、3月のFOMC後に、一度ずつ講演を行っているが、デューク理事とタルーロ理事の講演は景気及び金融政策に関するものではなかった。ラスキン理事は、3月雇用統計公表後の4月12日にサンフランシスコ連銀主催の昼食会において講演<sup>7</sup>を行い「最近の経済指標は回復の加速を示しているものの、未だ景気回復は明らかに道半ば」との認識を示している。但し、金融政策に関しては言及がない。

## d)ハト派:ダドリー総裁、ウィリアムズ総裁

ハト派に近い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、4月3日、4日に行った講演<sup>8</sup>で、「引き続き強力な金融緩和が必要」と述べ、講演後の質疑応答でも「QE3は選択肢から排除されない」との認識を示した。しかし、3月雇用統計の公表前ではあるが「新たな金融刺激策の実施を求める声は強くない」とも指摘し、景気回復基調の強まりを受けて追加緩和の可能性低下を認めていた。

<sup>2</sup> "Some Reflections on the Crisis and the Policy Response" Chairman Bernanke, April 13, 2012

"Fostering Financial Stability" Chairman Bernanke, April 9, 2012

<sup>3</sup> "Recent Developments in the Labor Market" Chairman Bernanke, March 26, 2012

<sup>4</sup> "Transcript: Diane Sawyer Sits Down with Federal Reserve Chairman Ben Bernanke", abc News, March 27, 2012

<sup>5</sup> "The Economic Outlook and Monetary Policy" Janet L. Yellen, April 11, 2012

なお、イエレン総裁のFRBモデルやティラー・ルールを踏まえた金融政策に関する議論は興味深い。

<sup>6</sup> "[F]urther easing actions could be warranted if the recovery proceeds at a slower-than-expected pace, while a significant acceleration in the pace of recovery could call for an earlier beginning to the process of policy firming than the FOMC currently anticipates"

<sup>7</sup> "Downturns and Recoveries: What the Economies in Los Angeles and the United States Tell Us" Sarah Bloom Raskin, April 12, 2012

<sup>8</sup> "Monetary Policy and the Slow Recovery: It's Not Just About Housing" John C. Williams, April 3, 2012

4月4日の講演も同タイトル。

ダドリー・NY連銀総裁は、雇用統計公表後の4月13日の講演<sup>9</sup>において、「最近の経済指標は米国経済の回復が軌道に乗りつつある可能性を示唆」していることを認めつつ、「力強く持続的な回復へ達したと結論付けるのは時期尚早」と論じた。また、QE3については「費用対効果」次第とした上で「景気見通しが悪化すれば利点が高まる」と指摘している。

## e) 中間派: ピアナルト総裁、ロックハート総裁

3月雇用統計の公表後の4月16日に、ピアナルト・クリーブランド連銀総裁は、金融監督をテーマとした講演<sup>10</sup>においてではあるが、「最近の雇用データは斑模様の景気回復の一例」と述べた上で、好天による1月と2月に雇用が前倒された反動が3月と4月に生じる可能性を指摘している。なお、ピアナルト総裁は4月2日の講演<sup>11</sup>では「現在の私の経済見通しを踏まえると、成長や雇用の着実な改善と物価安定に向け、Fedの政策スタンスは引き続き最適と判断する」と発言していた。

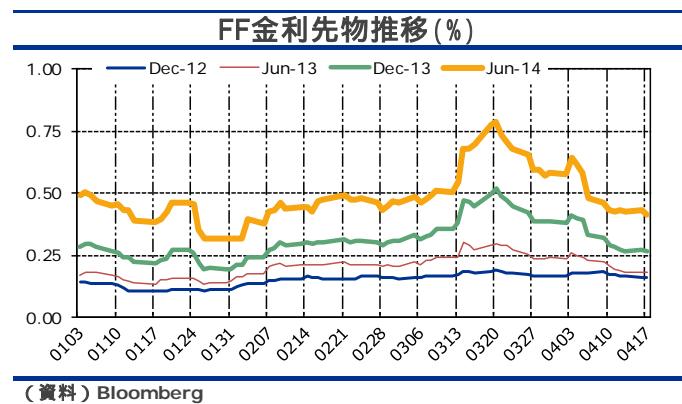
同じ中間派のロックハート・アトランタ連銀総裁も、現行の金融政策を支持する一方、将来の金融政策における柔軟な対応を確保する主旨の発言を行なっている。雇用統計発表前の4月3日時点では、Bloombergのインタビューにおいて「雇用拡大は持続的であり、追加緩和の必要性を減じる」「更なるQEのために極めて厳しい経済状況が必要」と述べる一方、雇用統計後の4月11日にはメディア各社のインタビューに対して「現時点で雇用拡大が途絶えたと判断するのは時期尚早」とも指摘した。なお、一部で報道のあった「不胎化QE」について、ロックハート総裁は、Fed内部ではなく外部から提示された考え方と述べ、政策の選択肢として否定こそしないものの、やや距離を置いた発言を行なっている。

## f) タカ派: ラッカー総裁

2012年のFOMC投票権者においては、ラッカー・リッチモンド連銀総裁が唯一のタカ派であり、1月と3月のFOMCでは反対票を投じた。そのラッカー総裁は、3月30日にCNBC<sup>12</sup>に出演した際にも、自らの時間軸の想定は「2013年半ば」と述べ、2014年後半とするFOMCステートメントへの反対を強調した。また、ラッカー総裁は「大方の予想（たとえばBlue Chip Consensus）が達成されれば、（QE3などの）追加緩和は必要ない」とも指摘している。

## 4月FOMCにおいてQE3に関する示唆は為されず

以上のFOMC投票権者の見解を総括すると、3月雇用統計を受けて、QE3などの追加緩和策が実現する可能性が幾分回復したと考えられる。中間派のピアナルト総裁やロックハート総裁の見解の変化や、同一人物の比較ではないが、ハト派内での雇用統計前のウィリアムズ総裁と雇用統計後のダドリー総裁の認識の相違からは、消えかけていた追加緩和の炎が若干明るさを取り戻したことが読み取れる。しかし、確率で言



<sup>9</sup> "The National and Regional Economic Outlook" William C. Dudley, April 13, 2012

<sup>10</sup> "Communication - A Key to Value-Added Supervision" Sandra Pianalto, April 16, 2012

<sup>11</sup> "The Fed and the Economy: Lessons from Milton Friedman" Sandra Pianalto, April 2, 2012

<sup>12</sup> "TRANSCRIPT: FEDERAL RESERVE BANK OF RICHMOND PRESIDENT JEFFREY LACKER SPEAKS WITH CNBC'S STEVE LIESMAN" CNBC, March 30, 2012

えば20%まで低下していた2012年内の追加緩和の可能性が、30%まで回復した程度に過ぎないだろう。バーナンキ議長やイエレン副議長の見解が示すように、現在の経済・インフレ情勢は、基本的に慎重なFOMCシナリオ、すなわち超低金利が2014年後半まで維持されるとする時間軸の範囲内にとどまっている。そのため、従来からの「様子見(Wait and See)」スタンスは変更を迫られていない。

従って、4月のFOMCステートメントでは追加緩和策に関する言及は行われず、かつ議事要旨で示される詳細な検討でも、3月FOMC議事要旨における「2~3名が、もし経済が失速するかインフレ率が中期的に2%を下回ると考えられる場合には、追加緩和の導入が必要になると示唆」との内容が若干ハト派色を強める程度にとどまるだろう。ロックハート総裁の発言を踏まえれば、不胎化QEに関する言及も、当然ながら見込まれない。

そもそも、振れの大きい雇用統計の一ヶ月分データのみで、FOMCのスタンスが変わるとする金融市場の見方は性急過ぎる。本レポートでも示したように、バーナンキ議長は雇用情勢について極めて慎重な見解を示した上で、現行の金融政策を運営しており、3月雇用統計の弱含みは寧ろ自説をサポートする材料であった。また、ピアナルト総裁らが言うように、好天の影響が1~2月の経済指標を押し上げていたのだとすれば、その反動は4月まで残る。従って、多くのFOMC参加者は4月のみならず5月のデータまで見極めた上で、米国経済が見通し対比で上振れするのか、下振れするのか、それとも想定通りなのかを判断し、4月の次、6月FOMCにおいて金融政策変更の是非を検討する心積もりと考えられる。

## SEPはGDP据え置き、失業率とインフレ率の微修正を予想

SEPについては、1月時点からGDP成長率が据え置き、失業率は僅かに下方修正、インフレ率は僅かに上方修正される可能性が高いと考える。GDPに関係する成長関連データは、個人消費関連が良好だが、設備投資関連と輸出はやや低調と斑模様であり、

2012年通年の成長率見通しを変更するには力不足である。また、雇用統計に関するFOMC関係者の慎重スタンスが示すように、先行きの不透明感が引き続き強い点も踏まえれば、成長率予想は基本的に据え置かれる見込みである(1月時点2012年2.2~2.7%、2013年2.8~3.2%、2014年3.3~4.0%)。一方、失業率については、バーナンキ議長が指摘するように一時的な動きにとどまる可能性はあるにしろ、3月の失業率が既に8.2%と2012年予想レンジの下限まで低下しており、2012年(1月時点8.2~8.5%)及び2013年(同7.4~8.1%)の予想が幾分引き下げる可能性が高い。

## 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

## 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。

2014年（同6.7～7.6%）は据え置きを見込む。

インフレ率については、原油やガソリン価格及び労働需給を示す失業率の動向を踏まえ、2012年見通しがPCEデフレーター（1.4～1.8%）とコアPCEデフレーター（1.5～1.8%）ともに若干ながら上方修正される可能性がある。但し、サービス価格を左右する賃金上昇率は低位推移が続き、また期待インフレ率も安定しているため、インフレ目標の2%を上回る見通しは示されないと考える。

政策金利パス見通しについては、タ力派が政策金利の引き上げタイミングを若干前倒しする可能性がある。FOMC投票権者に比べ、FOMC参加者全体はタ力派比率が高いため、そうしたタ力派の予想修正によって、SEPにおける政策金利パス想定の分布も変わりうる<sup>13</sup>。現在の金融市場では追加緩和期待が強いため、そうした政策金利パス見通しの変化がサプライズとなり、相場変動をもたらす可能性には注意が必要かも知れない。しかし、本レポートで示したように、FOMCステートメントを左右する投票権者のスタンスは変わっていないため、時間軸文言の変更は予想されない。

## Stock Viewではオペレーション・ツイストの次の一手は不要

6月に終了するオペレーション・ツイストについては、イエレン副総裁の発言が手掛かりになる。Fedは従来から資産買入について買入フローではなく資産残高を重視する考え（Stock View）を示しており、それはオペレーション・ツイストに関しても同様である。すなわち、Fedの考えでは、長期金利などに及ぼす影響は、オペレーション・ツイスト終了で完成する長期債と短期債のFedポートフォリオ（本来はFedではなく市場のポートフォリオ）に依存する。そのため、現行の緩和的な金融政策の継続は、オペレーション・ツイストにより成し遂げられたポートフォリオの維持を意味する。従って、既に償還元本の再投資が行われていることも踏まえれば、オペレーション・ツイストの終了に際して行われるとすれば、ポートフォリオ維持の指針の明示程度ではないだろうか。この程度であれば、4月FOMCで事前にアナウンスする必要はない。

<sup>13</sup> この点についての詳細は、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。