

金融政策見通しの収斂が進む（4月FOMC）

4月FOMCは予想通りの様子見スタンス継続。大幅な景気減速があれば追加緩和との選択肢は残るが、6月FOMCのメインシナリオは「2014年後半」の時間軸維持、オペレーション・ツイスト終了、追加緩和なし。SEPでは、金融政策予想の収斂が進むと同時に、分布が幾分引き締め寄りへ変化。この変化が、2012年と2013年の金融政策運営に断層を生む可能性。SEPに示された失業率とインフレ率、金融政策の予想は整合的だが、成長率予想には不整合な部分も。

Fedは4月24～25日に今年3回目のFOMCを開催した。その結果は、市場及び当社の想定通り、前回の「様子見（Wait and See）」スタンスを基本的に継続するものであり、サプライズはない。政策金利のみならずオペレーション・ツイストや償還元本再投資などの資産買入政策にも変更はなく、時間軸文言も据え置かれた。また、今後の資産買入政策、すなわちQE3やオペレーション・ツイスト終了後に関しても示唆はない（公表文の金融政策部分は3月から全くの不变である）。ステートメントに示された景気認識も、基本的に据え置きであった。一方、経済及び金融政策見通しを示すSEP（The Summary of Economic Projection）では政策金利想定が若干引き締め方向へ修正され、追加緩和の可能性が幾分低下したことを示唆したものの、時間軸前倒しにつながるほどの内容ではなかった。以下、詳しく見ていく。

金融政策は完全に据え置き

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た。なお、ラッカー総裁は、3月FOMCと同じく、「2014年後半まで異例な低水準を正当化する」との経済環境予想について反対票を投じた。資産買入に関して、声明文（Statement）の記載は全く変更されず、6月で終了するオペレーション・ツイストに関しても新たな付記はない。

景気認識では国際金融市場を引き続き注視

声明文の景気に関する部分を見ると、まず総括判断は「米国経済は緩やかに拡大している」で据え置かれた。労働市場に関して最近の動きを反映した表現変更や、住宅市場について足元の改善を認める表現の追加はあるが、基本的に経済統計の公表を素直に反映したものととどまり、従来からの慎重なスタンスが維持されている。なお、国際金融市場に関しては、3月にあった「（緊張が）緩和されている」との表現が削除され、欧州債務問題が米国経済に及ぼす悪影響をFedが引き続き注視していることが読み取れる。なお、景気見通しの部分に、将来の緩やかな成長加速に関する文言が追加されているが、表現の精緻化の域を出ず、判断の修正とは言えないだろう。インフレに関しては、原油・ガソリン価格に対する現状評価及びインフレ率全体に及ぼす影響の評価が精緻化された。インフレ注視度合いの高まりを示唆するものではあるが、原油・ガソリン高の影響は「一時的」なものにとどまるとする従来の判断を大きく修正するものではない（詳細は次ページの表を参照）。

失業率見通しが改善、インフレ見通しも引き上げ

SEPにおける新たな経済見通しは、失業率やインフレなどは想定通りだったが、成長率予想は予想外の修正が行われた。解釈の容易な部分から見ると、まず失業率予想（以下、いずれも中心傾向値）は2012年が8.2～8.5%から7.8～8.0%へ、2013年も7.4～8.1%から7.3～7.7%へと下方修正された（改善方向への修正）。2014年も6.7～7.6%から6.7～7.4%へ、僅かだが下方修正である。2012年の大きめの修正は、失業率の1～3月期の予想外的大幅低下を反映したことによる発射台の修正の影響が大きい。2013年以降

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	3月	4月
景気の現状判断	<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>	<p>[T]he economy has been expanding moderately.</p> <p>Labor market conditions have improved further in recent months; the unemployment rate has declined notably but remains elevated.</p> <p>Household spending and business fixed investment have continued to advance.</p> <p>Despite some signs of improvement, 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>労働市場は最近さらに改善した。失業率は顕著に低下したが、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>住宅部門は一部で改善の兆しが見られるものの落ち込んだ状態が続いている。</p>
景気見通し	<p>The Committee expects moderate 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合う水準に向けて、緩やか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>	<p>The Committee expects economic growth to remain moderate over coming quarters and then to pick up gradually. Consequently, the Committee anticipates that the unemployment rate will decline gradually toward levels that it 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、今後数四半期の経済成長が引き続き緩やかなものにとどまった後、徐々に加速すると予想している。その結果、失業率はデュアルマンデートに合う水準に向けて、緩やか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, although prices of crude oil and gasoline have increased lately. 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>	<p>Inflation has picked up somewhat, mainly reflecting higher prices of crude oil and gasoline. However, longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>主として原油とガソリン価格の上昇を反映してインフレ率は幾分上昇した。しかし、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 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合うもしくは下回る水準で推移すると予想される。</p>	<p>The increase in oil and gasoline prices earlier this year is expected to affect inflation only temporarily, and the Committee anticipates that subsequently inflation will run at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate.</p> <p>今年に入ってから原油・ガソリン価格の上昇がインフレに及ぼす影響は一時期なものに限られ、その後、インフレ率はデュアルマンデートに合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。

の修正も加味すれば、先行きの雇用認識は1月SEP対比で幾分改善したと反できる。

次にインフレ予想を見ると、PCE デフレーター見通しは、公表文でも言及された「原油・ガソリン価格の上昇」を反映して2012年が1.4~1.8%から1.9~2.0%へ、コアPCE デフレーターも1.5~1.8%から1.8~2.0%へ上方修正された。コアPCE デフレーターの上昇は、前述の失業率予想の修正を反映したほか、エネルギー価格上昇が他の領域へも多少は波及するためであろう。ただし、Fedの基本的な認識は、公表文にもある通り、期待インフレ率が安定している下では広範なインフレ加速には繋がらないというものである。なお、2013年と2014年のインフレ見通しについてはレンジの上限が2%で変わらない一方、1月見通しから下限が幾分切り上げられた。やはり、失業率予想の修正などが若干影響したと考えられる。

こうした失業率とインフレ率予想の修正は、後述する政策金利予想の引き締め方向への修正との関係も含め、概ね整合的であり、想定内でもある。予想外だったのは成長率予想の修正である。

2013・2014年の成長率予想下方修正はなぜか

成長率予想は、2012年1月時点の2.2~2.7%から2.4~2.9%へ若干上方修正される一方、2013年は2.8~3.2%から2.7~3.1%へ小幅に、2014年は3.3~4.0%から3.1~3.6%へ明確に下方修正された。2012年成長率予想の上方修正は1~3月期の経済データが良好であった点を反映したものであり、失業率予想の修正とも整合的だが、2013年と2014年予想の明確な下方修正には驚かされた。失業率やインフレ率、政策金利見通しと不整合なためである。ただ、中心傾向値ではなく全員の見通しで見ると、2013年は2.4~3.8%で全くの不変、2014年も1月時点の2.8~4.3%が2.9~4.3%へとほとんど修正はなく、また潜在成長率に相当する長期見通し(Longer-run)も不変であるため、集計上の問題に過ぎないのかも知れない。また、バーナンキ議長は、後述するように、断定はしていないが財政要因について言及している。

政策金利見通しは若干引締め方向へ修正

金融政策の透明性向上の一環として1月FOMCから公表が始まった政策金利予想は、4月に、その分布が若干、引締め方向へ変化した。まず、適切な金融引き締め開始時期を2016年とするFOMC参加者が2名からゼロに減る一方、2014年が5名から7名に増加した。1~3月期の経済動向を踏まえ、ハト派が利上げ開始タイミングを若干前倒ししたと推測できる。また、更に詳細な政策金利予想の分布からは、ハト派のみならず中間派の何名かも政策金利パスを上方修正したことが読み取れる(次ページのバブルチャートを参照)。1月SEPでは2014年末時点の政策金利を6名が0.25%、2名が0.5%、合計8名が0.5%以下と予想したが、4月SEPでは0.25%が4名、0.5%が3名の合計7名に減っている。但し、変化は小幅のため、前述のとおり公表文における時間軸の修正には繋がっていない。また、SEPはFOMC参加者全員によるものだが、公表文の決定を含めた金融政策の決定はFOMC投票権者が行うという違いもある。

FOMC参加者の見通し(SEP)

1.経済見通し

(%)	2012	2013	2014	Longer run
成長率	2.4~2.9	2.7~3.1	3.1~3.6	2.3~2.6
前回見通し	2.2~2.7	2.8~3.2	3.3~4.0	2.3~2.6
失業率	7.8~8.0	7.3~7.7	6.7~7.4	5.2~6.0
前回見通し	8.2~8.5	7.4~8.1	6.7~7.6	5.2~6.0
PCEデフレーター	1.9~2.0	1.6~2.0	1.7~2.0	2.0
前回見通し	1.4~1.8	1.4~2.0	1.6~2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.8~2.0	1.7~2.0	1.8~2.0	-
前回見通し	1.5~1.8	1.5~2.0	1.6~2.0	-

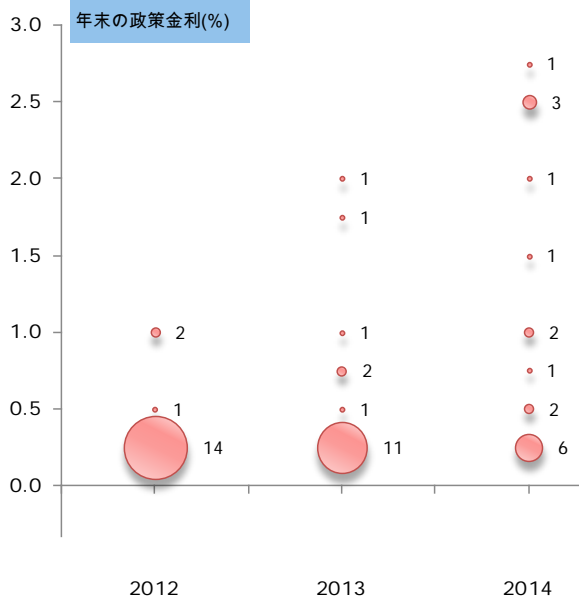
(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2.金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	3	7	4	0
前回見通し	3	5	4	2

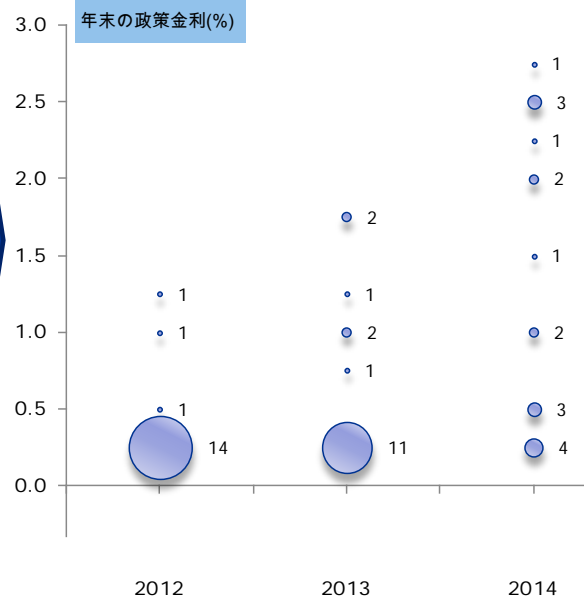
(出所) Fed

適切な金融引き締めペース(1月時点)



(出所) Fed

適切な金融引き締めペース(4月時点)



(出所) Fed

バーナンキ議長もオペレーション・ツイストの後継を否定

SEP が公表される FOMC では、議長による記者会見も行われる。但し、今回の記者会見で、バーナンキ議長は、金融政策に関しては、目新しい見解を示さなかった。まず、現在の金融政策が極めて緩和的であり、かつ適切と論じた上で、経済状況に応じて、「追加緩和策の準備がある（[Additional easing] remains on the table）」と従来の見解を繰り返した。

6月で終了するオペレーション・ツイストについては、債券投資家からの期待を「金融政策は投資家を失望させないためにも、失望させるためにも、行うものではない」とけん制した上で、イエレン副議長も講演¹で言及した Stock View に基づき、オペレーション・ツイストが終了してもポートフォリオ構成が維持されれば、金利には影響しないと指摘した。

バーナンキ議長は、景気関連については、前述した SEP における 2013 年と 2014 年の成長率見通しが下方修正された背景として、2013 年以降の財政引き締めによる、いわゆる「財政の崖 (Fiscal Cliff)」が影響した可能性を示唆した。また、3月の雇用統計悪化については好天で 1~2 月に雇用が前倒しされた反動と 2008~2009 年の深刻な金融危機で季節調整が上手く機能していない可能性²を指摘している。

金利見通しの実名公表を検討

記者会見で、ややサプライズとなったのはコミュニケーション政策についてである。1月のインフレ目標導入や政策金利見通しの公表後も、Fed がコミュニケーションと透明性の向上策を検討し続けているのは周知の事実である。今回、バーナンキ議長は、その向上策の一つとして、個々の Fed 参加者の金利見通しを特定できる方法を検討していることを明らかにした。

¹ “The Economic Outlook and Monetary Policy” Janet L. Yellen, April 11, 2012

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

² 金融危機で深刻に雇用が落ち込んだのと同月の計数が過剰に押し上げられる問題が指摘されている。

4 月 FOMC で判明したのは金融政策見通しの収斂

それでは結局のところ、今回の FOMC、すなわち公表文と SEP、そしてバーナンキ議長の記者会見によって、何が判明したのか。最も重要なのは、FOMC 参加者の金融政策見通しの収斂が進んだ点であろう。SEP の政策金利見通しは、QE3 などの追加緩和に執心する極端なハト派が減り、講演などで明確なタカ派スタンスを示している一部参加者を除けば、初回利上げは 2014 年と見る参加者が大勢を占めることを示している。加えて、バーナンキ議長の記者会見も踏まえれば、「少なくとも 2014 年後半まで」とする現在の時間軸が当面は維持され、QE3 などの追加緩和策は行われず、オペレーション・ツイスト後の後継策も実施されないことが、FOMC のコンセンサスになったというのが、4 月 FOMC のメッセージと言える。これは 4 月 SEP のインフレ予想の中央値が下限の切り上げにより 2% へ接近し、失業率予想も下方修正された（改善方向へ修正された）こととも整合的である。

従って、大幅な景気減速がない限り、6 月 FOMC では時間軸の現状維持とオペレーション・ツイストの予定通りの終了が決定される可能性が高いと言える。もちろん、バーナンキ議長が述べたように、想定を上回る景気減速が生じれば QE3 を含めた追加緩和がありうるが、実施に向けたハードルは低くない。

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

新たなリスクと残された疑問

その一方で、4 月の FOMC は将来に向けたリスクと一つの疑問も残した。将来に向けたリスクは、金融政策運営の断層である。既に述べたように、SEP の政策金利見通しでは 2014 年末の政策金利を 0.5% 以下と見る FOMC 参加者が 8 名から 7 名へ減少した。現在の FOMC 投票権者はハト派寄り³のため「少なくとも 2014 年後半まで」とする時間軸が維持されているが、投票権者が 2013 年に交替すれば、時間軸が修正される可能性があり、金融政策運営に断層が生じかねない。残された疑問は、繰り返しになるが、2013 年以降の成長率予想についてである。理由が何であれ、失業率予想が下方修正され（改善方向に修正され）、インフレ率予想は上方修正、政策金利見通しも幾分引き締め方向に修正された。ここまでは整合的である。しかし、その一方で、成長率予想が 2013 年と 2014 年については引き下げられており、他と不整合な動きを示している。既に述べたように、一つの解釈は、集計上の問題に過ぎないとの解釈であり、もう一つの解釈は「財政の崖」が影響したというものであるが、現時点で断定はできない。今後の FOMC 参加者による講演などで確認していく必要があるだろう。

³ 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。