

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

FOMC プレビュー

米国経済は 6 月 FOMC における参加者の想定よりも減速。投票権者に含まれる中間派 2 名が、現在の経済状態が継続する場合の追加金融緩和に対する支持を明言。6 月 FOMC で条件付き追加緩和支持とした投票権者の動向により、早いタイミングで QE3 が決断される可能性あり。経済指標に左右される部分は大きいですが、8 月 1 日に QE3 の実施が決定される可能性を過小評価すべきではない。

7 月 31 日～8 月 1 日に、FOMC が開催される。最大の焦点は、Fed が追加緩和策を打ち出すか否かである。Fed は前回 6 月 19～20 日にオペレーション・ツイストの 2012 年末までの延長を決定しており、通常であれば、追加緩和の効果を見極めるために現状維持が選択される可能性が高い。しかし、米国経済は FOMC 参加者の想定以上に減速しており、様子見が許されない状況とも言える。米国経済の現状と FOMC 参加者の見解を確認した上で、当社の FOMC 予想を示す。

a) 米国経済の現状

6 月 FOMC 以降に公表された主要な経済指標により、以下の内容が明らかとなった。

景気の下振れを示唆

6 月雇用統計：雇用情勢の（更なる悪化はなかったが）低位推移

5 月個人消費支出や 6 月小売売上高、6～7 月マインド調査などの消費関連データ：消費失速

6 月 ISM 調査：企業景況感の悪化、特に製造業は中立水準の 50 割れ

景気の底堅さを示唆

6 月鉱工業生産：4～6 月期は減速したものの、増勢を維持

5～6 月住宅関連データ：住宅市場の持ち直し

また、7 月 9 日までの情報に基づき編集されたページブックでは、総括判断が前回の「緩やかなペースで拡大」から「緩やか、または穏やかなペースで拡大」へ下方修正された¹。

住宅関連など米国経済の底堅さを示したデータもあるが、減速を示唆したものの方が多い。中でも、目立ったのは消費関連データの失速である。特に 4～6 月期の小売売上高は金融危機で落ち込んだ 2009 年 1～3 月期以来の減少に転じた

FOMC 参加者の見通し変化(SEP)

1. 経済見通し

	(%)	2012	2013	2014	Longer run
成長率	6月	1.9 2.4	2.2 2.8	3.0 3.5	2.3 2.5
	4月	2.4 2.9	2.7 3.1	3.1 3.6	2.3 2.6
	1月	2.2 2.7	2.8 3.2	3.3 4.0	2.3 2.6
失業率	6月	8.0 8.2	7.5 8.0	7.0 7.7	5.2 6.0
	4月	7.8 8.0	7.3 7.7	6.7 7.4	5.2 6.0
	1月	8.2 8.5	7.4 8.1	6.7 7.6	5.2 6.0
PCEデフレーター	6月	1.2 1.7	1.5 2.0	1.5 2.0	2.0
	4月	1.9 2.0	1.6 2.0	1.7 2.0	2.0
	1月	1.4 1.8	1.4 2.0	1.6 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	6月	1.7 2.0	1.6 2.0	1.6 2.0	-
	4月	1.8 2.0	1.7 2.0	1.8 2.0	-
	1月	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	6月	3	7	6	0
	4月	3	7	4	0
	1月	3	5	4	2

(出所) Fed

¹ 判断は 12 地区中「緩やか (moderate)」が 5 地区 (前回 7 地区)、「穏やか (modest)」が 3 地区 (前回 3 地区)。なお、前回「moderate」としていた 2 地区は「modest」ではなく、更なる減速 (slower pace since the last report) と記載しており、その 2 地区を含めれば、「modest」が 5 地区となる。

(前期比年率 0.8%)

足元の経済データはFOMC参加者の想定を下回る

足元の経済指標に基づき、当社は4~6月期の成長率予想を前期比年率1.2%²(1~3月期1.9%)へ下方修正したが、こうした4~6月期の低成長は、FOMC参加者が6月FOMCで想定した成長率を下回っている可能性が高い。

FOMC参加者の見通しは、1月FOMC時点の慎重な計数が、1~3月期の好調な雇用や消費データを踏まえ4月時点で上方修正された後、6月FOMCで1月時点を大きく下回る水準まで下方修正された。しかし、現時点で見通しを問われれば、6月見通しよりも更に下方修正する参加者が多いと推測される。なお、FOMC参加者による、次の見通しが示されるのは9月FOMCとなる(今後は3月、6月、9月、12月のFOMCにおいて見通しを公表する予定)。

b)FOMC参加者の見解

6月FOMC後に明確な見解を示したFOMC投票権者はそれほど多くない。ハト派の地区連銀総裁2名と中間派の地区連銀総裁2名、そしてバーナンキ議長である³。

ウィリアムズ総裁は追加緩和策として資産購入を提示

まず、ハト派から見ると、NY連銀のダドリー総裁は6月29日にプエルトリコで行った講演⁴において、6月雇用統計などが未公表のタイミングだったこともあり、「国内経済の減速度合いを判断するには追加情報が必要」と述べるにとどめた。但し、ダドリー総裁は筋金入りのハト派と考えられ、追加緩和に否定的ではないだろう。また、同じハト派であるサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁は7月9日の講演⁵において、追加緩和が必要との明言こそ避けたものの、デュアルマンデートの達成に向けてFOMCが必要な対策を講じる準備ができていることを述べると共に、その対策としてはQE3などに代表される追加資産購

FOMCの投票権者

	2011年10名	2012年12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	パウエル理事(2012/5/25就任)	新任 スタンスは不明
	欠員	スタイン理事(2012/5/30就任)	新任 スタンスは不明
地区連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁	ハト派,FOMC副議長
	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
	ブロッサー・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。

² 7月17日付 Economic Monitor 「極めて弱い6月米小売売上高がQE3を促す」を参照。

³ デューク理事が7月20日に行った講演は米国の現在の金融政策に言及していないため、割愛。

⁴ "There are important issues - such as the outlook in Europe and the degree to which we have lost underlying momentum at home - where more information is needed before making an informed judgment" June 29, 2012, William C. Dudley

⁵ "The Economic Outlook and Challenges to Monetary Policy" July 9, 2012, John C. Williams

入が最も効果的と指摘している。

We are falling short on both our employment and price stability mandates, and I expect that we will make only very limited progress toward these goals over the next year. Moreover, strains in global financial markets raise the prospect that economic growth and progress on employment will be even slower than I anticipate. In these circumstances, it is essential that we provide sufficient monetary accommodation to keep our economy moving towards our employment and price stability mandates.

If further action is called for, the most effective tool would be additional purchases of longer-maturity securities, including agency mortgage-backed securities. These purchases have proven effective in lowering borrowing costs and improving financial conditions.

At the Fed, we take our dual mandate with the utmost seriousness. This is a period when extraordinary vigilance is demanded. We stand ready to do what is necessary to attain our goals of maximum employment and price stability.

なお、同じくハト派に属するイエレン副議長は講演を行っていない。

中間派は現在の経済状態が続けば追加緩和が必要との判断

中間派の2名の地区連銀総裁、アトランタ連銀のロックハート総裁とクリーブランド連銀のピアナルト総裁は、極めて興味深い講演を行なっている。ロックハート総裁は7月13日の講演⁶において、6月FOMCでの見通し下方修正が、突然かつ重大な部類に属する変更 (a rather abrupt and material adjustment) であり、それがオペレーション・ツイストの変更に繋がったことを認めた上で、更なる追加緩和に関する考察を行なった。ロックハート総裁は、追加緩和が「魔法の薬 (a miracle cure)」ではないと過度の期待を牽制しつつも、最近のほとんどのデータが示唆するような(低調な)軌道を経済がたどり、年末から2013年にかけて成長及び雇用が改善するとの見通しが狂うのであれば、現在の金融政策を支持しない、すなわち追加緩和が必要になるとのスタンスを表明している。

It's possible another policy decision looms. My colleagues and I on the FOMC may confront a decision on whether or not to respond more aggressively to the economy's apparent weakness.

On the likely effectiveness of further monetary stimulus—a policy that would necessarily be brought to bear at least in part through credit channels—I think we should have modest expectations about what further action can accomplish. I do not think this means monetary policy is impotent or has reached its limit. But I don't see more quantitative easing or similar policy action as a miracle cure, especially absent fixes in policy areas outside the central bank's purview.

[M]y support for the current stance of policy rests on a forecast that sees a step-up of output and employment growth by year-end and into 2013. If the economy continues on the track indicated by the most recent incoming data and information, that forecast will become untenable, as will the policy premises underlying it.

また、ピアナルト総裁は7月17日の講演⁷において、ロックハート総裁と概ね同趣旨だが、よりシンプルに自身の見解を述べている。すなわちピアナルト総裁は、現時点で2012年の成長率を2%と予想するが、

⁶ “The Debate Over Further Monetary Action” July 13, 2012, Dennis P. Lockhart

⁷ “Monetary Policy in Challenging Times”

その達成のためには 2012 年後半の成長加速が必要であり、もし現在の景気減速が続くのであれば、追加緩和の実施が正当化されるとの見解を明示しているのである。

When all is said and done, I am expecting growth to come in for 2012 just around 2 percent, and I would add that reaching this level of moderate growth is going to require some acceleration in growth in the second half of this year.

My outlook calls for the pace of growth to pick up over the course of this year and into 2013 as the headwinds holding back the recovery gradually abate. I also expect inflation to remain close to 2 percent. If the expansion were to continue to lose momentum, and inflation threatened to run persistently below 2 percent, additional policy action could be warranted.

バーナンキ議長は踏み込んだ示唆を示さず

最後に、バーナンキ議長は、7 月 17 日に上院、18 日に下院で行った議会証言⁸において、「物価安定の下で一段と強い景気回復と持続的な雇用市場の改善を促進するため、適切に追加措置を講じる用意がある」と 6 月 FOMC ステートメントに明記したことを述べるにとどめ、今後の金融政策に関する踏み込んだ示唆は行わなかった。但し、バーナンキ議長が用いた「明記 (the Committee made clear at its June meeting that ...)」との表現は弱いものではない。なお、議員との質疑応答では、追加緩和手段として 資産買入、銀行貸出増加のための連銀貸出の利用、IOER 金利 (超過準備預金への付利金利) の引き下げ、コミュニケーション政策 (時間軸政策) などがあることを示した上で、そうした手段は軽率に利用されるべきではないが、依然として効果を有すると述べている。

Reflecting its concerns about the slow pace of progress in reducing unemployment and the downside risks to the economic outlook, the Committee made clear at its June meeting that it is prepared to take further action as appropriate to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability.

6 月 FOMC 以降に金融政策に関する見解を表明した FRB 理事はいないが、新任のスタイン理事が共同論文⁹を公表し、金融政策が長期金利に大きな影響を及ぼすとの見解を明らかにしている。

c) FOMC 予想: 8 月 QE3 の可能性を過小評価すべきではない

以上の FOMC 投票権者の見解を踏まえた上で、6 月 19~20 日 FOMC の議事要旨 (Minutes) を見直すと、「デュアルマンドート達成のために追加緩和が必要」と指摘した「2~3 名の投票権者 (A few members)」はウィリアムズ総裁、ダドリー総裁、イエレン副議長である可能性が高い (うち 2 名か?)。一方、「景気回復が失速し、下振れリスクが顕著に高まった場合、インフレがマンドートを大きく下回る場合に、追加緩和が正当化される」と条件付き緩和支持を述べた「数名の投票権者 (Several others)」のうち 2 名は、ロックハート総裁とピアナルト総裁であると考えられる。

2012 年 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
2012/7/31-8/1	
2012/9/12-13	SEP, 記者会見
2012/10/23-24	
2012/12/11-12	SEP, 記者会見

FOMC は年 8 回。

6 月 FOMC において条件付き緩和支持を示した 2 名の地区連

(出所) FRB

⁸ "Semiannual Monetary Policy Report to the Congress" July 17 & 18, 2012, Chairman Ben S. Bernanke

⁹ "Monetary Policy and Long-Term Real Rates" July 2012, Samuel G. Hanson and Jeremy C. Stein

銀総裁、ロックハート総裁とピアナルト総裁が、その後の講演において、議事要旨に示された見解から一歩踏み込んで、現在の景気低迷が続く見通しを下方修正する必要がある場合に追加緩和を支持する旨を明言した点は重要であろう。重要なのは、追加緩和のために更なる景気失速が必要という訳ではなく、金融政策現状維持のために景気再加速が必要と示している点である。加えて、議事要旨を参考にすれば、同様の見解に傾いている可能性がある参加者が他に1~3名存在する。

6月の小売売上高など更なる景気失速や景気低迷の継続を示唆する指標が増えており、条件付き金融緩和と支持派が、追加緩和が必要との判断へ、早晚転じる可能性を否定出来ない。その場合、3名のハト派（イエレン副議長、ダドリー総裁、ウィリアムズ総裁）も当然に追加緩和の実施を支持すると見込まれる。タカ派のラッカー総裁は、反対票を投じ続けると考えられるが、12名の投票権者のうち、過半数に近い投票権者（5~8名）が追加緩和支持に傾けば、バーナンキ議長がそれを止めるとは考えにくい、というよりも支持するだろう。なお、残りのFRB理事は、バーナンキ議長の判断に従い、追加緩和を支持すると予想される。

問題は、その2012年下期の景気回復見通しに対する諦めを次回7月31日~8月1日のFOMCで行うのか、それとも回復への希望を残して9月12~13日のFOMCへ判断を先送りするのかである。冒頭で述べたように、オペレーション・ツイストの効果により9月FOMCまで待つだけの余裕があるとの判断も正当化され得るが、個人消費などを中心とした足元の経済指標の急速な悪化は手遅れになる前に追加対策を講じる必要性を提示しているように思われる。今後発表される経済指標に左右される部分は大きいですが、8月1日にQE3の実施が表明される可能性を過小評価すべきではないだろう。いずれにしろ、FOMC投票権者は、ギリギリまで経済動向をフォローした上で決断せざるを得ない（7月26日：6月耐久財受注、7月27日：4~6月期GDP¹⁰、7月31日：6月個人所得・支出、8月1日：7月製造業ISM指数）。

なお、次回7月31日~8月1日のFOMCにおいてQE3実施などに至らない場合、8月末に行われるジャクソンホール・カンファレンスが再び注目を集めることになる。

¹⁰ 4~6月期GDPの公表に際し、例年通りの遡及改訂が施される。その遡及改訂によって景気認識が大きな変更を迫られる可能性もある。