

FOMC は現状維持も、追加緩和へ歩み寄る

FOMC は、定性的な景気見通しを維持し、現状維持を選択。しかし、今後については、「必要に応じ追加緩和を実施する」との文言を明記し、追加緩和実施に明確に近づいたことを示唆。9 月に QE3 が実施される可能性は 5 割超と認識。

FOMC は追加緩和見送り

Fed は 7 月 31 日～8 月 1 日に FOMC(連邦公開市場委員会)を開催し、金融政策の据え置きを決定した。6 月 FOMC で 2012 年末まで延長されたオペレーション・ツイストや「2014 年後半まで FF 金利を異例の低水準に維持する」との時間軸文言に変更はない。米国経済は減速が鮮明化しており、現時点までの経済データを見る限り 7～9 月期も低成長が続く可能性は高いが、FOMC 投票権者は今後の景気持ち直しへの期待を残し、追加緩和の決断を先送りする道を選んだ。なお、ラッカー総裁は、時間軸文言の期間明示の修正を求め、反対票を投じた。

景気の現状判断を下方修正も、定性的な先行き見通しは変えず

今回のステートメント(声明文)の修正¹は、技術的な部分を除けば、それほど多くない。まず、2 四半期連続の潜在成長率を下回る低成長²を踏まえ、景気の総括判断は 6 月の「緩やかに拡大している(expanding moderately)」から「今年上半期にかけて幾分減速した(decelerated somewhat)」へ下方修正された。しかし、判断時点の変化に伴う微修正を除けば、雇用や消費、投資などに関する項目の判断は 6 月 FOMC から基本的に据え置かれており、景気の総括判断こそ下方修正したものの、景気認識に関する踏み込んだ修正は見送ったことが読み取れる。

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	6月	8月
今後の金融政策	<p>The Committee 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.</p> <p>FOMCは物価安定の下で、一段と強い景気回復と持続的な雇用環境の改善を促すため、追加措置を適切に講じる用意がある。</p>	<p>The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments and will provide additional accommodation as needed to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability.</p> <p>FOMCは、今後の経済・金融動向に関する情報を注視し、物価安定の文脈の中で一段と強い景気回復と持続的な雇用環境の改善を促進するため、必要に応じ追加緩和を実施する。</p>
反対票	<p>Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who opposed continuation of the maturity extension program.</p> <p>ラッカー総裁は、MEP(オペレーション・ツイスト)の延長に反対して、反対票を投じた。</p>	<p>Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who preferred to omit the description of the time period over which economic conditions are likely to warrant an exceptionally low level of the federal funds rate.</p> <p>ラッカー総裁は、政策金利を異例の低水準に維持することが経済状況により正当化される公算が大きいとの文言における「期間」の言及削除を主張し、反対票を投じた。</p>

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

¹ 詳細はレポート末尾の表を参照。

² 27 日公表された GDP 統計によると、1～3 月期は前期比年率 2.0%、4～6 月期は 1.5%の低成長だった。

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。

追加緩和見送り判断の根拠になっているのは、先行きの経済見通しの維持である。すなわち、今回の FOMC でも、6 月 FOMC と同様の「今後数四半期の経済成長が引き続き緩やかなものとどまった後、極めて緩やかに加速する」との文言が維持されている。2012 年後半から米国経済は回復へ向かうとする 6 月の FOMC 参加者の見通しは（基本的に）維持されており、故に追加緩和は現時点で必要と判断されない、とのロジックである。

FOMC の認識は追加緩和実施へ明らかに近づく

一方で、追加緩和実施の可能性が 6 月 FOMC 段階より高まった点も、今後の金融政策に関わるステートメントの表現からは明らかである。今回のステートメントでは「今後の経済・金融動向に関する情報を注視し」と次回 FOMC までの情勢変化（もしくは不変化）が政策判断に極めて重要な点を敢えて付記した上で、6 月 FOMC の「追加措置を講じる用意がある（prepared to take further action）」から、大きく歩み込んで「必要に応じ追加緩和を実施する（will provide additional accommodation）」との意思が示されている。

7～9 月期も景気低迷が続く可能性は高い

今回の追加緩和決断先送りは、FOMC 投票権者にとって極めて微妙な決断だったと考えられる。4～6 月期の GDP は低い伸びにとどまったが、遡及修正もあり、事前予想より良好だった³。但し、米国経済の 7 割を占める個人消費は 4～6 月期に月を追う毎に減速していたことが小売売上高や個人支出統計から確認され、7～9 月期も景気低迷が継続する可能性は高い。FOMC ステートメントの定性的な見通しは変わらなかったが、定量的には 2012 年成長率見通しを引き下げた参加者が多数のはずである。

マインド改善による消費性向上昇に望み？

それでも、FOMC 投票権者が、ステートメントにおける定性的な景気見通しを変更しなかった理由の一つは、4～6 月期の個人消費低迷が所得鈍化ではなく、マインド悪化に伴う消費性向低下によってもたらされていたためであろう。可処分所得は 4～6 月期に前期比年率 4.0%（1～3 月期 6.0%）と 2 四半期連続で高めの伸びを示したが、マインド悪化により消費性向が低下したために、消費支出は 1.5%（1～3 月期 2.4%）と低い伸びにとどまった。その結果、貯蓄率は 1～3 月期 3.6% が 4～6 月期は 4.0%（6 月単月では 4.4%）へ上昇している。そして、そのマインド悪化の主たる要因の一つである欧州債務問題の行方に影響を及ぼす可能性のある ECB の金融政策判断が、FOMC の翌日（8 月 2 日）に示される点も、FOMC 投票権者に決断先送りの誘引を与えたと考えられる。ステートメントには「経済動向」だけではなく「金融動向の情報を注視し」と記されており、ECB の金融政策判断とその後の金融市場の反応を見極めたいとの思いが滲み出ている。

9 月追加緩和の可能性は 5 割超

追加緩和の決断は先送りされたが、分の良い勝負とは言い難いだろう。繰り返しになるが、消費支出データを素直に読めば 7～9 月期も低成長継続の可能性が高い。また、足元の経済データは一層の悪化こそ示してはいないものの、製造業 ISM 指数が 7 月に 2 ヶ月連続の 50 割れ⁴となるなど多くは底這いである。一層の景気悪化がなくとも、景気停滞が続けば、FOMC 参加者見通しは実現しない。金融市場の好転やガ

³ 7 月 30 日付 Economic Monitor「米国経済は減速鮮明だが、時間的余裕が生まれたと FOMC 参加者が判断する可能性も（4～6 月期の米 GDP 成長率）」を参照。

⁴ 製造業 ISM 指数は 6 月 49.7、7 月 49.8 と 2 ヶ月連続で中立水準の 50 割れ。

ソリン価格下落、そして雇用情勢の再加速などを受けて、家計や企業の財布の紐が緩み、支出拡大へ繋がることが、FOMC参加者の見通し達成には必要である。

当然ながら今後の景気動向次第であるが、当社では現時点で、9月のFOMCにおいて景気見通しの下方修正が示された上で、QE3などの追加緩和が実施される可能性を5割超と判断している。QE3実施となれば、同時に時間軸の延長も行われるだろう。但し、IOER（超過準備預金への付利金利）の引き下げは追加緩和オプションとして見込んでいない。なお、8月末には恒例のジャクソンホール・ミーティングが開催される。そこで、バーナンキ議長がQE3を示唆し、9月FOMCで実施との道筋がありうる。

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	6月	8月
景気の現状判断	<p>[T]he economy has been expanding moderately this year. However, growth in employment has slowed in recent months, and the unemployment rate remains elevated. Business fixed investment has continued to advance. Household spending appears to be rising at a somewhat slower pace than earlier in the year. Despite some signs of improvement, the housing sector remains depressed.</p> <p>米国経済は緩やかに拡大している。雇用の伸びは最近鈍化し、失業率は高止まりしている。設備投資は引き続き増加している。家計支出は、今年初めより幾分減速したペースで増加している模様だ。住宅市場は一部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>	<p>[E]conomic activity decelerated somewhat over the first half of this year. Growth in employment has been slow in recent months, and the unemployment rate remains elevated. Business fixed investment has continued to advance. Household spending has been rising at a somewhat slower pace than earlier in the year. Despite some further signs of improvement, the housing sector remains depressed.</p> <p>米国の経済活動は今年上半年にかけて幾分減速した。雇用の伸びは最近数カ月間緩慢であり、失業率は依然として高止まりしている。設備投資は引き続き増加している。家計支出は、今年これまでよりいく分減速したペースで増加している模様だ。住宅市場は一部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 economic growth to remain moderate over coming quarters and then to pick up very gradually. Consequently, the Committee anticipates that the unemployment rate will decline only slowly toward levels that it judges to be consistent with its dual mandate. Furthermore, 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、極めて緩やか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ドートに合う水準に向けて、緩慢なペースでのみ低下すると判断している。国際金融市場の緊張は、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 very gradually. Consequently, the Committee anticipates that the unemployment rate will decline only slowly toward levels that it judges to be consistent with its dual mandate. Furthermore, 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、極めて緩やか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ドートに合う水準に向けて、緩慢なペースでのみ低下すると判断している。国際金融市場の緊張は、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 declined, mainly reflecting lower prices of crude oil and gasoline, and longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>主に原油・ガソリン価格の下落を反映し、インフレ率は低下した。長期インフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation has declined since earlier this year, mainly reflecting lower prices of crude oil and gasoline, and longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>主に原油・ガソリン価格の下落を反映し、インフレは今年の早い時期から低下してきた。長期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>[T]he Committee anticipates that subsequently inflation will run at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate. インフレ率はデュアルマンドートに合うもしくは下回る水準で推移すると予想している。</p>	<p>The Committee anticipates that inflation over the medium term will run at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate. インフレ率はデュアルマンドートに合うもしくは下回る水準で推移すると予想している。</p>

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。