

2013 年最初の FOMC は無風だが、景気認識は実質好転

1 月 FOMC は予想通りの金融政策据え置き。ジョージ総裁が反対票も、タカ派のためサプライズはなし。景気認識は、表面的に下方修正だが、詳細に見ると実質的には好転。Fed は、現在の金融政策の延長線上に FOMC が求める経済成長が存在することを強調。なお、資産買入早期終了の示唆はなし。

予想通りの据え置き、ジョージ総裁が反対票

Fed は 1 月 29～30 日に 2013 年最初の FOMC を開催し、金融政策を据え置いた。すなわち、0～0.25% の FF 金利誘導目標、総額 850 億ドルの資産買い入れ（及び償還分のロールオーバー）、初回利上げのための失業率 6.5%、インフレ率 2%+0.5%Pt の数値基準に変更はない。昨年 12 月に大きな政策変更を行ったばかりであり、市場では政策変更は見込まれておらず、据え置きにサプライズはなかった。なお、定例の 1 年毎の輪番により FOMC 投票権者のうち地区連銀 4 名が今回の FOMC から交替した。新たな投票権者である地区連銀総裁のうち、カンザスシティ連銀のジョージ総裁は、今回の FOMC では金融緩和継続による金融不均衡リスクの高まりと長期の期待インフレ率上昇を懸念して、反対票を投じた。ジョージ総裁は就任後初めて FOMC で投票権を得たが、従来からタカ派と判断されており、意外感はない。一方、タカ派寄りと考えられるセントルイス連銀のブラード総裁は、反対票を投じなかった。後述するようにブラード総裁の行動は、資産買入停止のタイミングを考える上で重要である。

景気認識は、実質的に好転

今回の FOMC 後に示された公表文（Statement）において、金融政策部分に関する変更は、形式的なものを除けば、極めて少ない。一方、景気判断部分は、現在の FOMC の認識における微妙なニュアンスを示すために工夫が図られている。2012 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 0.1%と金融危機以来のマイナスへ転じたことを受けて、景気の現状判断は「最近足踏み（paused in recent months）」と記され、表面的には前回 12 月の「最近数カ月間緩やかなペースで拡大を続けた」から下方修正された。しかし、足踏みについては「天候関連の混乱や他の一時的要因が主因となって」との注記を加えることで、足元の足踏みがトレンド的な動きではないとの認識を滲ませている。実際、背景説明部分では、設備投資

FOMCの投票権者

	2012年12名	2013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
	パウエル理事(2012/5/25就任)	パウエル理事	バーナンキ議長追随
	スタイン理事(2012/5/30就任)	スタイン理事	バーナンキ議長追随
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
	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	エバンス・シカゴ連銀総裁	ハト派
	ロックハート・アトランタ連銀総裁	ボストン連銀ローゼングレン総裁	ハト派寄り
	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	セントルイス連銀ブラード総裁	タカ派寄り
	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	カンザスシティ連銀ジョージ総裁	タカ派

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

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。見直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。

と住宅に関する判断が従来から好転し、実質的には景気判断の上方修正とも言える内容である。

現在の金融政策の延長線上に米国経済の正常化が存在

こうした景気判断の実質的な好転を受けて、景気見通しに関する記載も変更された。従来は「一段の政策による緩和がなければ、経済成長は労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある点を、FOMC は引き続き懸念している」と記載され、下振れリスクと追加緩和の重要性を強調していた。一方、今回は「適切な金融緩和政策により経済成長が緩やかなペースで進み、失業率はFOMCのデュアルマンドートと整合する水準へ向けて段階的に低下するとFOMCは予想している」との記載に変更、現在の金融政策の延長線上にFOMCが求める経済成長が存在することが明示されている。こうした記載の変更には、もちろん、12月に追加緩和を行ったことが反映されているが、同時にFOMC投票権者による少なくとも民需に関する限りは回復が底堅さを増しつつあるとの認識も織り込まれていると考えられる。また、国際金融市場に関しても、欧州市場の改善を背景に「緊張が幾分後退」したとの判断が示され、下振れリスクの度合いから「重大な」が削除された。

今回のFOMC公表文は、投票権者が現状政策の延長線上に、米国経済（とりわけ雇用市場）の正常化と、資産買入の終了及び利上げと言う金融緩和政策の修正を見据えていることを示すものと言える。米国経済が「財政の階段」を踏み外すリスクは残っているが、そうした財政問題を別とすれば下振れリスクは顕著

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	12月	1月
景気 の 現 状 判 断	<p>[E]conomic activity and employment have continued to expand at a moderate pace in recent months, apart from weather-related disruptions. Although the unemployment rate has declined somewhat since the summer, it remains elevated. Household spending has continued to advance, and the housing sector has shown further signs of improvement, but growth in business fixed investment has slowed.</p> <p>米国の経済活動と雇用は、天候に関連した混乱を除き、最近数カ月間緩やかなペースで拡大を続けた。失業率は、夏以降、幾分低下したものの、依然として高止まりしている。家計支出は拡大を続け、住宅セクターは一段の改善の兆しを示したが、企業による固定投資の伸びは鈍化した。</p>	<p>[G]rowth in economic activity paused in recent months, in large part because of weather-related disruptions and other transitory factors. Employment has continued to expand at a moderate pace but the unemployment rate remains elevated. Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has shown further improvement.</p> <p>天候関連の混乱や他の一時的要因が主因となって、経済活動は最近足踏みした。雇用者数は緩やかなペースでの拡大を続けているが、失業率は依然高止まりしている。家計支出や企業による固定投資は増加し、住宅セクターは一段と改善した。</p>
景気 見 通 し	<p>The Committee remains concerned that, without sufficient policy accommodation, economic growth might not be strong enough to generate sustained improvement in labor market conditions. Furthermore, strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>一段の政策による緩和がなければ、経済成長は労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある点を、FOMCは引き続き懸念している。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 that, with appropriate policy accommodation, economic growth will proceed at a moderate pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. Although strains in global financial markets have eased somewhat, the Committee continues to see significant downside risks to the economic outlook. 適切な金融緩和政策により経済成長が緩やかなペースで進み、失業率はFOMCのデュアルマンドートと整合する水準へ向けて段階的に低下するとFOMCは予想している。国際金融市場の緊張は幾分後退したが、引き続き経済見通しに対する重大な下振れリスクがあるとみている。</p>

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

に低下、米国経済が底堅さを増しつつある¹と、当社も判断している。

金融政策変更タイミングの前倒しは示唆されず

一方、金融政策の変更タイミングが前倒しされる兆候は、1月の公表文から読み取れない。冒頭に述べたように、ブラード総裁は政策据え置きに反対票を投じなかった。ブラード総裁は2013年内の失業率7.1%到達を前提に資産買入停止を、2014年半ばの6.5%到達を前提に利上げ開始を行うべきとの見解を示していることから、そうした見通しが今回のFOMC時点においては未だ確かではないとの判断から反対票を見送ったものと判断できる。やはり投票権者であるボストン連銀のローゼングレン総裁も失業率が7.25%に低下するまでの資産買入継続を提案している。見解を公表しているブラード総裁とローゼングレン総裁の投票行動や、講演等での見解に変化が見られれば、資産買入停止のタイミングを考える上で重要なシグナルとなる。

前回12月FOMCに際し公表された経済見通し（SEP：Summary of Economic Projection）では大勢見通しにおいて、2014年末の失業率が6.8～7.3%と予想されており、ブラード総裁とローゼングレン総裁が資産買入停止の基準とするレベルへの到達は未だはるか先である。少なくとも現時点において2013年中の資産買入停止の可能性は低い。当社では、FOMCの大勢予想（当社の失業率予想も2014年末6.9%であり概ね一致）に適う資産買入停止のタイミングは2014年前半から半ば、減額が行われる場合でも、減額のタイミングは2013年終盤以降と予想している。

¹ 2013年1月31日付 Economic Monitor「10～12月期は予想外のマイナス成長も米国経済は足場を固める」を参照。