

FOMC は資産買入縮小の検討具体化には時期尚早と判断

FOMC は労働、住宅の改善を評価しつつ、金融政策を据え置き。SEP では失業率見通しが引き下げられたにも関わらず、利上げ開始時期に関する見通しは若干後倒し。成長率とインフレ率の見通しは下方修正。FOMC は、資産買入の縮小判断を行う時期が近づいたと認識しつつも、そのアクションを実際に行うほどには、未だ経済情勢を楽観視はできないと判断。

利上げ開始時期の見通しは若干後倒し

Fed は 3 月 19 ~ 20 日に 2013 年二回目の FOMC を開催し、市場予想通り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）、初回利上げに課した失業率 6.5%、インフレ率 2% + 0.5% Pt の数値基準に変更はない。また、同時に公表された SEP（Summary of Economic Projections）において、FOMC 参加者は失業率見通しを引き下げたが（改善方向に修正したが）、利上げ開始時期に関する見通しは前倒しされるところか、寧ろ若干だが後倒しされており、FOMC が全体としてハト派的なスタンスを維持していることを改めて確認できる。なお、政策決定に対しては、1 月と同様に、カンザスシティ連銀のジョージ総裁が「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。

金融政策部分は分かりやすく修正

最初に、今回の FOMC 後に示された公表文（Statement）の金融政策部分を見ると、資産買入の継続判断に関する基準が、従来の「労働市場の見通しが著しく改善しない場合...想定される効果とコストを常に適切に考慮」という表現から「物価安定の下、労働市場の見通しが著しく改善するまで（until the outlook for the labor market has improved substantially）...想定される効果とコスト、及び経済目標の達成に向けた進捗度合い（the extent of progress toward its economic objectives）を引き続き適切に考慮」という表現へ修正された。変更点は、労働市場の見通し改善に「物価安定」が併記された点と、資産買入の効果とコストに「経済目標」が併記された点の二つであり、タカ派とハト派の両方の観点からバランスをとりつつ、表現を分かりやすく修正したものと位置づけられる。金融政策スタンスの変更は意味していない。

経済情勢判断は上方修正も慎重さを残す

次に、Statement の経済情勢部分を見ると、2 月以降に公表された良好な経済指標を踏まえ、米国経済が 1 月 FOMC で指摘した「昨年末の足踏み状態から脱して、緩やかな成長へ復帰（a return to moderate economic growth following a pause late last year）」したことが明記されている。また、内訳では、労働市場における「改善のサイン」と住宅セクターが「力強さを増した」点に言及、また前回まで触れていた国際金融市場の緊張に関する部分を削除するという前向きな修正を行った。しかし、その一方で、財政政策による経済制約を新たに加え、ボトムラインとしての「経済見通しに下方リスクがある」との判断は据え置いている。

SEP は 2014 年の失業率見通しを上方修正

同時に示された SEP（計数は上下 3 名を除いた中心見通し）では、冒頭で指摘したように、足元での失業

率の大幅な低下を反映するかたちで失業率見通しが従来の2013年17.4~7.7%、2014年6.8~7.3%、2015年6.0~6.6%から2013年7.3~7.5%、2014年6.7~7.0%、2015年6.0~6.5%へ、2014年を中心に引き下げられた（改善方向に修正された）。しかし、成長率とインフレの見通しは寧ろ僅かに下方修正されており、失業率見通しの修正は、あくまでも技術的なものにとどまり、FOMC参加者の多くは労働市場の改善が従来よりも進捗すると、インフレ加速に繋がるとも判断していない。これは失業率（失業者/労働力人口）の低下が進む一方で、雇用率（雇用者/生産年齢人口）の上昇が遅れている現在の経済状況に対応した認識と言える。バーナンキ議長も非農業部門雇用者数の増加や失業率の低下が示す雇用情勢のフローとしての改善を認めつつも、改善の継続を、すなわちストック面や水準面での改善を重視する姿勢を、FOMC後の定例記者会見で強調している。

一部参加者にインフレ懸念も

なお、上下3名を除いて算出される中心見通しではなく、FOMC参加者全員の見通しでは、2015年のインフレ率見通しのレンジが前回の1.5~2.2%から1.6~2.6%へ、上限について大幅に引き上げられた。これは、失業率低下とインフレ率上昇を結びつけたタカ派の参加者がごく少数だが存在することを示しているが、

金利引き上げ見通しは後倒し

最後にSEPと同時に発表された金融政策見通しを見ると、失業率予想が引き下げられ、FOMCが初回利上げの閾値として掲げる6.5%へ接近したにも関わらず、利上げ開始時期の見通しは2015年が13名で前回12月から変わっていない。より詳細に、政策金利の分布を見ても、2015年末の政策金利予想の平均は前回の1.408%から1.303%へ0.1%Pt低下し、分布も下方にシフトしている（次頁のグラフを参照）。これは、失業率のみに囚われず、FOMC参加者が労働市場全体の情勢を、またインフレ動向も踏まえて、総合的に判断した結果であろう。

早期の資産買入見直しにも慎重姿勢

SEPが示しているのは、あくまでも政策金利引き上げの開始時期に関する見通しだが、資産買入見直しに関しても、全く無関係とは言えない。

FOMC参加者は、1月FOMCの議事要旨やバーナン

2013年3月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(%)	2013	2014	2015	Longer run
成長率	2.3 2.8	2.9 3.4	2.9 3.7	2.3 2.5
前回見通し	2.3 3.0	3.0 3.5	3.0 3.7	2.3 2.5
失業率	7.3 7.5	6.7 7.0	6.0 6.5	5.2 6.0
前回見通し	7.4 7.7	6.8 7.3	6.0 6.6	5.2 6.0
PCEデフレーター	1.3 1.7	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0
前回見通し	1.3 2.0	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.5 1.6	1.7 2.0	1.8 2.1	-
前回見通し	1.6 1.9	1.6 2.0	1.8 2.0	-

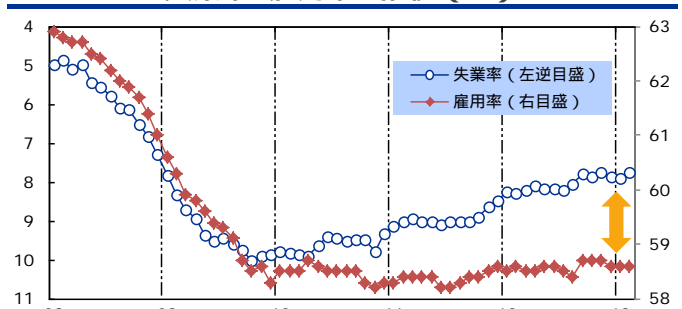
(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	4	13	1
前回見通し	2	3	13	1

(出所)FRB

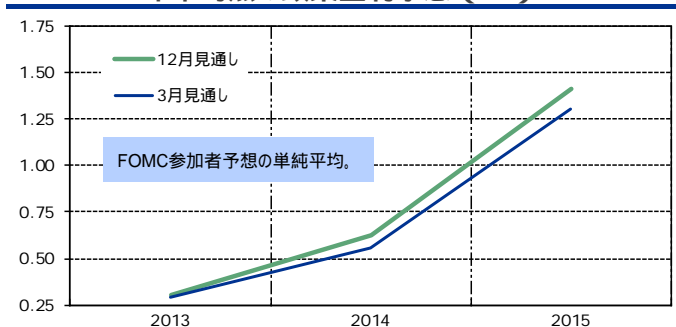
失業率と雇用率の推移(%)



(出所)CEIC

失業率低下とインフレ率上昇を結びつけたタカ派の言うまでもなくメインストリームではない。

年末時点の政策金利予想(%)

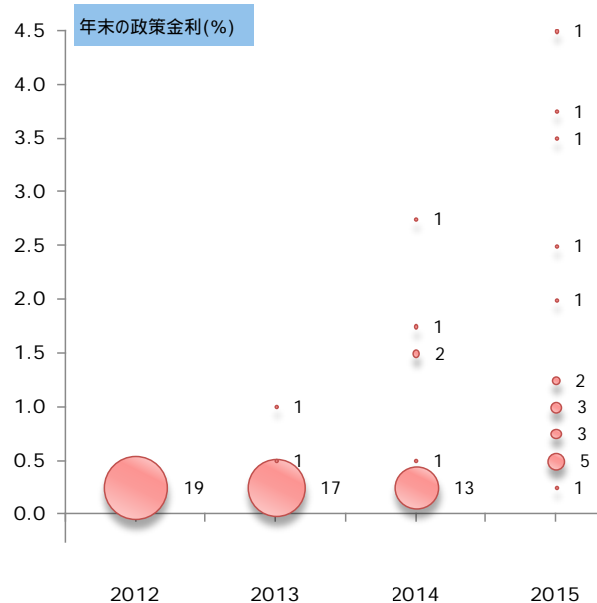


(出所)Fed

¹ 失業率と成長率は最終四半期に関する表記である。

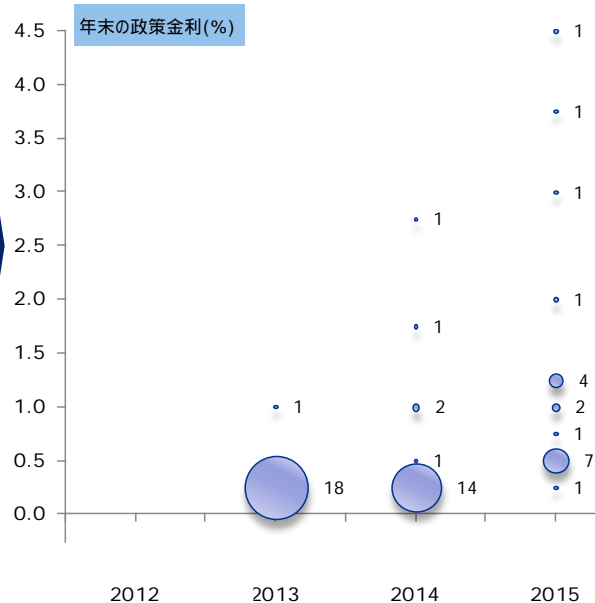
キ議長が記者会見で示唆したように、資産買入の縮小や終了に関する判断を行う時期が多少なりとも近づいたと考えつつも、そうした見直しのアクションを実際に行うほどに、未だ経済情勢を楽観視は出来ないと判断しているのであろう。現時点で、資産買入停止のタイミングを2014年前半から半ば、減額が行われる場合でも、そのタイミングは2013年終盤以降としている当社予想を変更する必要はないと判断する。

適切な金融引き締めペース（12月時点）



(出所) Fed

適切な金融引き締めペース（3月時点）



(出所) Fed

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	1月	3月
景気 の 現 状 判 断	<p>[G]rowth in economic activity paused in recent months, in large part because of weather-related disruptions and other transitory factors.</p> <p>Employment has continued to expand at a moderate pace but the unemployment rate remains elevated.</p> <p>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が続けているが、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>	<p>[A] return to moderate economic growth following a pause late last year.</p> <p>Labor market conditions have shown signs of improvement in recent months but the unemployment rate remains elevated.</p> <p>Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has strengthened further, but fiscal policy has become somewhat more restrictive.</p> <p>経済は、昨年終盤の足踏みから脱して緩やかな成長へ復帰した。</p> <p>労働市場の状況は、最近数カ月に改善のサインを見せているが、失業率は依然高止まりしている。</p> <p>家計支出や企業による固定投資は拡大し、住宅セクターは一段と力強さを増したが、財政政策の（経済）制約が幾分強まっている。</p>
景気 見 通 し	<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.</p> <p>Although strains in global financial markets have eased somewhat, the Committee continues to see downside risks to the economic outlook.</p> <p>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。</p> <p>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下振れリスクがあるとみている。</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.</p> <p>The Committee continues to see downside risks to the economic outlook.</p> <p>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。</p> <p>引き続き経済見通しに対して下振れリスクが存在するとみている。</p>

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。