

## FOMC は全方位外交に、今後はインフレにも留意

FOMC は、3 月議事要旨で示したタカ派寄りスタンスを、中立的なスタンスへ修正。資産買入のペースに関し、加速と減速を併記。メインシナリオは 10～12 月期からの資産買入減額、来年前半での終了だが、デフインフレが続く場合などには、リスクシナリオとしての資産買入増額もありうる。

### 金融政策は据え置き

4 月 30 日～5 月 1 日に開催した FOMC において、Fed は、市場予想通り、金融政策の据え置きを決定した。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。なお、政策決定に対して、前々回及び前回と同様、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。

FOMC 後に示された公表文（Statement）の修正は僅かであり、経済情勢判断において直近の経済データを踏まえ若干慎重さを滲ませ、また金融政策に関する部分では資産買入の行方に関する記述を精緻化している。

### 景気部分でマイナス要因を強調しつつ、インフレ部分は修正なし

経済情勢判断に関する部分から見ると、総括判断は、時間経過に応じて表現こそ変更されたものの「経済活動は緩やかなペースで拡大（expanding at a moderate pace）」と前回から変わらない。ただ、労働市場の状況については、前回の「改善のサインを示している」から今回は「全体を考慮して見れば（on balance）、ある程度の改善（some improvement）を示した」へと修正し、改善に対する確信を強めつつも、その改善度合いについては 3 月雇用統計の減速を勘案し、トーンダウンしている。また、財政政策の経済に及ぼす影響について、自動歳出削減の影響が顕在化しつつある現状を踏まえ、前回の「制約が幾分強まっている」を「経済成長の制約となっている」へ修正した。これは 4～6 月期に財政問題が、景気を抑制し、成長率が鈍化することを明示したものと言える。

このように、景気の現状認識については、マイナス要因に配慮するかたちで修正を加えたものの、「経済成長が緩やかなペースで進み、失業率は FOMC のデュアルマンデートと整合する水準へ向けて段階的に低下する」との景気見通し部分には全く変更がない。また、伸び率の鈍化が進んでいるインフレについても現状認識と見通しともに全く修正はないため、FOMC が全体としてハト派側に大きく振れた訳ではないと言える。ただ、以下の金融政策部分の記述変更と合わせれば、若干のニュアンス変更が読み取れる。

### 資産買入の修正について加速と減速を併記

冒頭で述べたとおり、金融政策に関する部分では、基本的なガイダンスに変更は見られない。ただ、資産買入のガイダンス部分において、従来の「物価安定の下で労働市場の見通しが著しく改善するまで、FOMC は国債と MBS の購入を継続し、その他の政策手段を適宜活用する」との内容に、今回は「雇用市場またはインフレの見通しの変化に応じ適切な政策緩和を維持するため、FOMC は買い入れのペースを加速もしくは減速させる用意がある」との記載が追加された。

### 3 月時点のタカ派寄りスタンスをニュートラルに

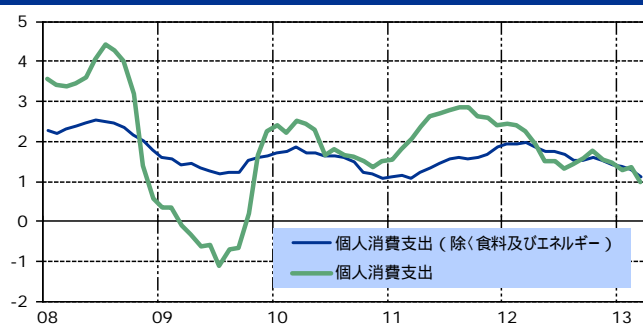
追加記載の内容自体は、金融政策における当たり前の内容に過ぎず、目新しさはない。ただ、議事要旨（Minutes）が示したように 3 月 FOMC の時点では 12 名の投票権者の多数が年内の資産買入縮小を支持していたことを踏まえれば<sup>1</sup>、「加速」を省き「買い入れペースの減速」のみが記載されても不思議はなかった。それが金融緩和度合いの拡大と縮小の両方に配慮した中立的な表現とされた点は、景気判断部分における微妙なトーンダウンも勘案した場合、3 月 Minutes で示した幾分タカ派寄りのスタンスから、中立スタンスへの修正を FOMC が示唆したものと解釈できるだろう。FOMC において資産買入減額の判断を行う時期は、先送りされた。これは、3 月 FOMC 後に示された FOMC 投票権者の発言に含まれていた内容でもあり、サプライズはない。FOMC が、投票権者の発言を公に追認したものと言える。

### インフレに関する記載不変に込めたメッセージ

新たな問題は、金融緩和すなわち「買い入れペースの加速」の可能性が、どの程度存在するかである。もちろん、労働市場が大幅に減速、例えば非農業部門雇用者数の増加幅が（均して）ゼロとなった場合、追加緩和の可能性は否定されない。ただ、多少の労働市場の鈍化や景気減速であれば、FOMC は織り込み済であり、新たなアクションは講じないだろう。寧ろ、今後の FOMC や FOMC 関係者発言、及び経済指標において留意すべきは、雇用動向にも増して、インフレ動向と考えられる。今回の Statement では、既に述べたように、景気認識や金融政策部分を僅かにとは言え修正する一方、インフレに関する記載は全くの不変だった。この不変こそが、重要なメッセージである。

インフレに関する記載の不変は、3 月までに進行した個人消費デフレーター（PCED）の顕著な低下（12 月前年比 1.5%、2 月 1.3%、3 月 1.0%）を、少なくとも現時点において、FOMC が問題視していないことを意味する。それは、前年比の低下には昨年上昇の裏による部分が含まれる点や、瞬間風速での低下の主因がエネルギーである点、インフレ期待が安定推移している点などを、総合的に勘案した故の判断であろう。但し、既にセントルイス連銀のブラード総裁らが言及しているように、再びデフレ懸念が強まるようであれば、追加金融緩和が視野に入ってくる。

個人消費デフレーター（前年比、%）



（出所）Department of Commerce

### 10～12 月期から資産買入減額との見通しは変わらずも、今後はインフレに留意

当社の金融政策に関するメインシナリオは、2013 年 10～12 月期から資産買入の減額が開始され、2014 年前半に資産買入は終了するというものである（確率 60%）。メインシナリオに対するリスクシナリオは、第一が景気強含みによる想定より早いタイミングでの資産買入減額（30%）、第二は景気及びインフレ弱含みによる金融緩和の長期化及び追加金融緩和（10%）となる。現時点でシナリオの確率分布を変更する必要はないと判断する。ただ、インフレ動向に対しては、従来よりも注目度を引き上げるべきだろう。

<sup>1</sup> 4 月 11 日付 Economic Monitor「資産買入を巡る議論が活発化（3 月の FOMC 議事要旨）」を参照

## FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	3月	5月
景気の現状判断	<p>[A] return to moderate economic growth following a pause late last year. Labor market conditions have shown signs of improvement in recent months but the unemployment rate remains elevated. Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has strengthened further, but fiscal policy has become somewhat more restrictive. 経済は、昨年終盤の足踏みから脱し緩やかな成長へ復帰した。労働市場の状況は、最近数カ月間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。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、財政政策による（経済）制約が幾分強まっている。</p>	<p>[E]conomic activity has been expanding at a moderate pace. Labor market conditions have shown <b>some improvement</b> in recent months, <b>on balance</b>, but the unemployment rate remains elevated. Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has strengthened further, but fiscal policy is <b>restraining economic growth</b>. 経済活動は緩やかなペースで拡大している。労働市場の状況は、<b>全体を考慮して見れば</b>、最近数カ月間にある<b>程度の改善を示したが</b>、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力強さを増したが、財政政策が<b>経済成長の制約となっている</b>。</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. The Committee continues to see 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。FOMCは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>	<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. The Committee continues to see 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。FOMCは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。

## FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	3月	5月
資産購入に関するガイダンス	<p>The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months. The Committee will continue its purchases of Treasury and agency mortgage-backed securities, and employ its other policy tools as appropriate, until the outlook for the labor market has improved substantially in a context of price stability. In determining the size, pace, and composition of its asset purchases, the Committee will continue to take appropriate account of the likely efficacy and costs of such purchases as well as the extent of progress toward its economic objectives. FOMCは今後数カ月間に入手する経済・金融動向の情報を注視する。物価安定の下で労働市場の見通しが著しく改善するまで、FOMCは国債とMBSの購入を継続し、その他の政策手段を適宜活用する。 資産購入の規模、ペース、構成を決定するに当たっては、想定される効果とコスト、および経済目標に向けた進ちょく度合いを引き続き適切に考慮する。</p>	<p>The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months. The Committee will continue its purchases of Treasury and agency mortgage-backed securities, and employ its other policy tools as appropriate, until the outlook for the labor market has improved substantially in a context of price stability. <b>The Committee is prepared to increase or reduce the pace of its purchases to maintain appropriate policy accommodation as the outlook for the labor market or inflation changes.</b> In determining the size, pace, and composition of its asset purchases, the Committee will continue to take appropriate account of the likely efficacy and costs of such purchases as well as the extent of progress toward its economic objectives. FOMCは今後数カ月間に入手する経済・金融動向の情報を注視する。物価安定の下で労働市場の見通しが著しく改善するまで、FOMCは国債とMBSの購入を継続し、その他の政策手段を適宜活用する。<b>雇用市場またはインフレの見通しの変化に応じ適切な政策緩和を維持するため、FOMCは買い入れのペースを加速もしくは減速させる用意がある。</b> 資産購入の規模、ペース、構成を決定するに当たっては、想定される効果とコスト、および経済目標に向けた進ちょく度合いを引き続き適切に考慮する。</p>

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。