Jun 12, 2013　No.2013-108　伊藤忠経済研究所

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

6 月 FOMC プレビュー

6 月 FOMC では資産買入縮小に向けたメッセージに注目。但し、具体的な時期への言及は限られる見込み。資産買入縮小の開始には非農業部門雇用者数の安定的な 20 万人増加とインフレ率の反転が必要であり、その条件がクリアされるのは 10 月 FOMC と当社は想定。

6 月 FOMC の焦点は資産買入縮小に関するニュアンス

6 月 18～19 日に FOMC が開催される。政策変更は予想されないものの、極めて重要な焦点がある。言うまでもなく、**資産買入の縮小開始に向けて、公表文（Statement）やバーナンキ議長の記者会見などにおいて、新たに何らかのニュアンスが示されるか否か**である。加えて、**四半期に一度の経済見通し**（SEP：Summary of Economic Projections）が公表される点も注目される。

具体的な時期への言及は見込まれず

5 月 22 日の議会証言の際の質疑応答において、バーナンキ議長が「Fed は月当たり 850 億ドルの債券購入について『今後 2～3 回の FOMC 会合において（in the next few meetings）』減額を開始するかも知れない」と指摘したことを契機に、早期つまり 9 月 FOMC 迄の間に資産買入の縮小が開始されるとの観測が強まった。**6 月の FOMC でも、年内の資産買入縮小開始に向け、何らかのニュアンスが示される可能性は高いものの、縮小開始の具体的な時期については、経済動向つまりデータに依存するとして、明示されないと考えられる**。

資産買入に関する公式条件

そもそも資産買入に関して、**FOMC は 3 月以降の Statement において「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）」との条件を示している**。厳密に言えば、同文言は、資産買入の継続に関する条件であり、条件未達の場合の買入縮小までを排除するものではない。故に、タカ派の FOMC 参加者は、即座に資産買入縮小を開始すべきとの見解を、繰り返し示している。しかし、**ハト派のみならず中間派に位置する多くの FOMC 参加者は「労働市場の見通しが著しく改善」する以前に資産買入縮小に踏み切ることを想定してはいない**。資産買入縮小の開始が、金融緩和の「終わり」は意味せずとも、「終わりの始まり」に該当することは否定できず、金融市場に大きな影響を及ぼすためである。議会証言後の金融市場の高いボラティリティが、正にそれを証明している。

2013年FOMCのスケジュール

2013/01/29-30	
2013/03/19-20	SEP,記者会見
2013/04/30-05/01	
2013/06/18-19	SEP,記者会見
2013/07/30-31	
2013/09/17-18	SEP,記者会見
2013/10/29-30	
2013/12/17-18	SEP,記者会見

※FOMCは年8回。

（出所）FRB

月当たり 20 万人の NFP 増加

結局のところ、資産買入の縮小開始における問題は「物価安定の下、労働市場の見通しが著しく改善するまで」との条件が具体的に何を意味するのかということである。議事要旨によれば、その条件に関するコンセンサスは 5 月FOMCの段階では未だ形成されていないが [1]、FOMC投票権者の発言などから、ある程度の目星をつけるこ

[1] 詳細な内容は、5 月 23 日付 Economic Monitor「Fed による資産買入の行方」を参照。

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。

とは可能である。条件は「物価安定の下」と「労働市場の見通しが著しく改善」の二つに分けられるが、現在、市場において特に注目度が高いのは後者の労働市場に関する部分である。

2013 年のFOMCで投票権を有する**シカゴ連銀のエバンス総裁**[2]**とボストン連銀のローゼングレン総裁**[3]**は、今年 4 月以降、労働市場の見通し改善のメルクマールとして、月当たり 20 万人の非農業部門雇用者数（NFP：Nonfarm Payroll Employment）増加に言及**している。但し、その一方で月当たり 20 万人の増加は、現在の人口動態や労働市場構造から高望みなのではないかという指摘も存在する。それは、**生産年齢の人口増加に当面加速は期待できず、労働力率も低位にある下で、労働力率一定の下での失業率横ばいに必要な雇用者数の増加水準が 20 万人を大きく下回るため**である。

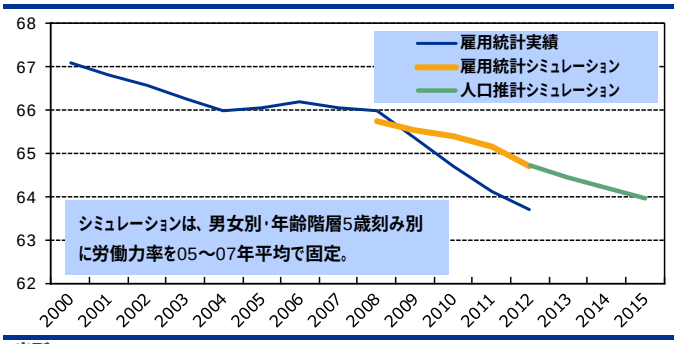
労働力率横ばい、失業率横ばいに必要な NFP 増加は月当たり 10 万人

米センサス局の人口予測に基づき、**労働力率を最新 5 月データから横ばい程度との条件下で試算すると、2013 年の労働力人口の増加幅は月当たり 12 万人程度**にとどまる。その場合、**10 万人を超える非農業部門雇用者数（NFP）の増加があれば失業率は低下**へ向かうことになる[4]。2015 年半ば[5]に失業率を、FOMCが利上げの閾値に掲げる 6.5%まで押し下げるとの条件に変更しても、必要なNFP増加は 2013～2015 年に月当たり 16 万人程度である（グラフのケース②）。

労働力率横ばいを目指すのは妥当か？

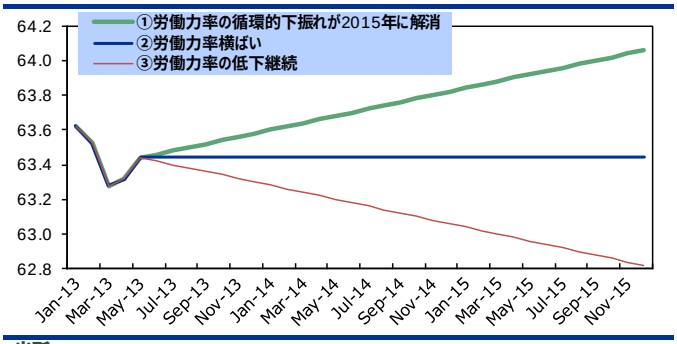
ここで重要なのは、労働力率が横ばいとの条件を設定している点である。金融危機以降の労働力率低下の相当部分は高齢化による構造的なものだが、全てではない。当社試算によれば、**2012 年時点において労働力率低下の 1%Pt程度は、景気循環的な、つまり需要不足によるもの**である。つまり、労働力率横ばいとの仮定は「労働力率が上昇しないような程度の労働需給のタイト化にとどめる」との条件に読み替えることができる。これを、**雇用の最大化をデュアルマンデートとするFOMCの金融政策運営において、正しい対応とは言えない**だろう[6]。

労働力率の推移とシミュレーション（%）



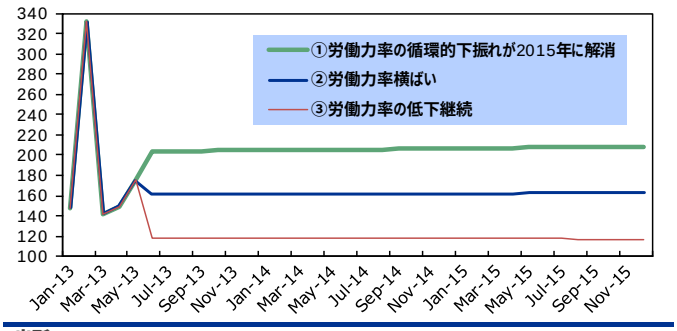
(出所)BLS,CENSUS

労働力率想定（%）



(出所)BLS,CENSUS

2015年半ばの失業率6.5%に必要なNFP増加（千人/月）



(出所)BLS,CENSUS

[2] http://www.bloomberg.com/news/2013-05-09/fed-s-evans-says-job-gains-need-to-be-sustained-through-summer.html
[3] http://economix.blogs.nytimes.com/2013/04/15/a-chat-with-the-boston-feds-chief/
[4] 失業率は家計データから、NFP は事業所データから算出されるため、両者の雇用者概念は一致しない。本稿では過去データやシカゴ連銀試算に基づき、両者の比率（NFP/家計調査の雇用者）を 94%と仮定した上で試算している。労働力率横ばい、失業率横ばいを条件とした場合、必要となる家計調査ベースの雇用増加は約 11 万人、NFP は約 10 万人である。
[5] 「2015 年半ば」は、FOMC が失業率 6.5%との閾値を導入する前に示していた、利上げ時期の見通しである。
[6] 現在の労働力率上昇が、全て構造的な要因とする見解も存在するが、少数派である。

労働力率上昇を加味すれば、月当たり 20 万人の NFP 増加が必要

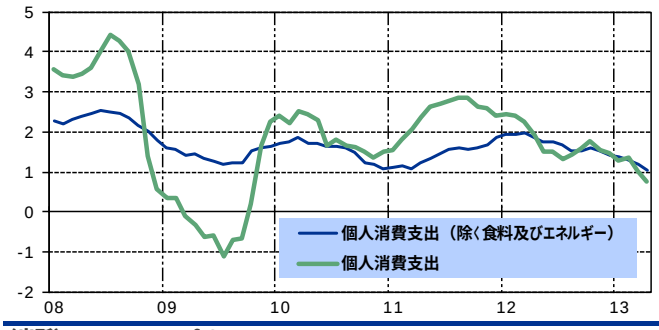
金融政策においては、景気循環要因による労働力率の下振れを解消するような雇用増加が必要とのロジックが十分に成り立ちうる。事実、前述のローゼングレン総裁はそれを企図した発言[7]も行っている。それは、**雇用者数が金融危機前の水準を回復していない点や、未だ深刻な長期失業問題とも整合的**であろう。**2015 年中に景気循環的な要因による押し下げが解消するような労働力率上昇を加味した場合、2015 年半ばに失業率を 6.5%へ押し下げるために必要なNFP増加は月当たり 20 万人程度**となる（グラフのケース①）。この試算は、前掲の二人の地区連銀総裁の認識に一致する。

逆に労働力率が、更なる低下傾向を辿った場合、失業率の 6.5%低下に必要となるNFP増加のハードルは大きく低下する（グラフのケース③）。しかし、そうした事態を予め前提として金融政策運営を行うことは、少なくとも現状においては望ましくないだろう[8]。

インフレと労働需給、賃金

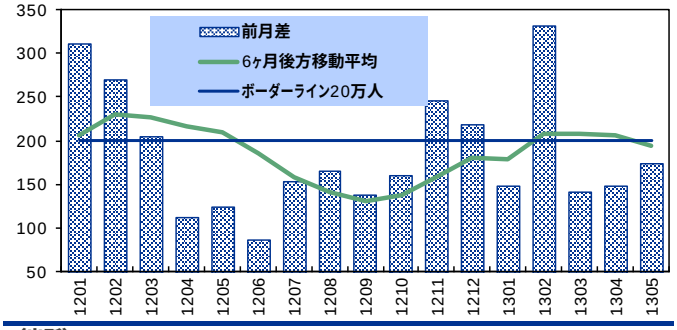
労働力率上昇を促すような雇用増加は、「物価安定の下」という条件との兼ね合いにおいても重要な意味を有する。Fedがインフレ把握において重視する**個人消費支出デフレーター（PCED）は 4 月に前年比 0.7%まで低下し、ディスインフレ傾向**にある。「インフレ率低下には一時的な要因が影響しており、期待インフレ率の安定に鑑みれば問題はない」というのがFOMCの公式見解である。ただ、2013 年に投票権を有するセントルイス連銀のブラード総裁が繰り返し指摘するように[9]、**政策転換の前に、少なくともPCEDの上昇基調への反転は確認したいというのが、多くの投票権者の思い**であろう（PCEDの 2%上昇は必要ない）。インフレ率の基調的な上昇には、賃金の上昇が不可欠だが、労働力率の上昇を促すような労働需給のタイト化は（絶対ではないが）賃金上昇に繋がる可能性が高いとの主張が可能である。そのため、**PCEDが上昇基調へ転じ、NFP増加が月当たり 20 万人を超えていれば、「物価安定の下、労働市場の見通しが著しく改善するまで」との条件を概ねクリア**することになる。

個人消費支出デフレーター（前年比、%）



（出所）Department of Commerce

非農業部門雇用者数の前月差（千人）



（出所）Department of Labor

20 万人クリアは 9 月雇用統計と想定

では、そうした条件のクリアはいつになるのか。言うまでもないが、NFP 増加については単月ではなく安定的であることが必要である。そのため数ヶ月程度の平均において月当たり 20 万人増加を達成し、かつ直近 2 ヶ月が 20 万人を超えていることが欠かせない。**5 月の雇用統計では、6 ヶ月平均では 20 万人近傍の増加だったが、単月では 5 月まで 3 ヶ月連続で 20 万人を割り込み、条件クリアには至らなかった**。当然ながら、将来のデータ依存になるが、当

[7] http://online.wsj.com/article/BT-CO-20130529-710698.html
[8] 仮に、構造的要因が本稿の認識より大きく、労働力率が低下傾向を辿った場合には、金融政策運営を修正する必要がある。しかし、現時点での大きな需給ギャップの存在などを踏まえれば、その政策修正によって生じるコストは大きくないだろう。
[9] http://www.reuters.com/article/2013/06/10/us-usa-fed-bullard-inflation-idUSBRE9590OR20130610

社では NFP **が安定的な 20 万人増加を達成するのは、財政要因による景気下押し圧力が弱まった後の、10 月上旬に公表される 9 月雇用統計において**、と従来から想定している。

インフレ率は年央から反転

一方、PCED **については、今後の動向を見極めにくいが、景気回復の強まりに対応するかたちで、2013 年半ば頃にボトムアウト**すると当社では見込んでいる。そのインフレ動向及び見通しに関する FOMC 参加者の認識を見極める上で、重要なのが FOMC 後に公表される SEP におけるインフレ見通しである。**2013 年最終四半期の** PCED **上昇率見通しは前回 3 月見通しの** 1.3**～**2.0%**から下方修正が必至だが、現在との比較において上向いていることが、資産買入縮小の条件クリアには必要**だろう。なお、SEP においては、各年末の政策金利見通しなども示される。そうした見通しが前回 3 月から大きく乖離しているようであれば、サプライズとなるため、注意が必要である。

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

資産買入縮小開始のメインシナリオは 10 月

以上を踏まえ、**資産買入の縮小開始が決定される時期を、当社は** 10**～**12 **月期（ピンポイントでは** 10 **月末の** FOMC**）と予想**している（従来から変更なし）。NFP の安定的な 20 万人以上の増加とインフレ率の反転を踏まえ、FOMC において資産買入の縮小開始が決定される見込みである。但し、NFP 増加ペースが、当社想定よりも早い時期に安定的に 20 万人を超えた場合には、9 月 FOMC での縮小開始決定もありうるだろう。