

## バーナンキ議長は 2013 年後半の資産買入縮小を明確に示唆

バーナンキ議長は、FOMC における景気及び雇用認識引き上げを踏まえ、データ及び見通し次第である点を強調しつつも、2013 年後半に資産買入の縮小を開始し、2014 年央に買入を終了する方針を明示。同時に示された経済見通しに照らせば、失業率が今年末に 7.2～7.3%へ低下し、インフレ率は上昇基調へ転じることが条件に。労働力率横ばいの下での、そうした失業率低下は月当たり 17～20 万人の非農業部門雇用者数の増加に相当。

### バーナンキ議長が 2013 年後半の資産買入縮小の開始を明確に示唆

6 月 18～19 日に開催した FOMC 後の記者会見において、バーナンキ FRB 議長は、注目される資産買入の行方について、今後のデータと見通し次第である点を強調した上で「今年後半に買入ペースを減額するのが適当 (appropriate to moderate the monthly pace of purchases later this year)」であり、「来年前半に慎重なステップを経た上で年央に終了 (measured steps through the first half of next year, ending purchases around mid-year)」するとの見解を示した。

### 失業率の低下とインフレ率上昇の数値条件へ読み替え

今回示された見解は、バーナンキ議長が 5 月 22 日の議会証言の質疑応答以降に形成された市場予想を、概ね包含するものである。但し、議会証言の質疑応答と、金融政策決定を行う FOMC 後の記者会見では重要度が大きく異なる。また、昨年 12 月の時間軸文言の特定日付から数値基準への変更と同様に、資産買入縮小開始のタイミングが経済データ動向と明確に関連付けられた点には、重要な意味がある。つまり、同時に示された FOMC 参加者の見通しに照らせば、失業率が 2013 年最終四半期に 7.2～7.3% (最新 5 月 7.6%) へ向けて低下し、インフレ率 (コア PCE デフレーター) は前年比 1.2～1.3% (最新 4 月 1.1%) へ向けて上昇することが、資産買入減額 (tapering) の条件ということになる。経済や物価情勢との関係において、資産買入の減額を開始する条件が明確化されたと言えるだろう。その見通し達成に、FOMC 投票権者が早いタイミングで自信を深めれば 9 月にも、そうでなければ 10 月もしくは 12 月の FOMC において資産買入の減額が開始されると考えられる。

### ブラード総裁の反対票

但し、新たにハト派側、つまりディスインフレを警戒する観点から、セントルイス連銀のブラード総裁が反対票を投じた点には、留意が必要である。インフレ動向次第だが、ブラード総裁に同調するかたちで、インフレ動向を見極めるために、早いタイミングでの資産買入縮小の決断は好ましくないとの投票権者が考える可能性はあるだろう。なお、カンザスシティ連銀のジョージ総裁は、タカ派として引き続き反対票を投じている。

### 2013年6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 2.6 | 3.0 3.5 | 2.9 3.6 | 2.3 2.5    |
| 前回見通し       | 2.3 2.8 | 2.9 3.4 | 2.9 3.7 | 2.3 2.5    |
| 失業率         | 7.2 7.3 | 6.5 6.8 | 5.8 6.2 | 5.2 6.0    |
| 前回見通し       | 7.3 7.5 | 6.7 7.0 | 6.0 6.5 | 5.2 6.0    |
| PCEデフレーター   | 0.8 1.2 | 1.4 2.0 | 1.6 2.0 | 2.0        |
| 前回見通し       | 1.3 1.7 | 1.5 2.0 | 1.7 2.0 | 2.0        |
| コアPCEデフレーター | 1.2 1.3 | 1.5 1.8 | 1.7 2.0 | -          |
| 前回見通し       | 1.5 1.6 | 1.7 2.0 | 1.8 2.1 | -          |

(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    | 3    | 14   | 1    |
| 前回見通し      | 1    | 4    | 13   | 1    |

(出所) FRB

## 景気及び雇用に対するリスクの後退を明示

FOMC 後に示された公表文 (Statement) では景気見通しが明確に引き上げられる一方、インフレ認識には慎重なニュアンスが加えられた。まず、雇用市場についての認識を前回の「改善の兆し」から「一段の改善 (further improvement)」へ引き上げた。経済活動全体については現状認識を「緩やかなペースでの拡大 (expanding at a moderate pace)」に据え置いたものの、リスク評価部分において「経済及び労働市場見通しに対する下振れリスクは、昨年秋以降、後退してきた (the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished since the fall)」との判断を示し、先行き見通しを明確に引き上げている。これは、資産買入実施の条件である「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 in a context of price stability.)」について、労働市場部分の達成が近づいたことを明確に示唆するものである。

## 微妙なインフレ認識の変更

対して、インフレ認識では、従来の「インフレ率が長期目標を幾分下回るところで推移しているが、長期のインフレ期待は安定している」との認識から、「幾分」を削除し、インフレ率の下振れ度合いが拡大しているとの判断を示した。更に、上記認識を修飾する文言を前回の「主としてエネルギー価格の変動を反映した一時的な変化を除けば」から「一時的な影響を一部反映して」へ変更した。この修飾部分は、一時的な影響を一部含めた上でインフレ率が長期目標である 2% を下回る、という認識を示すものであり、一時的な影響の後退により将来的にインフレ率が元に戻る (上昇する) との見通しを示したものと解釈できる一方、『一部』という部分には一時的ではないインフレ率の下振れ、つまり金融政策において勘案すべき基調的な低下が生じている可能性を示唆するニュアンスも新たに読み取れる。冒頭で述べた FOMC 参加者の見通し通りにインフレ率が上昇することの担保だが、これは「物価安定」の揺らぎに対する懸念になる。今回、反対票を投じたブラード総裁は、この懸念をより明確にすべきとの認識であろう。いずれにしろ、デスインフレ基調からの脱却は資産買入の縮小に必要と言える。

## 経済見通しでは成長及び雇用を上方修正、インフレを下方修正

冒頭で 2013 年の失業率とインフレ率見通しには触れたが、今回の経済見通し (SEP : Summary of Economic Projections) では先行きの経済及び失業率見通しを上方修正しつつ<sup>1</sup>、インフレ見通しを下方修正している。まず成長率見通しは 2013 年 (最終四半期の前年比) が 3 月時点の 2.3 ~ 2.8% から今回は 2.3 ~ 2.6% へ上限のみが小幅引き下げられる一方、2014 年は 2.9 ~ 3.4% から 3.0 ~ 3.5% へレンジ全体が僅かに引き上げられた。2015 年は 2.9 ~ 3.7% から 2.9 ~ 3.6% への修正である。微妙な修正だが、既に述べたリスク認識を勘案すれば成長率見通しは僅かながら上方修正されたと言えるだろう。

失業率見通しの上方修正は明確であり、2013 年 (最終四半期) が 3 月時点の 7.3 ~ 7.5% から今回は 7.2 ~ 7.3% へ、2014 年は 6.7 ~ 7.0% が 6.5 ~ 6.8% へ、2015 年は 6.0 ~ 6.5% が 5.8 ~ 6.2% へ、いずれも変更されている。バーナンキ議長の記者会見発言を踏まえれば、資産買入が終了する時点での失業率は 7% 程度、また利上げ検討の条件である 6.5% に失業率が到達するのは 2015 年初めから半ば頃ということになる。実際、政策金利見通しでは、2015 年中の引き締め開始を見込む FOMC 参加者が 3 月時点の 13 名から 14 名に増え、2015 年末の政策金利の最多予想は 1% となっている (但し最多といっても 4 名であり予想は分散している)。

<sup>1</sup> 失業率は計数としては引下げ。

## 失業率見通しの雇用者数見通しへの読み替え

FOMCによる資産買入の縮小開始は、冒頭で述べたように、失業率が2013年最終四半期に7.2～7.3%（最新5月7.6%）へ向けて低下し、インフレ率（コアPCEデフレーター）は1.2～1.3%（最新4月1.1%）へ向けて上昇することが確からしいと見做せるタイミングになる。インフレ率に関する条件は比較的単純だが、雇用に関しては、労働市場の退出が急速に進むことで生じる「悪い失業率の低下」により、失業率の低下が達成される場合も想定される。その際、FOMC参加者は、失業率の低下と雇用者数の増勢を総合的に勘案して判断を行うと考えられるため、失業率条件を雇用者数条件に変換しておく必要がある。当社が、労働力率について5月時点の63.44%から横ばいと仮定を加味した上で、失業率が2013年最終四半期平均で7.2～7.3%程度となるための非農業部門雇用者数の増加幅を試算すると、月当たり18～20万人程度になる<sup>2</sup>。これは従前から市場において認識されていた資産買入縮小のための雇用増加の条件と大きくは変わらない。

## 資産買入縮小の開始は10月FOMCと予想

以上を踏まえ、資産買入の縮小開始が決定される時期について、10～12月期（ピンポイントでは10月末のFOMC）との予想を維持する。9月の雇用統計や8月の個人消費デフレーター及び9月の消費者物価指数により条件充足を確認した上で、10月の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、雇用者数の増加ペースが、当社想定よりも早い時期に高まれば、9月FOMCでの縮小開始決定もありうる。

## 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

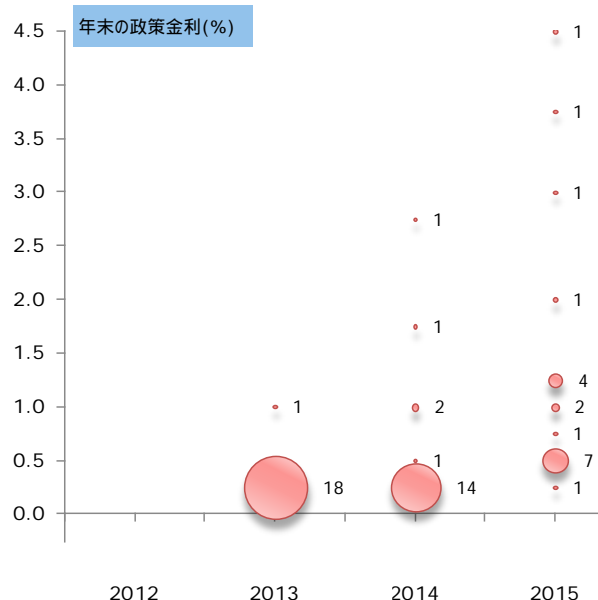
2013/10/29-30

2013/12/17-18 SEP, 記者会見

FOMCは年8回。

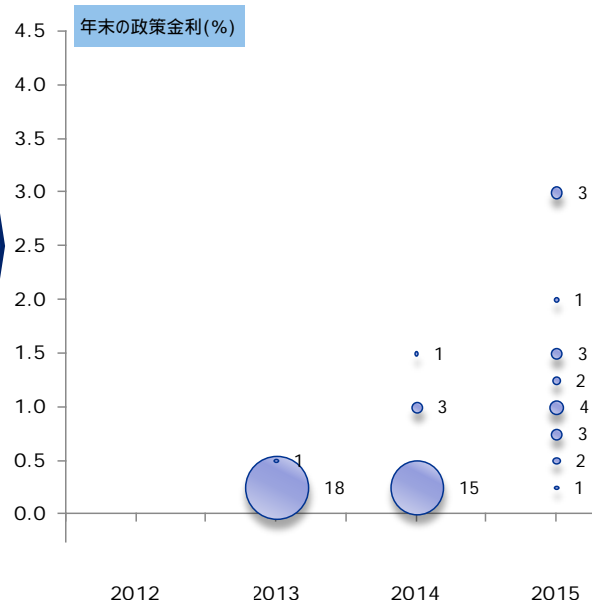
(出所) FRB

## 適切な金融引き締めペース（3月時点）



(出所) Fed

## 適切な金融引き締めペース（6月時点）



(出所) Fed

<sup>2</sup> 失業率は家計データから、非農業部門雇用者数は事業所データから算出されるため、両者の雇用者数概念は一致しない。本稿では、両者の比率（非農業部門雇用者数/家計調査の雇用者）を94%と仮定した上で試算している。

## FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

|                             | 5月  | 6月   |
|-----------------------------|---|--|
| 景気<br>の<br>現<br>状<br>判<br>断 | <p>[E]conomic activity has been expanding at a moderate pace.<br/>Labor market conditions have shown some improvement in recent months, on balance, but the unemployment rate remains elevated.<br/>Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has strengthened further, but fiscal policy is restraining economic growth.</p> <p>経済活動は緩やかなペースで拡大している。<br/>労働市場の状況は、全体を考慮して見れば、最近数カ月間にある程度の改善を示したが、失業率は依然高止まりしている。<br/>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、財政政策が経済成長の制約となっている。</p> | <p>[E]conomic activity has been expanding at a moderate pace.<br/>Labor market conditions have shown <b>further improvement</b> in recent months, on balance, but the unemployment rate remains elevated.<br/>Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has strengthened further, but fiscal policy is restraining economic growth.</p> <p>経済活動は緩やかなペースで拡大している。<br/>労働市場の状況は、全体を考慮して見れば、最近数カ月間に<b>一段の改善を示したが</b>、失業率は依然高止まりしている。<br/>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、財政政策が経済成長の制約となっている。</p> |
| 景気<br>見<br>通<br>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.</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。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. <b>The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished since the fall.</b></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。<b>経済及び労働市場見通しに対する下振れリスクは、昨年秋以降、後退してきたと考えている。</b></p>               |
| イン<br>断<br>フ<br>レ           | <p>Inflation has been running somewhat below the Committee's longer-run objective, apart from temporary variations that largely reflect fluctuations in energy prices. Longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレは、主としてエネルギー価格の変動を反映した一時的な変化を除き、FOMCの長期目標を幾分下回る水準で推移している。長期インフレ期待は引き続き安定している。</p>   | <p><b>Partly reflecting transitory influences</b>, inflation has been running <b>somewhat</b> below the Committee's longer-run objective, <b>but</b> longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレは、<b>一時的な影響を一部反映して</b>、FOMCの長期目標を<b>幾分</b>下回る水準で推移しているが、長期インフレ期待は引き続き安定している。</p>  |
| イン<br>通<br>し<br>フ<br>レ      | <p>The Committee also anticipates that inflation over the medium term likely will run at or below its 2 percent objective.</p> <p>インフレ率は、中期的に、2%目標が目標を下回る水準で推移すると予想している。</p>  | <p>The Committee also anticipates that inflation over the medium term likely will run at or below its 2 percent objective.</p> <p>インフレ率は、中期的に、2%目標が目標を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。