

デysinフレのリスクを明示した 7 月 FOMC

7 月 FOMC は、デysinフレリスクを明示。資産買入縮小(Tapering)開始のメインシナリオは引き続き 9 月 FOMC だが、インフレ動向について 6 月 FOMC 見通し達成以上を必要とするのであれば、Tapering 開始が 10~12 月期へ後ずれする可能性あり。雇用やインフレの経済データに加え、デysinフレ懸念を強調するブラード総裁などの今後の発言に注目する必要あり。

Fed (連邦準備制度) は 7 月 30~31 日に 2013 年 5 回目の FOMC (連邦公開市場委員会) を開催し、言うまでもなく、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%+0.5Pt の数値基準に変更はない。

7 月 FOMC における変化

景気回復は「緩慢」、モーゲージ金利は上昇

但し、公表文 (Statement) や投票行動には微妙に変化が生じている。まず、景気の現状認識については、景気拡大ペースに関する表現を、前回 6 月 FOMC の「緩やかな (moderate)」から「緩慢な (modest)」へ引き下げた。これは 7 月 31 日朝に公表された GDP 統計により 2013 年上期の GDP 成長率が年率 1.0 にとどまったことと整合的である。また、住宅セクターが「力強さを増している」と確認する一方で、モーゲージ金利の上昇にも新たに言及している。

先行き見通しでデysinフレリスクに言及

先行き見通しについては、「インフレ率が一貫して 2% 目標を下回れば経済活動にリスクとなりうる」点に言及したことが最大の変化である。なお、景気拡大ペースの現状判断を引き下げたことに伴い、先行きの成長率見通しに関する表現が「緩やかなペースで成長が進み (proceed at a moderate pace)」から「最近のペースから加速 (pick up from its recent pace)」へ改められたが、技術的な変更過ぎない。

出口戦略へ向けてのガイダンスを「再確認」

金融政策部分における変更は、僅かである。「資産買入が終了し、景気回復が強まった後も、相当の期間に渡り、極めて金融緩和的なスタンスが引き続き適切になる」との出口政策に至る経路に関するガイダンスについて、従来は「見込む (the Committee expects)」との表現が用いられていたが、今回は「本日、再確認した (the Committee today reaffirmed)」に改められた。

ブラード総裁が賛成に転じる

6 月会合において、インフレ目標に対する遵守姿勢を理由に反対票を投じたセントルイス連銀のブラード総裁は、上述したように公表文にインフレ低下リスクへの言及が加えられたため、賛成に回っている。一方、カンザスシティ連銀のジョージ総裁は引き続き反対票を投じた。

デysinフレリスクへの言及が重要

以上の公表文などの変更のうち、最も重要と考えられるのはデysinフレリスクへの言及であろう。FOMC は 6 月見通しにおいて 2013 年最終四半期のコア PCE 上昇率を前年比 1.2~1.3%、中央値 1.25%

と見込んでいる。対して、31日に公表されたGDP統計によると、コアPCE前年比は1～3月期1.5%が4～6月期に1.2%へ低下こそしたものの、FOMC見通しを0.1%Pt下回るにとどまった。CPIを含めた物価関連データなどを勘案すると、10～12月期に向けてコアPCE上昇率が更に低下するとは考えにくく、寧ろ緩やかに高まると見込まれる。つまり、FOMCのインフレ見通しは達成の可能性が高い。

新たに生じた問題は、7月FOMCにおけるディスインフレーションへの言及が、6月FOMC見通し達成以上の内容を求めるのか否かである。求めるのであれば、資産買入縮小(Tapering)のハードルは高まる。この点は、インフレ動向に強い懸念を示しているセントルイス連銀のブラード総裁をはじめ、FOMC関係者の今後の発言にて確認する必要がある。

景気動向については方向を重視

現在の景気拡大ペースに関する表現が「緩慢な(modest)」へ引き下げられた点は、金融政策にとって大きな問題とはならないだろう。GDP統計の基準改定もあり2013年上期の成長率が下振れ、成長率に関する6月FOMC見通しが未達となる可能性が極めて高い点は問題であり、記者会見での説明など何らかの手当てが必要と考えられる。ただ、FOMCは成長率の計数よりも、下期に成長ペースが加速する方向を重視している。下期の成長加速見通しを大きく裏切るデータが今後示されない限り、Tapering開始の妨げとはならないだろう。

若干気になるのは、ガイダンス部分について「本日、再確認した(the Committee today reaffirmed)」と表現された点である。素直に読めば、Fedが早期に出口へ急ぐ可能性を懸念する金融市場に対し、資産買入の縮小及び終了と利上げの間には大きな隔たりがある点を強調し、時期尚早のモーゲージ金利の上昇などを防止せんとする意図と考えられる。しかし、穿った見方をすれば、(可能性は低いが)将来的にガイダンスを変更する旨の含みとも解釈できる。ディスインフレーションへの言及と合わせ、インフレ率に関するガイダンスが改められるのかもしれない。

Taperingは9月開始が引き続きメインシナリオだが

以上を総合すると、今回のFOMC公表文はディスインフレーションへ言及した点において、従来よりハト派的であり、次回9月FOMCにおいてTaperingが開始される確率を引き下げるものと位置づけられる。当社は引き続き9月FOMCでの開始をメインシナリオに据えるが、確率は従来の70%程度から60%程度へ低下したと認識している。Taperingの開始タイミングは、言うまでもなくデータ依存であり、8月2日に発表される雇用統計やインフレ関連データなどに依存するが、今後は加えて、ディスインフレーションに関するハードルに対してのFOMC関係者発言にも留意する必要がある。場合によっては、Tapering開始が10～12月期へ先送りされる可能性もあるだろう。

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

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	6月	7月
景気の現状判断	<p>[E]conomic activity has been expanding at a moderate pace.</p> <p>Labor market conditions have shown further improvement in recent months, on balance, 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 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。</p> <p>労働市場の状況は、全体を考慮して見れば、最近数カ月間に一段の改善を示したが、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 expanded at a modest pace during the first half of the year.</p> <p>Labor market conditions have shown further improvement in recent months, on balance, but the unemployment rate remains elevated.</p> <p>Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has been strengthening, but mortgage rates have risen somewhat and fiscal policy is restraining economic growth.</p> <p>経済活動は緩慢なペースで拡大した。</p> <p>労働市場の状況は、全体を考慮して見れば、最近数カ月間に一段の改善を示したが、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増加し、住宅セクターは力強さを増しているが、住宅ローン金利は幾分上昇し、財政政策が経済成長の制約となっている。</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. The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished since the fall.</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。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。</p>	<p>The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic growth will pick up from its recent pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished since the fall.</p> <p>適切な金融緩和政策により経済成長が最近のペースから加速し、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。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。</p>
インフレ判断	<p>Partly reflecting transitory influences, inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレは、一時的な影響を一部反映して、FOMCの長期目標を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>	<p>Partly reflecting transitory influences, inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレは、一時的な影響を一部反映して、FOMCの長期目標を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>
インフレ見通し	<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 recognizes that inflation persistently below its 2 percent objective could pose risks to economic performance, but it anticipates that inflation will move back toward its objective over the medium term.</p> <p>インフレ率が2%目標を一貫して下回れば経済活動にリスクとなりうる点を認識しているが、中期的にインフレ率は目標水準に向けて回帰すると想定している。</p>

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。