

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

超えるべきハードル高く、9月FOMCではTapering開始見送り

金利上昇に対する懸念と景気回復見通しを裏付けるデータの不足から、FOMCはTapering開始を見送り。Tapering開始にはFOMC見通しを裏付けるデータと、金利上昇抑制のためのフォワード・ガイダンス修正を含めたコミュニケーション再構築が必要。12月FOMCでのTapering開始がメインシナリオだが、場合によっては後ずれも。また、初回利上げは2016年まで遅れる可能性あり。

Taperingは開始されず

9月17～18日に開催したFOMCで、Fedは資産買入縮小(Tapering)の開始を見送った。市場では小規模の減額によるTapering開始がコンセンサスであり、当社も可能性は五分五分ながら二者択一では開始と予想していたため、大きなサプライズである。

金利上昇が及ぼす悪影響と見通しを裏付けるデータの不足

FOMC後に公開された公表文では「一年前に資産買入を開始した以降の経済活動及び雇用市場の改善は、経済が広範な分野において力強さを増していることに整合」と評価しつつも、「最近の金融情勢の引き締め（具体的には長期金利上昇）が継続すれば、経済及び雇用の回復ペースを損なう可能性」が存在する点に懸念を表明し、最終的にTapering開始には「更なる経済データが必要」と判断して決定を先送りした旨が示された。また、バーナンキ議長もFOMC後の記者会見において、経済データが、Tapering開始に適うFOMCの景気回復見通しに十分な根拠を提供していないが故に、Tapering開始を見送ったと明言している。

Statement:

[T]he Committee sees the improvement in economic activity and labor market conditions since it began its asset purchase program a year ago as consistent with growing underlying strength in the broader economy. However, the Committee decided to await more evidence that progress will be sustained before adjusting the pace of its purchases.

[T]he tightening of financial conditions observed in recent months, if sustained, could slow the pace of improvement in the economy and labor market.

Bernanke:

"But in evaluating whether a modest reduction in the pace of asset purchases would be appropriate at this meeting, however, the Committee concluded that the economic data do not yet provide sufficient confirmation of its baseline outlook to warrant such a reduction. Moreover, the Committee has some concern that the rapid tightening of financial conditions in recent months could have the effect of slowing growth, as I noted earlier; a concern that would be exacerbated if conditions tighten further."

Tapering開始の条件

以上を踏まえると、Tapering開始のためには、現在の金利上昇をもっても経済及び雇用の回復が頓挫しないという十分な経済データが得られ、FOMCの懸念や政策スタンスを踏まえて金利上昇がある程度鎮静化し、金融情勢の引き締め度合いが緩和されることが必要と言える。

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。

見通しを十分に裏付ける経済データ

このうち については、FOMC公表文に明記されている通り、FOMC参加者の経済見通しが引き続き判断のメルクマールとなる。FOMC後に公表されたSEP (Summary of Economic Projection)において、FOMC参加者は成長率予想(最終四半期の前年比)を2013年2.0~2.3%(6月時点2.3~2.6%)、2014年2.9~3.1%(同3.0~3.5%)へ引き下げたが、Tapering開始には、2013年成長率見通しの更なる引き下げは許されず、2014年に向けての成長率加速傾向も維持される必要があるだろう¹。また、失業率予想(最終四半期)は2013年7.1~7.3%(同7.2~7.3%)、2014年6.4~6.8%(同6.5~6.8%)、インフレ率(コアPCEデフレーター)予想が2013年1.2~1.3%(同1.2~1.3%)、2014年1.5~1.7%(同1.5~1.8%)と共に前回から微修正にとどまった。失業率については現在の低下傾向維持が、インフレ率については2014年に向けての上昇がTaperingの条件になると考えられる。

なお、失業率見通しについて、a)2014年末にフォワード・ガイダンスが掲げる6.5%の閾値に達する可能性が生じた点とb)長期均衡見通し(Longer run)が前回の5.2~6.0%から5.2~5.8%へ引き下げられた点は、後述するように出口戦略を考える上で極めて重要な意味を有する。

Statement:

In judging when to moderate the pace of asset purchases, the Committee will, at its coming meetings, assess whether incoming information continues to support the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective.

過度の金利上昇を防ぐコミュニケーション

金利上昇への警戒についても、FOMCは明確にスタンスを表明している。Tapering開始の先送り自体が最大のメッセージだが、他にも、上述した公表文における最近の金融情勢の引き締めまりへの懸念の明記や低金利の効用に関する記載の強化、上述したSEPでの失業率の長期均衡水準の引き下げ、同じくSEPでの金融政策引き締め開始時期見通しの後倒しなどが、FOMCのスタンス表明として指摘できる。

フォワード・ガイダンスにおいて、FOMCは失業率が6.5%へ達することを利上げ検討の条件としているが、前述の長期均衡失業率の引き下げは、失業率が6.5%へ到達しても、利上げが暫くは行われない可能性を強調するものである。そうした長期均衡失業率の想定引き下げと整合的なかたちで、(前述のとおり

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	2.0 2.3	2.9 3.1	3.0 3.5	2.2 2.5
前回見通し	2.3 2.6	3.0 3.5	2.9 3.6	2.3 2.5
失業率	7.1 7.3	6.4 6.8	5.9 6.2	5.2 5.8
前回見通し	7.2 7.3	6.5 6.8	5.8 6.2	5.2 6.0
PCEデフレーター	1.1 1.2	1.3 1.8	1.6 2.0	2.0
前回見通し	0.8 1.2	1.4 2.0	1.6 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.2 1.3	1.5 1.7	1.7 2.0	-
前回見通し	1.2 1.3	1.5 1.8	1.7 2.0	-

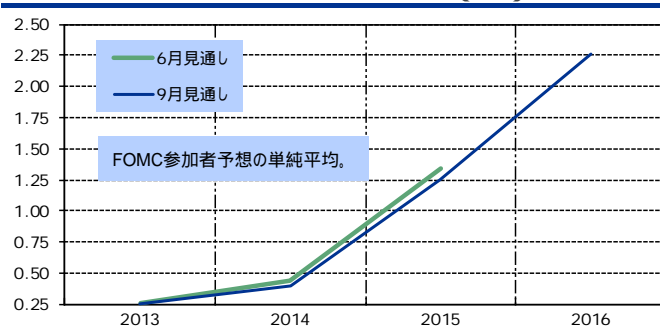
(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	0	3	12	2
前回見通し	1	3	14	1

(出所)FRB

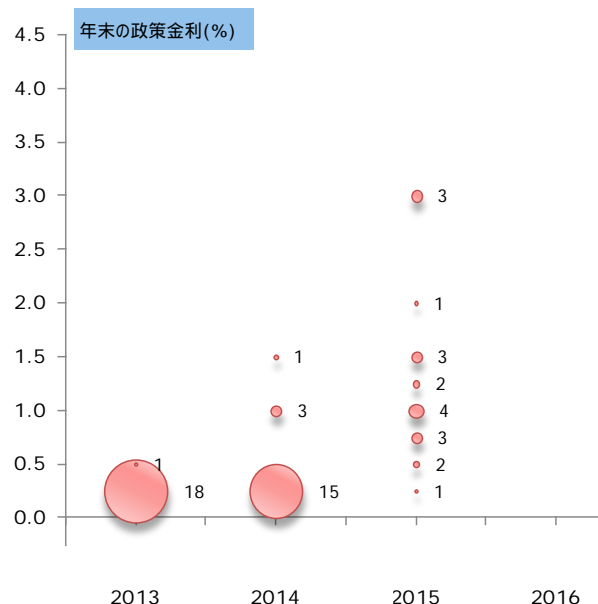
年末時点の政策金利予想(%)



(出所) Fed

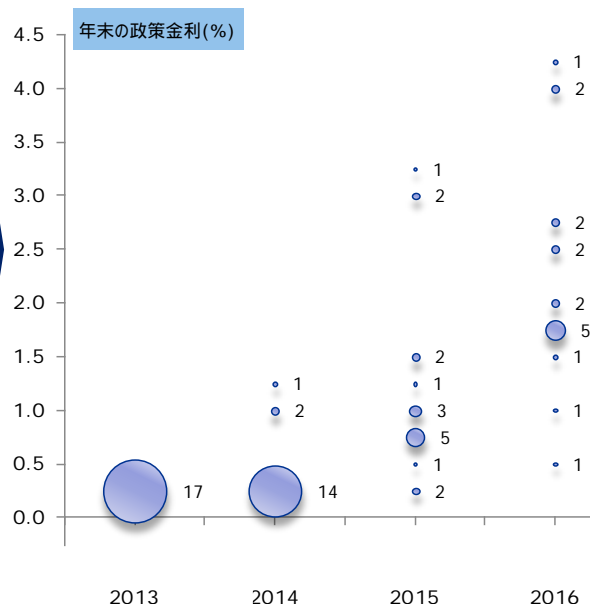
¹ 当社の成長率予想(最終四半期前年比)は2013年2.1%、2014年2.4%。

適切な金融引き締めペース（6月時点）



(出所) Fed

適切な金融引き締めペース（9月時点）



(出所) Fed

2014 年の失業率見通しが 6.4～6.8%へ引き下げられたにも関わらず 2015 年に利上げを開始すべきとの参加者が 6 月時点の 14 名から 12 名へ減少し、2016 年開始は 1 名から 2 名へ増えた²。また、2015 年末時点の政策金利見通し平均は、6 月調査の 1.34%が 9 月調査では 1.25%へ低下している³。

引き続き 10～12 月期の Tapering 開始が FOMC のコンセンサスだが...

9 月 FOMC において Tapering 開始は見送られたが、引き続き 2015 年の初回利上げがマジョリティとなっている点やバーナンキ議長の記者会見から推測すれば、今年 10～12 月期に Tapering を開始するとの FOMC 内のコンセンサスには（少なくとも現時点で）揺らぎがないと言える。また、金融政策変更の経済データへの依存が以前にも増して強調されているため、四半期に一度の記者会見を伴う FOMC、つまり 12 月の FOMC まで Tapering 開始を待つ必要性は薄れたと判断できる。

経済データのハードル上昇により、早く 12 月 FOMC

しかし、その一方で、9 月の先送りによって、Tapering 開始に必要となる経済データのハードルが引き上げられ、10 月 FOMC までの短い期間で Tapering 開始を充足するだけの十分な経済データが示される可能性は大きく低下した。経済及び雇用情勢の回復継続が条件となる点は言うまでもないが、Tapering 開始は早くても 12 月 FOMC になる見込みであり、場合によっては、来年へずれ込む可能性も否定できないだろう。

利上げは 2016 年まで遅れるリスクも

一方、既に述べたように、失業率の長期均衡見通しが 6%未満へ引き下げられた点を重視すれば、初回利上げが 2016 年へ先送りされる可能性があるとも判断できる。当社は、Tapering を開始する時点で、一定のインフレ率を下回る下では実施しないなど、フォワード・ガイダンスの強化が図られると従来から予想している。失業率部分については、Tapering 開始時点での変更を予想しないが、失業率の低下が進むの

² 理事の退任などにより総回答者数が 2 名減少している点に留意。6 月調査は 19 名、9 月調査は 17 名による集計である。

³ 2015 年末時点の政策金利見通しは、当社試算。

に伴い、利上げタイミングを後倒しする方向への修正もしくは、失業率の数値基準自体の撤廃が、いずれは行われる可能性が高い。数値基準の修正は、7月 FOMC の議事要旨が明らかとしたように FOMC のクレディビリティに関わる部分でもあるため、失業率に多様な要因（人口、労働力率など）が影響する点を改めて説明し、失業率部分を削除、もしくはフォワード・ガイダンス自体が全く新しく刷新されるのではないだろうか。バーナンキ議長も、フォワード・ガイダンスの修正について前向きな見解を記者会見で示している。

Bernanke:

"On having an inflation floor, that would be in addition to the guidance. We are discussing how we might clarify the guidance on the federal funds rate. That is certainly one possibility."

"As I mentioned earlier, the Committee has regularly reviewed the forward guidance, and there are a number of ways in which the forward guidance could be strengthened. "

"There are other steps that we could take. We could provide more information about what happens after we get to 6.5 percent (unemployment) and those sorts of things. And to the extent that we could provide precise guidance, I think that would be desirable."

フォワード・ガイダンスが閾値に掲げる失業率 6.5%への到達は、もともと利上げ実施を約束するものではないが、数値基準そのものが消えれば、FOMC に対する拘束度合いは格段に弱まる。一方、FOMC 参加者が予想する 2015 年の成長率目標 3.0～3.5%は相当に強気な内容であり、いずれ下方修正される可能性が高い。以上を踏まえると、利上げタイミングは 2016 年、早くとも 2015 年終盤までずれ込む可能性が高いと判断される。

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	7月	8月
景気の現状判断	<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>	<p>[E]conomic activity expanded at a moderate pace.</p> <p>Some indicators of labor market conditions have shown further improvement in recent months, 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 further 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>幾つかの労働市場関連指標は、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、住宅ローン金利は更に上昇し、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 pick up from its recent pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate.</p> <p>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。</p> <p>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.</p> <p>The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished, on net, since last fall, but the tightening of financial conditions observed in recent months, if sustained, could slow the pace of improvement in the economy and labor market.</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。</p> <p>経済及び労働市場見通しに対する下振れリスクは、全体として、昨年秋以降、後退してきたと考えている。しかし、金融情勢の引き締まりが最近数ヶ月に観察されており、そうした情勢が継続すれば、経済及び労働市場の改善ペースを低下させる可能性がある。</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>Apart from fluctuations due to changes in energy prices, inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>エネルギー価格の変動による部分を除き、インフレ率は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 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>	<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。

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	7月	8月
資産買入縮小に関する判断		<p>Taking into account the extent of federal fiscal retrenchment, the Committee sees the improvement in economic activity and labor market conditions since it began its asset purchase program a year ago as consistent with growing underlying strength in the broader economy. However, the Committee decided to await more evidence that progress will be sustained before adjusting the pace of its purchases.</p> <p>連邦政府の緊縮財政の影響を勘案すれば、一年前に資産買入を開始した以降の経済活動及び雇用市場の改善は、経済が広範な分野において力強さを増していることに整合すると考えられる。しかし、FOMCは資産買入ペースを調整する前に、こうした改善が持続するとのさらなる証拠を見極める必要があると判断した。</p>
金融緩和の効果	<p>Taken together, these actions should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative.</p> <p>こうした措置（資産買入措置など）は長期金利への下方圧力を維持し、モーゲージ市場を支援するとともに、より広範な金融状況を一段と緩和的にする一助となるだろう。</p>	<p>Taken together, these actions should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative, which in turn should promote a stronger economic recovery and help to ensure that inflation, over time, is at the rate most consistent with the Committee's dual mandate.</p> <p>こうした措置（資産買入措置など）は長期金利への下方圧力を維持し、モーゲージ市場を支援するとともに、金融状況を広範に一段と緩和する一助になる。同時に、より力強い景気回復を促進し、インフレが時間の経過と共に確実にFOMCのデュアルマンドートに整合する水準へ至ることを支援する見通しである。</p>
今後の資産買入縮小に関する判断について	<p>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. 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.</p> <p>雇用市場またはインフレの見通しの変化に応じ、金融緩和を適切に維持するため、FOMCは買入ペースを拡大もしくは縮小する準備がある。資産買入の規模、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捗よく度合いを引き続き適切に考慮する。</p>	<p>In judging when to moderate the pace of asset purchases, the Committee will, at its coming meetings, assess whether incoming information continues to support the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective.</p> <p>Asset purchases are not on a preset course, and the Committee's decisions about their pace will remain contingent on the Committee's economic outlook as well as its assessment of the likely efficacy and costs of such purchases.</p> <p>資産買入縮小時期の決定に関し、FOMCは、今後の会合において入手する情報が、雇用市場の改善が継続しインフレが長期目標に回帰するとのFOMCの見通しを引き続き裏付けるものかどうかを評価する。</p> <p>資産買入は、事前に規定された軌道になく、買入ペースに関する決定は引き続きFOMCの経済見通し、および資産買入により想定される効果とコストに関する判断に左右される。</p>

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。