

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

Fed が資産買入縮小の開始を決定

Fed が資産買入額を 100 億ドル減額する小規模での Tapering 開始を決定。判断の背景にあるのは、経済動向の好転と財政問題に関する不透明感の緩和。Tapering ペースの加速には、インフレ率の上昇が必要だが、ハードルは高い。FOMC 参加者の多くは、初回利上げを 2015 年と見込んでいるが、2016 年にずれ込む可能性がある。

小規模での Tapering 開始を決定

12 月 17～18 日に開催された FOMC において、Fed は資産買入縮小（Tapering）の開始を決めた。資産買入規模を、現在の月当たり米国債 450 億ドル、MBS400 億ドル、合計 850 億ドルから、1 月以降は国債 400 億ドル、MBS350 億ドル、合計 750 億ドルへ小幅ながら減額する。今後の Tapering については「今後の会合において、更に慎重な段階を経て」と記されていることから、当面は、毎回の FOMC において今回と同額の 100 億ドル程度の減額が決定される可能性が高い。

フォワードガイダンスは修正せず、将来の金利パスを明確化

将来の政策金利の道筋を示すフォワードガイダンスについては、失業率の閾値である 6.5%を維持しつつ、「特にインフレ率が 2%を下回ると予想される下では、失業率が 6.5%を下回ってから相当の時間が経過後も、FF 金利の誘導目標をゼロ～0.25%に維持することが適切になる」と明記した。この記載は 11 月にバーナンキ議長が講演において指摘していた内容であり、目新しさはないが、FOMC 公表文（Statement）に記載された意味は大きい。なお、検討されていた超過準備預金金利（IOER）の引き下げなどに関する言及は今回の公表文には見られない。

ローゼングレン総裁が反対票

Tapering 開始の決定に際しては、失業率が未だ高くインフレ率は目標を下回る点を理由に、ボストン連銀のローゼングレン総裁が反対票を投じた。なお、10 月まで金融政策維持に反対票を投じてきたカンザスシティ連銀のジョージ総裁は賛成に転じている。

Beginning in January, the Committee will add to its holdings of agency mortgage-backed securities at a pace of \$35 billion per month rather than \$40 billion per month, and will add to its holdings of longer-term Treasury securities at a pace of \$40 billion per month rather than \$45 billion per month.

If incoming information broadly supports the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective, the Committee will likely reduce the pace of asset purchases in further measured steps at future meetings.

The Committee now anticipates, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal.

今回のFOMCによるTapering開始、及び閾値を変更せず金利パスを明確化するかたちでのフォワードガイダンスの小幅な変更は、当社予想¹に沿ったものと言える。ただ、金融市場では12月FOMCでのTapering開始を織り込む向きが過半には達していなかったと考えられ、多少のサプライズとなった模様である。

Tapering 開始の背景には、経済動向の好転と財政問題に関する不透明感の緩和

FOMC が決定した小規模での Tapering 開始は、経済動向が明確に改善し、加えて超党派の合意により財政問題に関する不透明感が和らいだことに基づくものである。まず雇用情勢に関する判断を前回の「幾分の

更なる改善 (some further improvement)」から「一層の改善 (further improvement)」に引き上げるとともに、失業率についても「低下している (has declined)」との認識を明記した。また財政政策が成長を阻害している点については「阻害の度合いが小さくなっている模様である (the extent of restraint may be diminishing)」と判断を前進させている。こうした公表文に示された経済動向に関する認識は、同時に公表された FOMC 参加者の経済見通しが、成長率は概ね据え置き、失業率は下方修正 (見通し改善) と若干の改善を見せた点とも整合する。

今後はインフレ動向の重みが増す

FOMC にとって、当面の金融政策、つまり Tapering のペースを左右するのは、インフレ動向と考えられる。今回決定された資産買入規模の 100 億ドル減額を毎回の FOMC にて行う場合、資産買入の終了まで 1 年近くを要し、終了時期が 2014 年終盤となる。これは極めて緩やかなペースであり、多くの FOMC 参加者は、経済動向が許せば、いずれかのタイミングで減額ペースを加速させたいと考えていると推測できる。その Tapering のペースに関する判断の鍵を握るのが、インフレ動向である。

FOMC 参加者はインフレ見通しに関する自信を喪失

公表文では、現在のディスインフレ傾向に対する懸念を示す目的から「インフレ率が中期的に目標へ回帰するとの根拠を確認するため、注意深くインフレ動向を監視している」と極めてまわりくどい文言が追加された。こうした奥歯に衣着せよような表現が用いられているのは、先行きのインフレ率上昇に関して FOMC 参加者が自信を持てないためであろう。実際、FOMC がインフレ動向把握において重視するコア PCE デフレーターの見通しが小幅だが下方修正されている (2014 年最終四半期: 前回 1.5 ~ 1.7% 今回 1.4 ~ 1.6%、2015 年: 1.7 ~ 2.0% 1.6 ~ 2.0%、2016 年: 1.9 ~ 2.0% 1.8 ~ 2.0%)。

The Committee recognizes that inflation persistently below its 2 percent objective could pose risks to economic performance, and it is monitoring inflation developments carefully for evidence that inflation will move back toward its objective over the medium term.

Tapering ペース加速のハードルは高い

新たなインフレ見通しにおいて、FOMC 参加者は、コア PCE デフレーターが 2013 年 (最終四半期) の

2013年12月FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し								
(%)	2013	2014	2015	2016	Longer run			
成長率	2.2 2.3	2.8 3.2	3.0 3.4	2.5 3.2	2.2 2.4			
前回見通し	2.0 2.3	2.9 3.1	3.0 3.5	2.5 3.3	2.2 2.5			
失業率	7.0 7.1	6.3 6.6	5.8 6.1	5.3 5.8	5.2 5.8			
前回見通し	7.1 7.3	6.4 6.8	5.9 6.2	5.4 5.9	5.2 5.8			
PCEデフレーター	0.9 1.0	1.4 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0			
前回見通し	1.1 1.2	1.3 1.8	1.6 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0			
コアPCEデフレーター	1.1 1.2	1.4 1.6	1.6 2.0	1.8 2.0	- -			
前回見通し	1.2 1.3	1.5 1.7	1.7 2.0	1.9 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	2	12	3
前回見通し	0	3	12	2

(出所) FRB

¹ 12月13日付 Economic Monitor「12月FOMCプレビューと2014年の注目点」を参照。

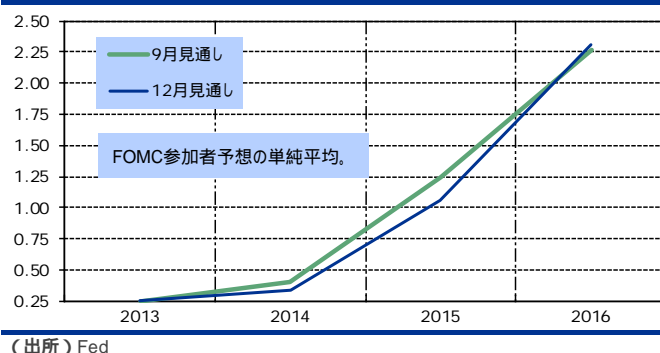
1.1～1.2%から2014年に1.4～1.6%へ上昇すると予想している。Taperingのペースを12月FOMCにおける100億ドル減額から加速するためには、こうしたインフレ率上昇見通しが今後の経済データによって担保されることが必要である。当社では、米国経済における低インフレは当面続くため、Taperingのペースが加速するのは2014年半ば以降になる可能性が高いと予想する。

利上げ開始は2016年にずれ込む可能性

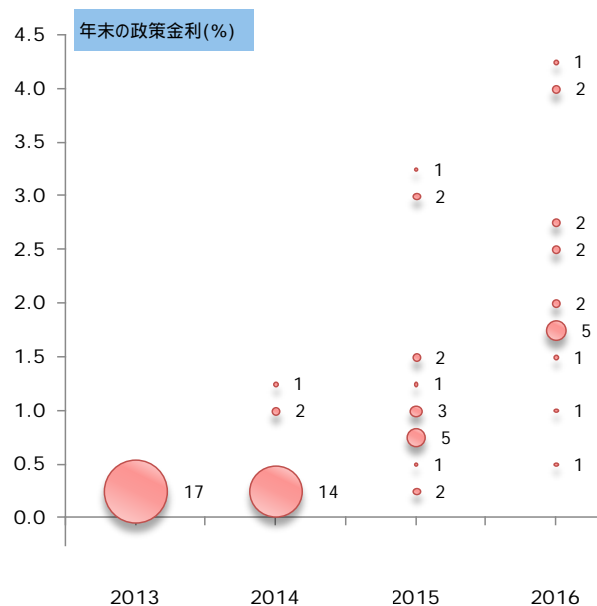
経済見通しと同時に示された金融引き締め開始時期に関する予想を見ると、2015年の開始を12名が予想しており、2015年がマジョリティという状況に変化はない。但し、政策金利パスに関する予想を見ると、前回9月時点より分布が幾分下方へシフトしている。FOMC参加者の予想の単純平均を算出しても、政策金利予想の若干の下方修正が確認できる。

こうした政策金利予想の下振れやインフレ見通しに関するFOMC参加者の自信の無さ、加えてバーナンキ議長に替わって、議長に就任するイエレン氏が重視する「最適管理²」政策を踏まえ、当社では、初回利上げが、FOMC参加者想定定の2015年から2016年前半へずれ込む可能性があると考えている。

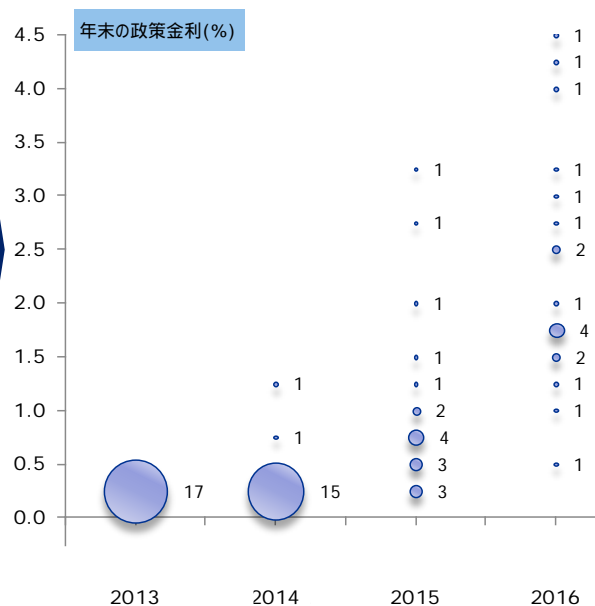
年末時点の政策金利予想 (%)



適切な金融引き締めペース (9月時点)



適切な金融引き締めペース (12月時点)



² 「最適管理」政策の詳細については、11月22日付「米国経済情報2013年11月号」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

	10月	12月
景気の現状判断	<p>[E]conomic activity has continued to expand at a moderate pace.</p> <p>Indicators of labor market conditions have shown some further improvement, but the unemployment rate remains elevated.</p> <p>Available data suggest that household spending and business fixed investment advanced, while the recovery in the housing sector slowed somewhat in recent months. Fiscal policy is restraining economic growth.</p> <p>経済活動は緩やかなペースで拡大を続けた。</p> <p>労働市場関連指標は、最近数カ月間にある程度の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>利用可能なデータによると、住宅市場の回復が最近数ヶ月で幾分減速したが、家計支出や企業による固定投資は増加した。</p> <p>財政政策が経済成長の制約となっている。</p>	<p>[E]conomic activity is expanding at a moderate pace.</p> <p>Labor market conditions have shown further improvement; the unemployment rate has declined but remains elevated.</p> <p>Household spending and business fixed investment advanced, while the recovery in the housing sector slowed somewhat in recent months. Fiscal policy is restraining economic growth, although the extent of restraint may be diminishing.</p> <p>経済活動が緩やかなペースで拡大している。</p> <p>労働市場の状況は一層の改善を示した。失業率は低下したが、高止まりしたままである。</p> <p>家計支出と企業の設備投資は増加したが、住宅部門の回復ペースは最近数カ月間で幾分減速した。財政政策は経済成長を抑制しているが、その度合いは小さくなっている模様である。</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, on net, since last 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のデュアルマニデ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。</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 risks to the outlook for the economy and the labor market as having become more nearly balanced.</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のデュアルマニデ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リスクは、一段とバランスした状態に近づいたと判断している。</p>
インフレ判断	<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>	<p>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, and it is monitoring inflation developments carefully for evidence that inflation will move back toward its objective over the medium term.</p> <p>委員会は目標の2%を恒常的に下回るようなインフレ率は経済成長にとってリスクとなり得ると認識しており、インフレ率が中期的に目標へ回帰するとの根拠を確認するため、注意深くインフレ動向を監視している。</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

	10月	12月
資産買入の縮小	<p>[T]he Committee decided to await more evidence that progress will be sustained before adjusting the pace of its purchases. Accordingly, the Committee decided to continue purchasing additional agency mortgage-backed securities at a pace of \$40 billion per month and longer-term Treasury securities at a pace of \$45 billion per month.</p> <p>FOMCは資産買入れペースを調整する前に、この（経済活動と労働市場の）改善が持続するとのさらなる証拠を見極めることを決定した。</p> <p>そのため、FOMCは、月額400億ドルのMBSと月額450億ドルの米国債の追加購入を継続することを決めた。</p>	<p>In light of the cumulative progress toward maximum employment and the improvement in the outlook for labor market conditions, the Committee decided to modestly reduce the pace of its asset purchases. Beginning in January, the Committee will add to its holdings of agency mortgage-backed securities at a pace of \$35 billion per month rather than \$40 billion per month, and will add to its holdings of longer-term Treasury securities at a pace of \$40 billion per month rather than \$45 billion per month.</p> <p>最大雇用の達成に向けた累積的な改善と労働市場の見通し改善に鑑み、委員会は資産購入のペースを幾分減速することを決定した。1月から委員会はMBS購入額を月額400億ドルから350億ドルに、米国債購入額を月額450億ドルから400億ドルへ減額して購入することを決めた。</p>
今後の資産買入縮小	<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>資産買入縮小時期の決定に関し、FOMCは、労働市場が継続的に改善しインフレが長期目標へ回帰するとの見通しが、入手する情報によって引き続き裏付けられるかどうか、今後の会合で判断する。</p>	<p>If incoming information broadly supports the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective, the Committee will likely reduce the pace of asset purchases in further measured steps at future meetings.</p> <p>入手する情報が、労働市場の改善が継続し、インフレ率が長期目標へ回帰するとの見通しを広範に裏付けるならば、今後の会合において、更に慎重な段階を経て、資産買入ペースを縮小する見込みである。</p>
関値到達後の政策金利		<p>The Committee now anticipates, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal.</p> <p>FOMCは、こうした要因（労働市場やインフレ、金融情勢など）の評価を基に、特にインフレ率が2%を下回ると予想される下では、失業率が6.5%を下回ってから相当の時間が経過後も、FF金利の誘導目標をゼロ～0.25%に維持することが適切になる公算が高いと現時点で予測している。</p>

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。