

## FOMC はインフレ重視へフォワードガイダンスを変更

Fed は 3 月 FOMC でフォワードガイダンスから数値基準を廃すると同時に、利上げ開始に際してはインフレ動向を重視するスタンスを明示。利上げ開始後も引き締めを急がない姿勢も明示。FOMC 参加者の金利見通し引き上げにより、利上げ前倒し観測が生じているが、利上げ開始にはインフレ率の上昇が必要であり、そのハードルは依然として高いまま。

Fed は 3 月 18～19 日に FOMC を開催し、将来の利上げに関する方針を示すフォワードガイダンスを修正した。数値基準を外し、記載を一般的なかたちに改め、出口戦略へ向けた地均しが図られるとともに、政策判断に際してはインフレ動向を重視する姿勢が示されている。なお、資産買入規模は、市場コンセンサス通り更に 100 億ドル減額され 550 億ドルとなった。内訳は米国債が 350 億ドルから 300 億ドルへ、MBS は 300 億ドルから 250 億ドルへの買入縮小である。同時に示された FOMC 参加者による経済見通しの集計値は、成長率見通しが小幅下方修正、失業率見通しは上方修正（数値は引下げ）、インフレ率見通しは概ね据え置きだった。また、政策金利見通しは小幅引き上げられている。

### フォワードガイダンスの数値基準を削除

まず、フォワードガイダンスに関して、雇用とインフレに関する数値基準が廃止された。

従来は「少なくとも失業率が 6.5% 超にとどまり、1～2 年先のインフレ上昇予測が長期目標の 2% から 0.5 ポイント以内の上振れに収まり、長期的なインフレ期待が引き続き十分に抑制されている限り」において現行の FF 金利誘導目標が適切とした上で、「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」との方針が示されていた。

新たなフォワードガイダンスは、現在の超低金利を維持する期間の決定に際しては「完全雇用と 2% インフレの目標へ向けた現在及び将来の進展を評価」すると極めてシンプルな記載に改められた。その上で、2014 年終わり頃と想定される資産買入の終了後に関して「インフレ率が長期目標である 2% を下回り、長期的なインフレ期待が十分に抑制されている限り、資産買入終了後も、相当の期間に渡り（for a considerable time）、現行の FF 金利誘導目標が適切」とのスタンスを示している。ガイダンスから失業率などに関する数値基準が消え、さらには超低金利維持の条件から雇用情勢そのものが外され、インフレに一本化されている。

*In determining how long to maintain the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments.*

*The Committee continues to anticipate, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate for a considerable time after the asset purchase program ends, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored.*

## 利上げ開始後も金融引き締めを急がず

利上げを開始した後に関しては「雇用とインフレが目標水準（mandate-consistent levels）に接近した後も、暫くの期間（for some time）FF 金融誘導目標を長期的に標準と見做される水準より低位とすることを、経済情勢は正当化する」と明記し、利上げをゆっくり、言わばビハインド・ザ・カーブ（behind the curve）気味に進める方針を示している。

なお、フォワードガイダンスは大幅に変更されたが、公表文には「フォワードガイダンスの修正が、金融政策の意図が従来から変更されたことを意味しない」との注釈があえて加えられた。

*The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.*

## ガイダンス修正のポイント

### 出口戦略に向けた地均し

今回のフォワードガイダンス修正は三つの点で重要と言える。第一に、フォワードガイダンスにおいて、失業率の数値基準が廃され、記載が一般化したのは出口戦略に向けた地均しと言える。イエレン FRB 議長が会見で述べたように、様々な指標を用いて「完全雇用と 2%インフレの目標へ向けた現在及び将来の進展を評価」し、資産買入縮小（Tapering）や利上げといった出口戦略は進められる。従来のフォワードガイダンスは、金融危機後の特殊な状況に重きを置いた内容だったが、出口戦略の開始を見据えて標準的な記載へ改められた。

### インフレ動向を重視

第二に、フォワードガイダンスの利上げ開始までを記載した部分において、雇用情勢への依存が弱められ、少なくとも利上げ開始まではインフレ動向をより重視するスタンスが示されている。雇用情勢が軽視される訳ではないが、資産買入終了から利上げに至る「相当の期間（for a considerable time）」が、イエレン議長が会見で例示した 6 ヶ月程度となるのか、それより短くなるのか、長くなるのかはインフレ動向次第と考えられる。なお、雇用情勢に関しては、インフレ加速をもたらすか否かという観点において、経済全体の需給逼迫度合いを把握する上で勘案される見込みである。

### タカ派的ではなく、ハト派的

第三に、今回のガイダンス変更がハト派的な政策運営に寄与する可能性がある点である。一見すると、今回のガイダンス修正は、インフレ動向を重視するタカ派的なスタンスへの方針転換に見える。しかし、会見でイエレン議長が強調したように、Fed にとって雇用情勢は想定より改善し、逆にインフレは改善が遅れている。そのため、利上げ開始の判断をインフレ動向に強く結び付ける今回の変更は、寧ろハト派的な政策運営に繋がらう。これは利上げ開始後に関するビハインド・ザ・カーブ気味のガイダンスからも確認できる。

## 経済見通しは失業率改善、インフレ率据え置き

以上のフォワードガイダンスの変更を踏まえた上で、FOMC 参加者が示した経済見通し及び金利見通しを確認する。

まず、成長率見通し（各暦年の最終四半期前年比）は下方修正された。2014 年が 12 月時点の 3.0～3.4% から今回 3 月時点は 3.0～3.2% へ、2015 年は 3.0～3.4% から 3.0～3.2% へ、2016 年も 2.5～3.2% から 2.5～3.0% への引下げである。逆に失業率見通し（各暦年の最終四半期）は、2014 年が 6.3～6.6% から 6.1～6.3% へ、2015 年は 5.8～6.1% が 5.6～5.9% へ、明確に改善方向へ修正された。成長率見通し下方修正、失業率見通し上方修正（数値は引下げ）と方向が分かれたのに対し、インフレ率見通し（各暦年の最終四半期前年比）は概ね据え置かれ、コア PCE デフレーターは 2014 年 1.4～1.6%、2015 年 1.7～2.0%、2016 年 1.8～2.0% である。

## FOMC 参加者の金利見通し上方修正の解釈

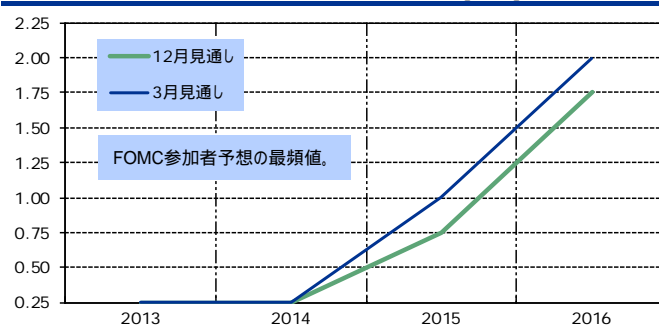
FOMC 後に金融市場が大きく反応したのは、FOMC 参加者の金利見通しの上方修正に対してである。2015 年までに利上げを見込む人数は 14 名<sup>1</sup>で従来から変わらないが、2015 年末の政策金利水準の中央値が 12 月時点の 0.75% から、3 月は 1.00% へ高まった<sup>2</sup>。

個々の参加者の見通しが不明のため、推測とならざるを得ないが、FOMC 参加者の金利見通しの上方修正は、失業率見通しの改善に反応したものの可能性が高いだろう。しかし、金利見通しの引き上げは、インフレ見通しの据え置きとインフレ動向をより重視するかたちに修正された FOMC 公表文のフォワードガイダンスに照らし、不整合に思われる。

こうしたズレが生じたのは、FOMC 参加者の見通しが FOMC 開催に先立ち集計され、今回の FOMC 公表文の内容が十分には反映されていないためと推測できる。また、見通しが FOMC 参加者全員のデータに基づく一方、金融政策の決定は投票権者によってのみ行われるというギャップにも留意する必要があるだろう。

金利見通しの上方修正に関して、記者会見でイエレン議長は、FOMC 参加者の見通しプロットの上方修正よりも、従来とスタンスは変わらないと明記した FOMC 公表文を重視すべきと強調している。

年末時点の政策金利予想（％）



（出所）FRB

## 2014年3月FOMC参加者の見通し(SEP)

### 1. 経済見通し

(%)	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.8 3.0	3.0 3.2	2.5 3.0	2.2 2.3
前回見通し	2.8 3.2	3.0 3.4	2.5 3.2	2.2 2.4
失業率	6.1 6.3	5.6 5.9	5.2 5.6	5.2 5.6
前回見通し	6.3 6.6	5.8 6.1	5.3 5.8	5.2 5.8
PCEデフレーター	1.5 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
前回見通し	1.4 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター	1.4 1.6	1.7 2.0	1.8 2.0	-
前回見通し	1.4 1.6	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)	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	13	2
前回見通し	2	12	3

（出所）FRB

<sup>1</sup> 今回は 2014 年 1 名、2015 年 13 名の計 14 名。12 月は 2014 年 2 名、2015 年 12 名の計 14 名。なお、FOMC 参加者は 12 月は 17 名、3 月はバーナンキ前議長の退任により 16 名である。

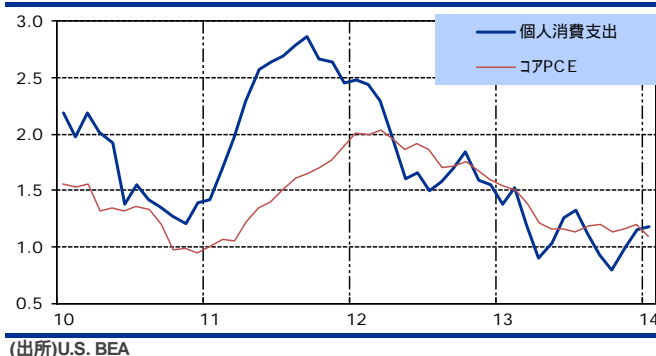
<sup>2</sup> 設問は 0.25% 刻み。12 月時点は 0.75% との回答が 4 名で最多だったが、3 月時点は 1.00% が 5 名と最多になった。

## 資産買入縮小は年内に終了、利上げ開始はインフレ動向に依存

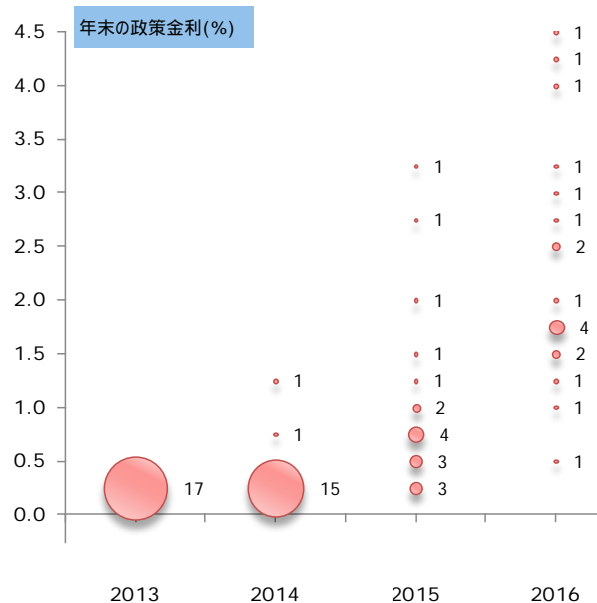
結局のところ、フォワードガイダンスが変更された点を重視すれば、イエレン議長が言うように公表文の記載こそが重視されるべきだろう。

資産買入は淡々と縮小され、2014 年終わりごろに終了する可能性が高い。ただ、その後の利上げ開始に関してはインフレ動向に大きく依存する。前述したように、イエレン議長が「相当の期間 (for a considerable time)」に関して 6 ヶ月程度と例示し、また FOMC 参加者の金利見通しが上方修正されたため、2015 年の比較的早いタイミングで利上げが開始されるとの観測が生じている。しかし、そうした観測通りに利上げが開始されるためには、少なくともインフレ率が FOMC 参加者の見通し通りに高まっていく必要がある。つまり、2014 年 1 月時点で前年比 1.1%にとどまるインフレ率 (コア PCE デフレーター上昇率) が、2015 年後半に向けて 2% 近くへ上昇しなければならない。しかし、そのハードルは依然として相当に高い。利上げ時期は 2015 年後半以降へずれ込む可能性があると考えられる。

消費支出デフレーター推移 (前年比、%)

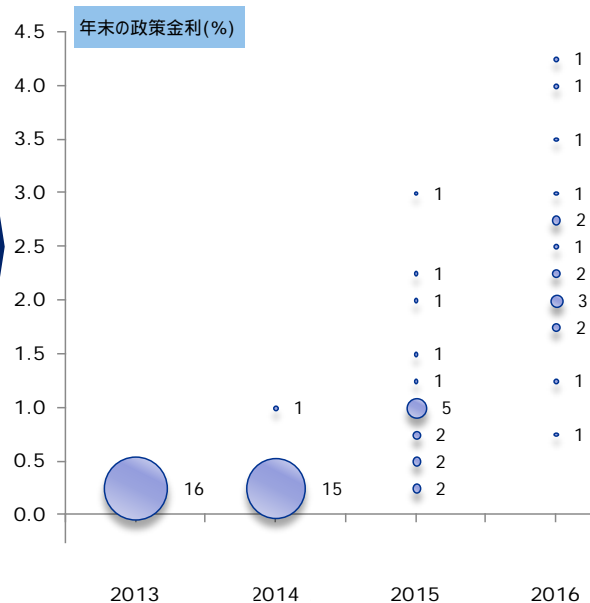


適切な金融引き締めペース (12月時点)



(出所) FRB

適切な金融引き締めペース (3月時点)



(出所) FRB