

FOMC は景気認識を引き上げ、資産買入縮小を継続

4 月 FOMC で Fed は、景気認識を引き上げる一方、Tapering 継続とフォワードガイダンスの据え置きを決定。10 月末の FOMC で資産買入の終了が決定される見込み。一方、労働市場の改善が、賃金及びインフレ率の上昇に繋がるにはなお時間を要するため、初回利上げは 2015 年後半の見込み。

4 月も淡々と Tapering を継続

Fed は 4 月 29～30 日に、2014 年 3 回目の FOMC（米連邦公開市場委員会）を開催し、昨年 12 月から開始した資産買入縮小（Tapering）の継続と 3 月に変更したフォワードガイダンスの据え置きを決めた。資産買入額は追加的に 100 億ドル減額され、450 億ドルとなり、当初の 850 億ドルからほぼ半減した。今回の決定は、完全に金融市場の予想に沿っており、サプライズはない。

フォワードガイダンス（3 月 FOMC 導入、4 月は変更なし）

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.

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.

（以上の要因に対する評価に基づき、とりわけ）インフレ率見通しが 2 % の長期目標に比べ低い水準にとどまり、長期的なインフレ期待が十分に抑制された状態が維持される場合には、資産購入が終了した後も、相当な期間に渡って、FF 金利誘導レンジを現行水準に維持することが適切と、FOMC は考えている。

FOMC は、雇用とインフレがマンデートに適う水準へ近づいた後も、しばらくの期間、FOMC が長期的に正常と見做す水準よりも低水準に FF 金利誘導目標を維持することを経済情勢が正当化しうると現時点で考えている。

FOMC は足元の景気認識を引き上げ

資産買入額の減額による記載変更（数値）とフォワードガイダンス変更に際して 3 月に付された注記文言¹の削除を除けば、4 月の FOMC 公表文（Statement）において前回から変更されたのは、景気認識のみであり、金融政策に関しては全くの無風であったと言える。

全体の景気認識は、3 月時点の「悪天候の影響を部分的に反映し、経済活動の拡大ペースは冬場に鈍化」が「悪天候の影響もあり冬場に急速に鈍化した後、経済活動の拡大ペースは最近に上向いた」へ明確に上方修正された。FOMC と同日 4 月 30 日に公表された 1～3 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 0.1% とほ

¹ "With the unemployment rate nearing 6-1/2 percent, the Committee has updated its forward guidance. The change in the Committee's guidance does not indicate any change in the Committee's policy intentions as set forth in its recent statements", FOMC Statement, March 19, 2014

ばゼロにとどまったものの、そうした減速は一時的であり、4～6月期には再び上向くとの判断をFedは示したと言える。確かに、公表済の3月及び4月の経済指標は多くが上向きの動きを示しており、4～6月期には成長率の大幅な加速が想定される²。こうした景気認識は、Taperingの継続を、今回のみならず将来においてもサポートし、Fedは10月FOMCで資産買入の終了を決定する見込みである。

なお、全体の景気認識を引き上げたものの、需要項目別の認識は斑模様である。個人消費に関する判断を引き上げる一方、設備投資は引き下げている。労働市場の改善と相俟って、家計部門が底堅さを増す一方、設備投資の回復は鈍いままでの判断である。なお、家計部門でも、住宅投資は昨年後半から低調推移が続いている。

初回利上げは2015年後半と想定

資産買入終了後の金融政策、つまり初回利上げのタイミングを占う上では、雇用市場の回復がどの程度進めば、賃金上昇ひいてはインフレ率の上昇に繋がるかと金融不均衡への対応が焦点になる。前者については、短期失業率（短期失業者/労働力人口）が既に平均的なレベルを下回ったため、早いタイミングで

FOMCステートメントにおける景気認識の変更点

	3月	4月
景気 の 現 状 判 断	<p>[G]rowth in economic activity slowed during the winter months, in part reflecting adverse weather conditions. Labor market indicators were mixed but on balance showed further improvement. The unemployment rate, however, remains elevated. Household spending and business fixed investment continued to advance, while the recovery in the housing sector remained slow.</p> <p>Fiscal policy is restraining economic growth, although the extent of restraint is diminishing.</p> <p>悪天候の影響を部分的に反映し、経済活動の拡大ペースは冬場に鈍化した。</p> <p>労働市場の指標はまちまちだが、全体として一層の改善を示した。しかしながら失業率は依然高止まりしている。</p> <p>家計支出と企業の設備投資は引き続き拡大したが、住宅部門の回復は遅いままである。</p> <p>その度合いは小さくなってきているが、財政政策は経済成長を抑制している。</p>	<p>[G]rowth in economic activity has picked up recently, after having slowed sharply during the winter in part because of adverse weather conditions. Labor market indicators were mixed but on balance showed further improvement. The unemployment rate, however, remains elevated. Household spending appears to be rising more quickly. Business fixed investment edged down, while the recovery in the housing sector remained slow.</p> <p>Fiscal policy is restraining economic growth, although the extent of restraint is diminishing.</p> <p>悪天候の影響もあり冬場に急速に鈍化した後、経済活動の拡大ペースは最近に上向いた。</p> <p>労働市場の指標はまちまちだが、全体として一層の改善を示した。しかしながら失業率は依然高止まりしている。</p> <p>家計支出は、更に急速に拡大した模様である。企業の設備投資はじりじりと鈍化し、住宅部門の回復は鈍いままである。</p> <p>その度合いは小さくなってきているが、財政政策は経済成長を抑制している。</p>
景気 見 通 し	<p>The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will continue to improve gradually, moving toward those the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for the economy and the labor market as nearly balanced.</p> <p>適切な金融政策の緩和により、経済活動が緩やかなペースで拡大、労働市場の状況は徐々に改善し、FOMCがデュアル・マンドートに合致すると見做す状態へ向かうと予測している。委員会は経済見通し及び労働市場におけるリスクはほぼバランスしていると考えている。</p>	<p>The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace and labor market conditions will continue to improve gradually, moving toward those the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for the economy and the labor market as nearly balanced.</p> <p>適切な金融政策の緩和により、経済活動が緩やかなペースで拡大、労働市場の状況は徐々に改善し、FOMCがデュアル・マンドートに合致すると見做す状態へ向かうと予測している。委員会は経済見通し及び労働市場におけるリスクはほぼバランスしていると考えている。</p>

（出所）Fed 日本語は当社による仮訳。

² 1～3月期成長率の詳細及び4～6月期以降の見通しは、5月1日付 Economic Monitor「米国経済は1～3月期に急減速も、4～6月期以降は再加速へ」を参照ください。

の賃金上昇に繋がるとの見解がある。しかし、当社では、労働市場の改善は、長期失業者の雇用やパートタイム労働者のフルタイム化、労働市場への再参入を促すため、賃金上昇に繋がる労働市場の需給逼迫に至るにはなお時間を要すると考え、低インフレ状態が当面続くと判断している³。一方、後者の金融不均衡問題に関しては、そのリスクが大きく高まれば大規模なバブルを回避するためにもFedは早期の金融引き締めへ踏み切るリスクは確かに存在する。ただ、雇用とインフレというデュアルマンデートの未達成合いを勘案すると、金融不均衡への政策割当は、当面は金融規制の強化が中心になる可能性が高いだろう。以上を踏まえ、当社では、Fedは初回利上げを 2015 年後半まで待つと予想している（従来見通しから変更なし）。

³ この議論の詳細は 2014 年 4 月 11 日 Economic Monitor 「[米労働市場の改善と賃金上昇の行方](#)」を参照ください。