

～海外情報～

2011年6月23日全6頁

# Fed、一時的要因により景気の現状認識を下方修正

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也

ただし、今後景気が加速すると想定する。そしてQE2の終了を確認

## [要約]

- 6月21-22日にFOMCが開催され、“長期にわたって”ゼロ金利を続けるという方針や、10年11月に決定された国債の総額6,000億ドルの追加買入れ計画(QE2)の6月末の完了、さらに、保有証券残高を維持する方針が確認された。この3点セットはこれまで通りであり、サプライズなし。
- 声明文をみると、景気の現状認識の総括が“景気回復が緩やかなペースで継続しているが、想定よりも遅い”と指摘。下方修正の背景としては、物価高による個人消費抑制と日本の震災に伴うサプライチェーンの混乱を挙げているが、これら一時的要因は足もとの景気減速を部分的に説明しているにすぎないとも。声明文では、回復ペースは今後数四半期で加速するという想定が示されているが、改定されたFedメンバーの見通しでは、11年と12年の成長率が引き下げられる。
- インフレに関しては、コモディティや輸入品の価格上昇やサプライチェーンの混乱が、足もとのインフレを押し上げていると指摘。ただ、その影響は一時的という立場は前回と同じ。だが、Fedメンバーはコアを中心にインフレ見通しを引き上げており、タカ派の警戒心を高めることに。結局、どちらにも動けず、現行政策の長期化を示唆する内容と言えよう。

景気の現状認識を下方修正 ～ 但し、一時的要因によるもので、今後数四半期で上向くと想定

Fedは6月21-22日に定例のFOMCを開催し、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00～0.25%の範囲で据え置いた。この事実上のゼロ金利の措置を“長期にわたって”(for an extended period)維持していく方針も忘れなかった。そして、10年11月2-3日のFOMCにおいて決定された量的緩和策の第二弾、いわゆるQE2である総額6,000億ドルの国債の追加買入れを予定通り6月末で終了することを確認した。また、10年8月10日に導入された、保有する証券の規模を現状の水準で維持するという方針も繰り返した<sup>1</sup>。具体的には、政府機関債とMBSの元本の償還資金を長期国債に再投資し、保有する国債が償還を迎えれば引き続き再投資するということである。このように、現状の超緩和的な金融政策のポイントに変更がみられなかったことから、概ねサプライズは見られなかった。

むしろ、焦点は、足もとの景気減速を受けて、前回4月26-27日のFOMCで議論された出口戦略のタイミングがどれくらい後ズレするか、あるいは追加措置の可能性を示すものがあるかという点だっただろう。前回のFOMC議事録によると、出口戦略に関する議論がなされ、まず再投資の停止(停止によって保有証券の残高

<sup>1</sup> なお、QE2終了後も保有証券残高を維持する方針が示されたことから、実務を担当するNY連銀は声明を発表し、維持を目指す規模はSOMA(System Open Market Account)の残高の約2兆6000億ドルになるという。

[http://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating\\_policy\\_110622.html](http://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_110622.html)

は自然減に) が次のステップとして考えられていることが明らかにされた。そして、多くの参加者が、資産売却よりも政策金利の引き上げが先である方が望ましいという認識を持っていることが明らかにされたものの、具体的なスケジュールは示唆されなかった。

FOMC 後に発表された声明文をみると<sup>2</sup>、現状認識の総括では、前回 4 月同様に“景気回復は緩やかなペースで継続している (economic recovery is continuing at a moderate pace、但し、前回の proceeding から continuing に変更)”と言及したものの、続けて、“想定していたよりもいくらか遅くなっている (somewhat more slowly)”という文言が加わり、景気の現状認識が下方修正されたことを示唆した。ただ、この評価自体は、過去一ヶ月半の間に発表された経済指標から明らかであり、バーナンキ FRB 議長も、既に 6 月 7 日の講演のなかで、“somewhat slower than expected”と想定以上に景気が減速していると述べていたことから驚きはなかった。

後述するように、景気減速は一時的な要因による部分がある点が強調されており、先行きについては、“回復のペースは今後数四半期で加速する (pick up) と予想される”という見通しを示している。一時的要因及び今後の見通しもバーナンキ議長の講演内容から逸脱したものではなかった。

また、インフレについては“上昇率がここ数ヶ月間加速している (picked up)”と前回同様に言及したうえで、その要因として、“いくつかのコモディティや輸入品の価格上昇を主に反映している”点を挙げた。さらに、景気減速の一因にもなっている、日本で起きた悲劇的な出来事(東日本大震災及び原発事故)に伴う“サプライチェーンの混乱”も価格押し上げにつながっていると指摘。つまり、供給制約が発生したために価格が上昇している。加えて、3 月から使われてきた、インフレ基調は依然として“抑制されている (subdued)”との現状認識を示す文言が削除された。実際の指標ではコアベースのインフレが加速しているために、整合的ではなくなってきたと言えよう。ただ、インフレの押し上げ要因が一時的であるとのスタンスは変わっておらず、同効果が剥落していくにつれて、インフレは望ましい水準に落ち着くという見通しを変えていない。これまで同様に、今後もインフレやインフレ期待の動向を注視する姿勢を強調しているが、利上げに転じている ECB に比べると、Fed には時間的な余裕がある。

このように、景気やインフレの現状認識は想定よりやや乖離していることを認めているものの、Fed に課せられた二大政策目標である雇用の拡大と物価の安定にとって望ましい水準へ、各々回帰していくと見込んでいるわけだ。

なお、前回同様に、今回も FOMC 声明文が発表されたあと、バーナンキ議長による記者会見が東部時間の午後 2 時 15 分というマーケットがオープンしている時間帯から行われた。冒頭では、バーナンキ議長が Fed メンバーの景気・インフレ見通しについても言及しながら<sup>3</sup>、声明文に沿った内容をコメントし、それから記者との質疑応答に移った。次回の記者会見は 11 月 2 日の予定である。

QE3実施のハードルは高い

一方、足もとの景気減速を受けて、市場では、再投資停止という最初のプロセスに入るタイミングがずれ込むだけでなく、出口戦略の路線を白紙にして追加措

<sup>2</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110622a.htm>

<sup>3</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110622b.htm>

置 QE3 の可能性を予想する見方もあったが、今回の FOMC 声明文を見る限り、その実現のハードルは高いとみられる。

そもそも、QE3 という話になるには、QE2 を実施した昨年同様の理由付けが必要になるだろう。QE2 の際に、Fed は現状の失業率が高過ぎることとインフレが低過ぎる点を根拠に挙げた。これらは、Fed に課せられた責務が損なわれていることを意味しており、状況を変えるためには何らかの追加措置が必要だという筋の通った論理展開だった<sup>4</sup>。

しかしながら、現状は必ずしも昨年と同じではない。まず雇用面では、昨年の場合、失業率は 9.5~9.6% で高止まり、非農業民間雇用者の増加幅は一ケタ台だった。一方、今年 5 月の失業率は 9.1% に再上昇し、非農業民間雇用者が 8.3 万人増と改善はペースダウンしており、Fed も声明文のなかで、“最近の労働市場の指標は見込んでいたよりも弱い” という認識を示している。従って、今後さらに悪化するという見通しであるならば、QE3 の前提条件はクリアするかもしれない。

だが、今回の声明文では、失業率の水準は高いものの、QE2 が終了した後に“再び徐々に下がり始める”と見込んでいると明記。この点は、QE2 実施時の、今は高過ぎる、何もしなければ低下しないというトーンからすると、大きな環境の変化と言える。実際、バーナンキ議長も記者会見のなかで、“雇用の伸びは実際に加速している。昨年 8 月までの 4 ヶ月間の月平均増加数は約 8 万人（非農業民間雇用者）だったが、弱かった 5 月を含んでも 2011 年に入ってから平均増加数は 18 万人近い”、“昨年 8 月時点では、失業率は再び増加し始めるかもしれないとみられていた”と環境の違いを強調している。

同様に、インフレに関しても、昨年の場合、コアベースで前月比 0.0~0.1% 増という非常に低く、前年比でも 1% 割れが視野に入っており、デフインフレの懸念が強かった。しかし、足もとでは、コアベースでも 0.2~0.3% 増、年率では 2% 超のスピードでインフレは上昇している。幸いにも Fed が注目するインフレ期待が落ち着いており、現行政策を早急に変更する状況ではないが、やはり昨年とはインフレ環境が大きく異なっている。バーナンキ議長も、“昨年 8 月に私が資産購入について話し始めたときには、インフレはとても低く、下落していた。証券購入はデフレリスクを払拭するのにとてもうまくいったと思っている”、“昨年の 8 月時点よりも 2 つの責務である目標に近づいている”と述べている。

景気見通しは引き下げられ、インフレ見通しは引き上げられる ~ どちらにも動けず、現行政策の先延ばしを示唆する

声明文の内容やバーナンキ議長が記者会見で述べた点は、同じタイミングで公表された Fed メンバーの景気・インフレ見通しからも読み取れる。まず、実質 GDP 成長率予想は 2011~12 年にかけて 4 月時点よりも下方修正されている。具体的には、メンバー大勢の 11 年 Q4（前年同期比）の想定は、4 月時点の +3.1~3.3% から +2.7~2.9% に引き下げられた。前回公表時点は Q1 の GDP 発表前日だったが、バーナンキ議長は、Q1 は前期比年率 2.0% をやや下回るとみており、ほぼ予想通りだった。従って、4 月からの下方修正は Q2 以降の見通し引き下げが反映されている（Q2 の GDP 成長率は 7 月 29 日に発表予定）。実は前々回の 1 月時点では +3.4

<sup>4</sup> それでも、昨年の QE2 実施前には、Fed のなかでは QE2 をやることによるベネフィットとコストを巡り、激しい議論がみられた。そもそも QE2 は効果があったのかについてタカ派は懐疑的であり、これ以上の資産購入はインフレをあおるリスクがあるだけという懸念が払拭されていない。QE2 の効果に関する評価もまとまっていない今、Fed 内部のコンセンサスを得て QE3 に持ち込むのはかなり困難な道のりであろう。

～3.9%と予想されており、今年に入ってから2回連続で引き下げられていることになる。この間市場コンセンサスも下方修正されていることから特に違和感はなく、直近の市場コンセンサス（Blue chip 調査 6/10 付）が+2.8%と、Fedメンバーと一致している。

また、12年Q4（前年同期比）も4月時点の+3.5～4.2%から+3.3～3.7%に引き下げられたが、市場コンセンサスの+3.1%と比べると、依然として楽観的と言える。このように、11年だけでなく、12年の見通しも下方修正された点について、声明文で強調された一時的要因との関連を記者に尋ねられ、バーナンキ議長は、“減速のある部分は一時的あり、ある部分は長期化するかもしれない”と言及。実際、声明文でも“回復のペースの減速は、日本で起きた悲劇的な出来事（東日本大震災及び原発事故）に伴うサプライチェーンの混乱や、食品やエネルギーの価格上昇が消費者の購買力や支出を減衰させた影響など、一時的とみられる要因を部分的に反映している”と指摘。あくまでも一部はそうだという認識である。では、それ以外は何かというのが素直な疑問だが、これに対して、バーナンキ議長は“なぜこれだけ減速が続くのか、明確には分かっていない”と述べたうえで、一つの見方として“金融セクターの弱さ、住宅セクターが抱える問題、バランスシートやデレバレッジといった論点など、これら逆風のいくつかが考えられているよりも強かったり、より持続しているかもしれない”と分析している。ただ、13年にかけては、マイナス要因も解消されることから、予想も4月時点とほとんど同じとなっている。

対照的に、上方修正されているのがインフレ見通しであり、これも4月に続く引き上げになる。足もとのインフレ上昇を反映して、食品・エネルギーを含んだPCE 価格指数の予想の下限が引き上げられており、デフレ懸念の払拭が一段と鮮明になっている。さらに、コアベースでは、下限だけでなく上限も引き上げられている。メンバー大勢の予想数字をみると、目安とされる2.0%が視野に入るタイミングが12年Q4に前倒しになっている。引き続き、大方のFedメンバーはインフレ抑制を予想しているが、一部のタカ派は11年Q4にも2%を上回ると想定しており、彼らはインフレに対する警戒心を一段と強めることになるだろう。

一方、Fedがこだわっている失業率のメンバー大勢の見通しは、4月時点よりも引き上げられている。11年Q4平均が8.4～8.7%から8.6～8.9%というように、12年Q4や13年Q4も、上限・下限ともに0.2～0.3%ポイントずつ引き上げられている。4月時点では、1～3月にかけて彼らの想定よりも早いタイミングで失業率が下がったために目先の11年Q4平均は1月時点から下方修正され、12年Q4や13年Q4はほとんど変わらなかった。前述したように、今回の声明文では今後も失業率が下がっていくと明記されたものの、むしろその低下スピードは年初よりも緩慢になっているのである。

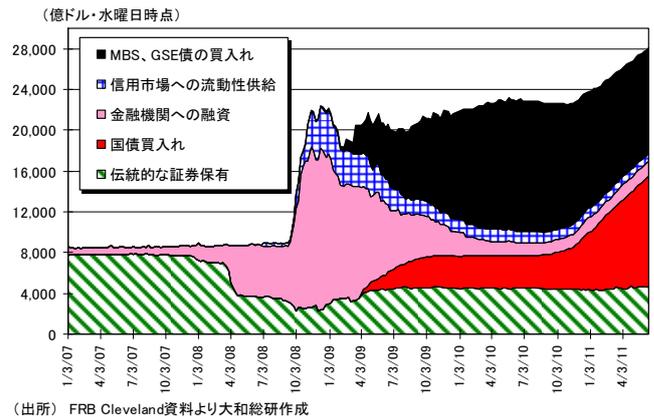
ちなみに、今回の投票でも前回同様に全会一致の賛成となり、無風状態が続く。

## Fedメンバー大勢の景気・インフレ見通し(2011年6月)

	2011年	2012年	2013年	長期
実質成長率	2.7-2.9% (3.1-3.3%)	3.3-3.7% (3.5-4.2%)	3.5-4.2% (3.5-4.3%)	2.5-2.8% (2.5-2.8%)
PCE価格指数	2.3-2.5% (2.1-2.8%)	1.5-2.0% (1.2-2.0%)	1.5-2.0% (1.4-2.0%)	1.7-2.0% (1.7-2.0%)
コアPCE価格指数	1.5-1.8% (1.3-1.6%)	1.4-2.0% (1.3-1.8%)	1.4-2.0% (1.4-2.0%)	
失業率	8.6-8.9% (8.4-8.7%)	7.8-8.2% (7.6-7.9%)	7.0-7.5% (6.8-7.2%)	5.2-5.6% (5.2-5.6%)

(注)10-12月の前年同期比、失業率は10-12月の平均  
大勢は全体から上下3人ずつを除く。括弧内は2011年4月時点の想定  
(出所) FRB

## FRBのバランスシート ~ 6月末でQE2は終了し、当面は残高維持へ



### 景気回復のペースは 想定よりも遅い ~ 日本の震災の影響

声明文の最初の段落である景気認識・見通しの部分において、4月のFOMC以降入手された経済データを基に“景気回復は緩やかなペースで継続している”と回復を確認する一方で、“想定していたよりもいくらか遅い”と新たに指摘し、同様のことが最近の労働市場に当てはまるとする。雇用環境については、3月の“労働市場の全体的な状況は徐々に改善しているようにみえる (appear to)”から4月は“労働市場の全体的な状況は徐々に改善している”と、より確実性が増している形に変更されてきたが、今回は鈍化を示唆する形に。

景気全体のペースダウンの要因は、前述した通りだが、日本の震災の影響に関しては、前回のFOMCでは、声明文で言及されなただけでなく、質疑応答のなかで日本のメディアから尋ねられて答える程度だった。バーナンキ議長は、それまでのコメントや質疑応答の過程で、コモディティ価格関連で中東・北アフリカの混乱やエマージング経済に、そして欧州の債務問題といったグローバル経済の不確実性が米国経済に与える影響には言及していたが、日本関連では、例えば自動車会社など多くの企業がサプライチェーンの問題に直面している点に触れたうえで、米国経済にはやや影響はあるが、一時的であろうという見解を示していた。今回は、記者会見冒頭のコメントのなかで、バーナンキ議長は、日本の震災が製造業生産に及ぼす影響は今後数ヶ月で消えていくだろうと述べ、一時的要因と判断していることを示唆したが、無視できるほどの小ささではなかったために、声明文で言及したとみられる。

### 個人消費と機械投資 は拡大し続けている ~ 前回と同じ

また、個人消費に関しては“家計支出は引き続き拡大している”、企業の設備投資のうち“機器・ソフトウェア支出は引き続き拡大している”が、“非居住用構築物への投資は依然として弱い”、そして“住宅セクターは引き続き低迷している”と前回と同じ文言が繰り返されている。また、インフレの現状認識では、これまでの原油への言及がなくなる一方、“インフレ率はここ数ヶ月間加速している (pick up)” 事実は変わらなかったことから、今回は、いくつかのコモディティとともに輸入品の価格上昇を指摘し、合わせてサプライチェーンの混乱も背景に挙げている。また、“長期のインフレ期待は引き続き安定している”と強調することも忘れない。

## 景気回復の継続とインフレの抑制を予想

続く第二段落以降は、概ね前回の表現を踏襲している。つまり、“法律で定められている責務として、FOMC は雇用の最大化と物価の安定を促進しようとしている”との事実を再確認した。だが、“失業率は高止まっている”としながらも、“景気回復のペースは今後数四半期で加速すると予想される”、“失業率は、雇用の最大化と物価の安定を促進するという目標に最適と委員会が判断する水準に向かって、徐々に再び下がり始めるだろう”と見通す。また、やや上振れているインフレについては、“過去のエネルギーやその他のコモディティの価格上昇の影響がなくなるにつれて、委員会の目標に最適な水準、あるいはそれを下回る水準に低下すると予想する”と指摘している。失業率やインフレの見通しはやや楽観的な印象も否めないが、“インフレとインフレ期待の行方に細心の注意を払う”という姿勢を強調して第二段落を締め括る。

当面の金融政策を説明する第三段落では、“景気回復の継続を促し、インフレが徐々に目標と一致する水準になるよう支援するために、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00~0.25%の範囲で据え置く”とした。さらに、“経済状況を鑑みて、FFレートの異例の(exceptionally)低水準が長期にわたって(for an extended period)正当化される可能性が高いと引き続き予想する”という事実上のゼロ金利を継続していく方針が繰り返された<sup>5</sup>。

なお、この文言が意味する期間について、バーナンキ議長は記者会見の質疑応答のなかで、この文言はさらなるアクションを取るまでに“少なくとも(at least)2~3回のFOMC(two or three meetings)があると思っている”と答えており、“少なくとも”を強調するとも述べている。前回の記者会見でも同様の質問を受けているが、より明確に答えている形だ。しかも、前回は“環境が変化すれば、金融引締めを開始する必要がある”と言及したが、今回は“経済状況やインフレ、失業率がどうなるかに依存するが、長くなるかもしれない”という言い方である。

QE2の終了などについては、冒頭で指摘した通りだが、“経済見通しや金融市場の展開を引き続き注視し、雇用の最大化と物価の安定を最も促進するために、必要に応じて政策手段を用いる”として、実質的に声明文を締め括っている。

<sup>5</sup> なお、声明文では、“長期にわたって”ゼロ金利を許容する“経済状況”として、①“(経済)資源の稼働率が低い点”、②“抑制されたインフレトレンド”、③“安定したインフレ期待”というこれまでの3点セットから、①“(経済)資源の稼働率が低い点”と、②を“抑制された中期的なインフレ見通し”に修正して、この2点セットに変更した。