

～海外情報～

2011年11月4日全9頁

# Fed、現行政策を維持し状況を注視することに

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也

## 景気の先行きに著しく下ブレリスクは残ったまま

### [要約]

- 11月1-2日にFOMCが開催され、政策金利を事実上のゼロ金利で据え置く方針を確認した。そして、この異例なほど低い金利水準を少なくとも2013年半ばまで続けるという、8月に導入した方針を維持した。さらに、前回9月に決定した、短期国債を売って長期国債を買うことで保有する国債の平均残存期間を長期化するプログラム（オペレーション・ツイスト）を継続することも決定した。つまり、現行政策を維持して様子を見ることにしたのである。
- 前回の声明文と比較すると、景気の現状認識では、Q3の成長がやや強まったとして、個人消費の判断を上方修正した。だが、それ以外の項目は前回と同じ。また経済見通しについても、緩やかな成長が続くと想定したうえで、国際金融情勢など“著しいダウンスайдリスクがある”と指摘した点も前回と同じ。全般的に変化に乏しい1ヶ月半だったといえよう。
- Fedメンバーの景気・インフレ見通しの数字をみると、成長率予想は大幅に下方修正され、失業率の低下は一段と緩慢に。だが、直近を別にすると、インフレ見通しに大きな変化なし。インフレ懸念の後退とともに、デフレ懸念もトーンダウンしたとみられる。引き続き、情勢に応じて追加措置を採るというスタンスだが、見通しから大きく逸脱することがその前提になろう。

現行政策を維持し当面は様子見 ～ 追加緩和の余地は残す

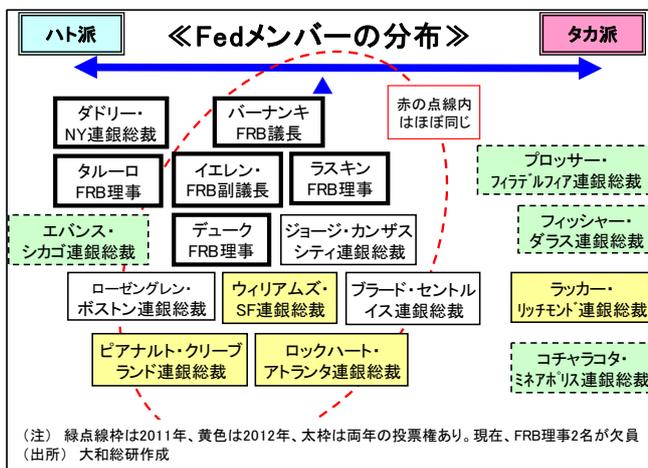
Fedは11月1～2日に定例のFOMCを開催し、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00～0.25%の範囲で据え置いた<sup>1</sup>。そして、前々回（8月9日）の会合から使い始めた、異例なほど低い金利水準を“少なくとも2013年半ばまで（at least through mid-2013）”維持することを繰り返した。さらに、前回（9月20～21日）の会合で決定した措置、保有する証券残高を維持しながら、保有する国債の平均残存期間を長期化するプログラムを継続することを決定した。具体的には、2012年6月末までに、保有する4,000億ドルに関して、償還までの残存期間3年以下の国債を売却する一方、同額の残存期間6～30年の国債を購入して資産構成を変化させるプログラムであり、短期国債を売って長期国債を買うという、いわゆるオペレーション・ツイストである。また、前回の会合で修正を加えた、保有証券のうちGSE債とMBSの元本償還資金をMBSに再投資するという既存の方針を維持した（償還期限を迎えた国債を国債に再投資する点も変わらない）。

ちょうど一年前のFOMCでは、総額6,000億ドルの国債を追加で買い入れるという量的緩和策の第二弾、いわゆるQE2（今年6月末で終了）に踏み切ったわけだが、今回のFOMCでは、現行政策を維持し過去2回で決定した緩和措置の効果を見極め

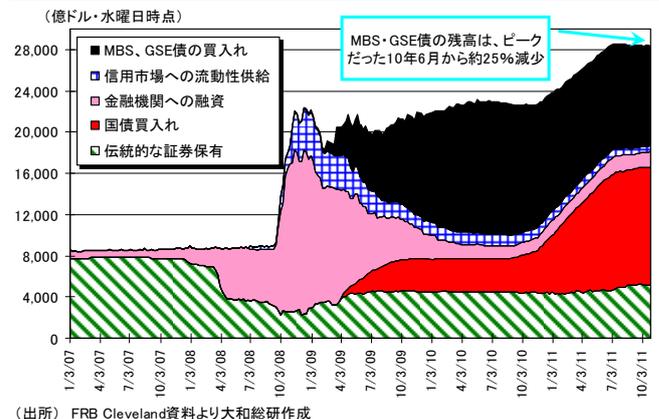
<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20111102a.htm>

る形に。また、景気の現状認識及び先行きの見通しについても大きな変化がみられなかったことから、全体的に動きが乏しいものとなった。

今回の様子見の決定に対しては、投票メンバー10人のうち1人が反対票を投じた。これで3回連続反対者が出たことになるが、過去2回とは状況がやや異なる。過去2回は、追加の緩和措置実施に対してダラス連銀のフィッシャー総裁やミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、そしてフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁の3人が反対したが、今回は現時点での追加緩和策を主張したシカゴ連銀のエバンス総裁が、現状維持の判断に反対したわけである。なお、過去2回連続で反対した3人は今回揃って賛成票を投じた。一見すると、反対票が少なくなってFed内の見解の乖離が縮まった印象もあるだろうが、前回の措置についても、投票権を持っていなかった地区連銀総裁のなかには反対を明言した者がいた。FOMCでは様々な議論が出ただろうが、米国経済自体の二番底懸念が後退し過去2回のような緊急性が乏しかったために、表面的には落ち着いたFOMCになったとみられる。



FRBのバランスシート ~ 残高維持し、国債の残存期間の長期化を図る



経済成長はQ3にいく  
らか強まった ~  
消費は上方修正され  
たが、それ以外は前回  
と変わらず

まず、声明文の最初の段落である景気・インフレの現状認識の部分を見ると、9月のFOMC以降入手された経済データを基に、“経済成長はQ3にいくらか強まった(strengthened somewhat)”と現状認識を総括している。前回の“経済成長は依然として遅い(slow)”から変更され、一旦減速した景気が持ち直してきたことを示唆しており、概ね見通しに沿って推移してきたとみられる。2011年Q3の実質GDP成長率は前期比年率2.5%増とQ1の0.4%増、Q2の1.3%増(2011年前半は1.1%増にとどまった)から大幅に加速し、個人消費や設備投資など民間需要が牽引役となり、みかけの数字以上に強い内容であった点を踏まえている<sup>2</sup>。

持ち直した要因として、“今年前半の成長を圧迫していた一時的要因の反動を部分的に反映している”と指摘している。具体的には、サプライチェーンの混乱や食品・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てきたが、これら一時的要因が解消されて、減少した分が反動増となって顕在化している。ただ、個人消費に関する部分を除くと、それ以外の具体的な状況は前回とほぼ同じ。

個人消費については“家計支出はここ数ヶ月、いくらか速いペースで増加している(increased at a somewhat faster pace)”と言及し、前回の“家計支出は、

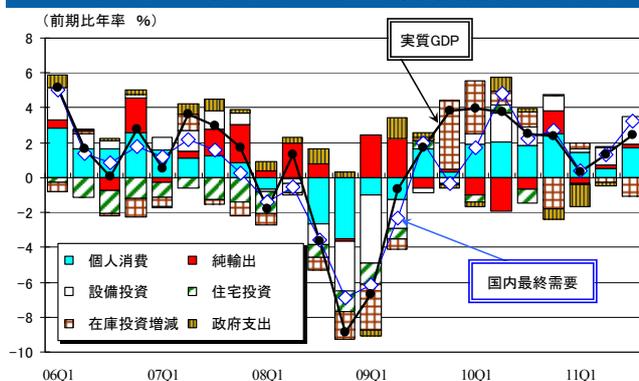
<sup>2</sup> Q3のGDPについては、拙稿「海外情報「米国経済の二番底懸念は杞憂だったか」 2011年10月31日を参照。

緩やかなペースでしか増えていない”とのニュアンスから上方修正されている。ただ、消費の持続性の担保となる雇用環境については、“最近の指標は労働市場全般の状況は引き続き弱い（weakness）ことを示し、失業率は高止まったまま”と言及しており、先行きには慎重さが必要であろう。また、企業活動については“企業の機器・ソフトウェア支出は引き続き拡大したが、非居住用構築物への投資は依然として弱い”、“住宅セクターは引き続き低迷している”と、従来通りの見解を繰り返している。Q3のGDPでは、個人消費と並んで企業の設備投資は景気の牽引役であり、構築物投資にしても、2四半期連続の2ケタ増と改善したにもかかわらず、声明文には反映されていない。住宅投資共々、ピークから大幅に落ち込んだ低水準のなかの動きにすぎないという判断か。このように、現状認識は前回比で上方修正されたとはいえ、全般的に変化に乏しい1ヶ月半だった。

### インフレは抑制され ていると、引き続き指 摘

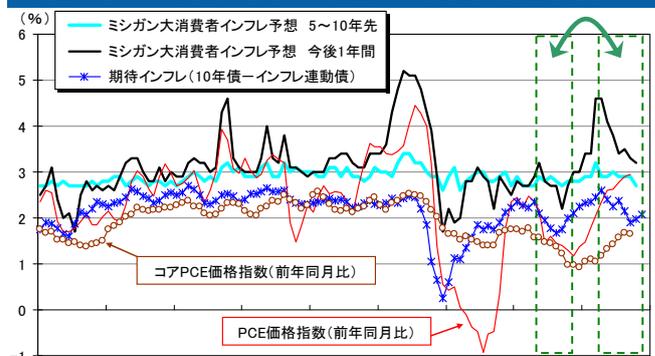
一方、インフレの現状認識について、“インフレは、エネルギーやいくつかのコモディティの価格がピークから下落したことで、今年前半よりも緩やかになったように見える。長期のインフレ期待は引き続き安定している”と、前回と一字一句同じである。Fedが注目する個人消費支出のデフレーター（PCE価格指数）はQ3に前期比年率2.4%増となり、Q1の3.9%増、Q2の3.3%増から鈍化しており、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数でも、2010年後半の0.7~0.8%増から2011年Q1が1.6%増、Q2が2.3%増と加速してきたが、Q3は2.1%増に。前年同期比では1.6%増と1年半ぶりの高い伸びとなったが、今後も前期比ベースで抑制されていけば、前年比でもピークアウトの時期を迎えるだろう。

2011年Q3は2.5%増に加速 ~ 個人消費と設備投資が牽引する



(注) 棒グラフは寄与度  
(出所) BEA、HaverAnalytics資料より大和総研作成

実際のインフレ率と様々なインフレ期待 ~ 消費者の期待は低下へ



(注) 2011年11月の期待インフレは11/2までの平均値  
(出所) ミシガン大/ロイター、BEA、FRB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

### 今後も緩やかに回復 ~ 今回も“著しい下 ブレリスク”に言及

景気・インフレの現状認識を踏まえたうえで、続く第二段落の冒頭で、“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”との事実を再び確認。それから、“FOMCは今後数四半期緩やかなペースで経済成長すると引き続き予想しており、それ故、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、徐々にしか下がらない（decline only gradually）と予測する”と、景気見通しを示している。

前回の“今後数四半期で回復ペースがいくらか上向く（pickup）”という言い方から変化しているが、前回の時点では、想定よりも遅いペースで成長したため

に、Fed がイメージする本来のペースに戻るには pickup という表現が適切だったのだろう。今回の場合、想定通りに推移してきたことから上記の声明文の言い回しになったと考えられ、前回比では Fed の見通しに大きな修正はなかったのだろう。但し、予想される失業率の下がり方は順調というよりも限定的、不十分というニュアンスになっており、成長のペースも Fed が満足する速さではないことが示唆されている。

さらに、声明文では、“経済見通しには著しい (significant) ダウンサイドリスクがある”と前回と同じ強いトーンのネガティブな表現が続き、欧州の債務問題によって金融市場が不安定である状態を受けて、“国際金融市場の緊張 (strain)” がリスクに含まれると言及している。欧州では漸く包括的な危機対策がまとめられて市場も好感したが、震源地であるギリシャが唐突に国民投票の実施を表明するなど、情勢は依然として不透明なまま。従って、対外的な下ブレ要因を注視するスタンスが維持されたのはやむを得ないだろう。基本的に、景気に対する現状認識・見通しは前回から大きく変わっておらず、現在の超緩和的な金融政策を長期化させようという姿勢につながっている。

一方、インフレ見通しに関しては、“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さらに (further) なくなるにつれて、インフレは今後数四半期で、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落ち着く (settle) と予想する。しかしながら、インフレとインフレ期待の行方に細心の注意を払う”と、前々回、前回と全く同じ姿勢を繰り返している。

景気見通しは大幅に  
下方修正される ~  
インフレ見通しでは  
インフレ・デフレ懸念  
ともに軽減される

このような今後の景気やインフレに関する漠然とした見方は、同日に発表された Fed メンバーの景気・インフレ見通しの数字によって、より明確化されている<sup>3</sup>。まず、実質 GDP 成長率予想は 2011~13 年にかけて 6 月時点よりも下方修正されている。メンバー大勢の 2011 年 Q4 (前年同期比) の想定は、6 月時点の +2.7~2.9% から +1.6~1.7% に引き下げられた。これで今年 1 月をピークに 4 月、6 月、11 月と 3 回連続で引き下げられたことに。2012 年 Q4 (前年同期比) も 6 月時点の +3.3~3.7% から +2.5~2.9%、2013 年 Q4 (前年同期比) も +3.5~4.2% から +3.0~3.5% に下方修正されている<sup>4</sup>。

2011~13 年にかけての成長率予想の引き下げと “Q3 はやや強まった” という声明文の言及には、ギャップを感じるかもしれない。ただ、声明文がここ 1 ヶ月半のデータに基づいた現状分析であるのに対して、成長率予想は 6 月時点、つまり 3 回前の FOMC で示された Fed メンバーの数字からの変化であり、単純に比較することはできない。実際、この 4 ヶ月半の間に GDP の下方改定もあって、市場コンセンサス (Blue Chip 調査: 7 月と 10 月の比較) は 2011 年 Q4 (前年同期比) が +2.6% → +1.4% に (暦年では +2.5% → +1.7%)、2012 年 Q4 は +3.0% → +2.3% に (暦年では +3.0% → +2.0%) それぞれ大幅に下方修正されている。Fed メンバーの見方の変化幅とほぼ同じであり、特に違和感はない。従って、現時点での Fed の見通しを評価するには市場コンセンサスとの対比が適切だろう。

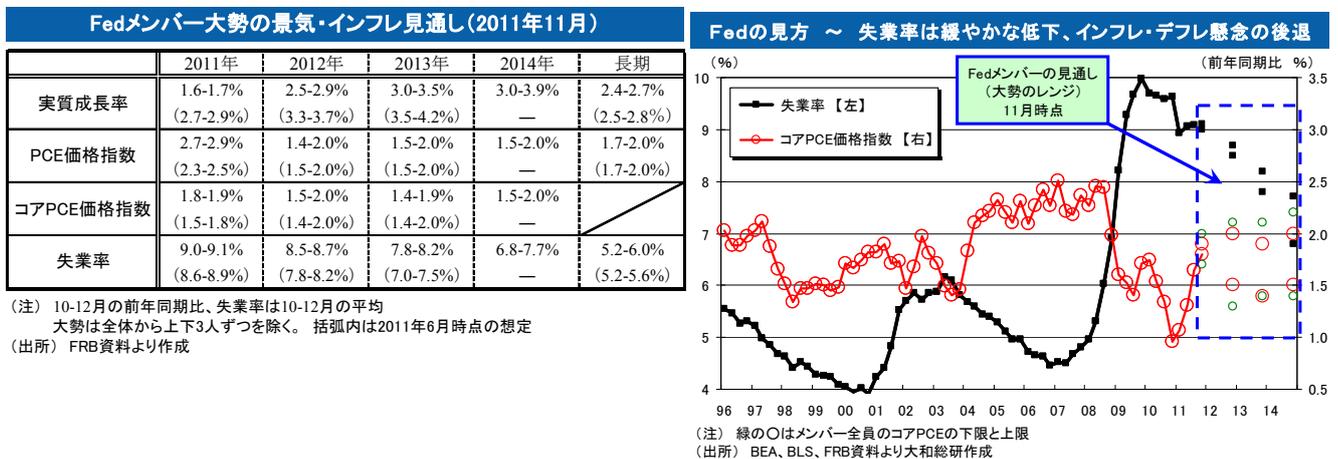
<sup>3</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtab120111102.pdf>

<sup>4</sup> なお、今回は新たに 2014 年の予想が発表されて +3.0~3.9% に。2013~14 年と 2 年連続で長期トレンド (+2.4~2.7%) を上回る成長が続くと予想されている。長期トレンドを潜在成長率とみなせば、GDP ギャップは 2012 年には小幅な縮小にとどまるが、2013 年以降、本格的に縮小していくことになるだろう。

但し、市場コンセンサス（直近はBlue Chip 調査 10 月）がまとめられた後に Q3 の GDP が発表されており、厳密に言えば、Q3 の結果を踏まえたうえでの市場コンセンサスと比べる必要がある。ちなみに、Fed メンバーの見通しは直近の市場コンセンサスよりも楽観的といえる。

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、6 月時点よりも大幅に引き上げられている。2011 年 Q4 平均こそ 8.6~8.9%から 9.0~9.1%と小幅な変化だが、2012 年 Q4 平均は 7.8~8.2%から 8.5~8.7%、2013 年 Q4 平均は 7.0~7.5%から 7.8~8.2%と上限・下限ともに大きく引き上げ。失業率の低下スピードは一段と緩慢になっており、8%を下回る時期や 7%まで低下する時期が 1 年ほど先送りされた格好であり、声明文で指摘された不満足な水準が示されている。市場コンセンサスと比較すると、2011 年は一致しているものの、2012 年は Fed メンバーの予想は楽観的である（市場コンセンサス 2012 年 Q4 平均 8.9%）。

インフレ見通しをみると、目先 2011 年 Q4 は、全体・コアとも引き上げられており、Fed メンバーの想定を上回るペースでインフレが加速してきたといえよう。ただ、2012 年や 2013 年については 6 月時点とほとんど同じである。足もとのインフレ上昇は長期化しないという Fed メンバーの見通しを反映しており、インフレはコントロールできるとの金融当局の自信が表れている。一方で、景気見通しは 2013 年にかけて下方修正され、失業率の低下も一段と緩慢になっていることから、ギャップは長期にわたって拡大したままになろう。すなわちハト派が主張する、物価が上昇しないあるいはデフレを醸成する余地にもつながるはずだが、それにもかかわらず、インフレ見通しは変化なし。デフレ懸念はかなりトーンダウンしているといってもいいだろう。



## オペレーション・ツイ ストやMBSへの再投資 を継続

当面の金融政策を説明する第三段落では、“より力強い経済回復をサポートし、インフレが徐々に2つの目標と一致する水準になるよう支援するために”、“FOMCは9月に発表した保有する証券の平均残存期間を延ばす(extend)プログラムを継続することを決定した”という。そして、“政府機関債とMBSの元本の償還資金をMBSに再投資して、償還期限を迎えた国債を入札で再投資するという、既存の政策を維持する”方針も再確認した。なお、“FOMCは保有証券の規模と構成を定期的に見直して、必要に応じて保有証券を調整する用意がある”といういつもの文言を付け加えている。

そして、今やほとんど形骸化した、“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”と声明文で明記したうえで、“経済状況を鑑みて、FF レートの異例な (exceptionally) 低水準が少なくとも 2013 年半ばまで正当化される可能性が高いと、現在のところ (currently) 予想する”という超低金利政策を継続していく方針も前回同様繰り返された<sup>5</sup>。引き続き、事実上のゼロ金利が変更される前に、“2013 年半ば”と明記された時期が 2013 年初あるいは 2013 年末というように、柔軟に修正される余地があるとみられる。

このように、現行政策を続けることが決まったわけだが、オペレーション・ツイストや MBS への再投資の現状をみると<sup>6</sup>、10 月 3 日から始まった長期国債の購入総額は約 451 億ドルに達して、短期国債の売却額は約 544 億ドルである (11 月 3 日時点)。NY 連銀が 10 月 31 日に発表した 11 月の予定によると、約 450 億ドル分購入し約 430 億ドル分売却することになっており、毎月 450 億ドル程度のペースでオペレーション・ツイストは続いていくことになろう。一方、MBS への再投資額は 11 月 2 日までに 260 億ドル (net ベース) であり、オペレーション・ツイストや 2008 年 12 月～2010 年 3 月にかけて実施された GSE 債・MBS の大量購入 (単純平均で月 950 億ドル弱) に比べると規模は小さい。

#### 現行政策の効果は？

また、QE2 が 1 ヶ月当たり 750～800 億ドルの購入規模であったのに対して、オペレーション・ツイストの規模は毎月約 450 億ドルとやや小さい。ただ、買入れる国債のデュレーションが長期化しており (2012 年末には平均残存期間が約 100 ヶ月に長期化)、長期金利への影響が期待されている。前回の声明文でも、オペレーション・ツイストを実施する意図として、“長期金利に下向きの圧力をかけて、より広範囲の金融状況をより緩和的にするだろう”と声明文のなかで言及したが (この言及は今回削除)、スタートから 1 ヶ月が経過してどうなっているか。

10 年国債利回りの変化をみると、9 月の FOMC の段階で 2%割れと非常に低い水準 (9 月 21 日時点 1.88%) まで低下していたが、11 月 2 日時点 2.03%と金利だけを単純に比べると上昇している。また、30 年国債利回りは 9 月 21 日 3.03%→11 月 2 日 3.03%と変わっていない。ただ、この間に株価が約 6%上昇している点を考慮すると、長期金利の水準は政策効果で抑えられているとも解釈できよう。

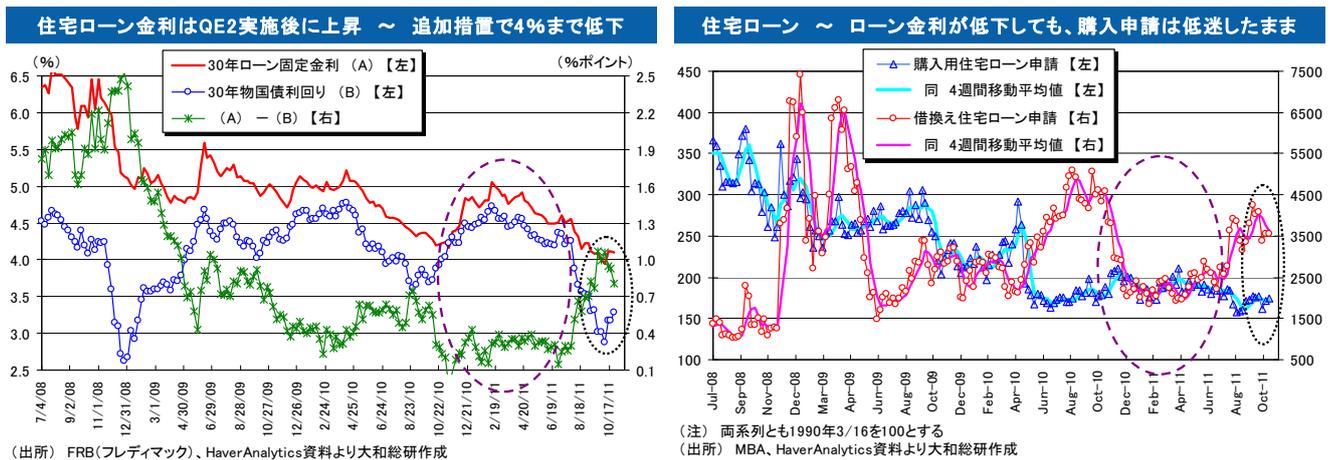
長期国債利回りの低下に伴って、住宅ローン金利 (30 年固定) も大幅に低下し、一時は 4%割れと過去最低水準に。だが、このような金利低下に敏感に反応しているのはローンの借り換え申請であり、購入目的の申請件数は低迷したまま。しかも、借り換え申請そのものが順調に進展しているとは言い難く、毎月の返済負担を軽減して家計を潤すかは依然として不透明である。なお、10 月 24 日にオバマ政権は、既存のプログラムの要件を緩和するなど住宅ローンの借り換え促進策を発表。ポジティブな政策と受け止められるが、8 月末までに約 89 万件だった実績が 2013 年末まで 2 倍以上になると当局は推計しており、2009 年に導入された際の約 400 万世帯が恩恵を受けられるという当初の構想からすると、歩みは遅いといえよう。また、住宅ローン金利が低下しても、住宅ローンの審査基準が厳しいために融資を受けられなければ、住宅需要も顕在化することはできない。中古住宅販売のデータを発表する NAR によると、9 月の契約失敗の割合、つまりローン申請の却

<sup>5</sup> 声明文では、異例に低い金利水準を許容する“経済状況”として、従来通り、①“(経済)資源の稼働率が低い点”と②“抑制された中期的なインフレ見通し”の 2 点を含めると挙げている。

<sup>6</sup> <http://www.newyorkfed.org/markets/pomo/display/index.cfm>  
<http://www.newyorkfed.org/markets/ambs/>

下や査定価値が交渉価格を下回ったために住宅ローンの引き受けが失敗する、あるいは借り主の失業といったキャンセルの比率は18%（前年同月は9%）と高い。

厄介なことに、国債利回りと住宅ローン金利のスプレッドは拡大しており、追加措置によって低下した国債利回りほどは住宅ローン金利が下がっていないことを示している。つまり、Fedのせっかくの努力も割り引かれてしまっているわけだ（但し、直近ではスプレッドは縮小へ）。



### タカ派三人衆は賛成に回る ～ エバンスは追加緩和措置を求めて反対

FOMC 声明文の最後は、“FOMC は、入手される情報を踏まえて経済見通しを引き続き評価し (assess)、物価安定のもとでより力強い景気回復を促進するために手段を用いる用意がある”と実質的に締め括っている。前々回や前回と比べると、“利用できる様々な政策手段 (range of policy tools) を議論した”という言及が削除されたが、FOMC は政策手段を模索しており、必要に応じて実施する姿勢がうかがえることから本質的には同じと考えられる。

変化の乏しかった今回の FOMC あるいは声明文だったが、賛否には波乱がみられた。過去 2 回、追加の緩和措置の実施に対してダラス連銀のフィッシャー総裁やミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、そしてフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁の 3 人が反対したが、今回は賛成に回った。代わりに、シカゴ連銀のエバンス総裁が現時点での追加緩和策を主張し、現状維持の決定に反対した。9 月の FOMC 議事録要旨をみると、より強力なアクションを主張したものの、今後のミーティングにおける追加的な措置が排除されなかったとしてオペレーション・ツイスト実施で妥協したメンバーが 2 人いた。エバンス総裁がその 1 人であるかは不明だが、前回の議論の流れから、今回の現状維持に反対しても不思議ではないといえよう。

それに比べると、前回反対票を投じた 3 人が今回賛成した背景は明確ではない。それぞれが前回反対した理由をみると、フィッシャー総裁は、オペレーション・ツイストは雇用創出や経済成長のサポートにはほとんどならず、緩和政策の適切な時期での解除を妨げる可能性があるとして主張。コチャラコタ総裁は、2010 年 11 月以降、インフレは上昇し失業率は下がっており、追加的な金融緩和は適切ではないと主張。そして、プロッサー総裁も、オペレーション・ツイストは短期的な成長や雇用をほとんど改善しないだろうし、インフレは予想よりも上昇しているの、このようなプログラムは、不必要なインフレ圧力を高めるリスクがあり、超

低金利政策からの出口を困難にすると主張。この 1 ヶ月半で景気・インフレの現況に劇的な変化がみられなかったことから、3 人の反対する状況も大きくは変わっていないはずである。公表予定の議事録要旨をみなければ判断できないが、現行政策に懸念を抱いているものの、追加緩和には至らなかった結果を受けて、敢えて反対票を投じなかったということだろうか。2010 年すべての FOMC で反対を貫き通したカンザスシティ連銀のホーニグ前総裁ほどの頑固さはなかったのは事実。

#### 追加措置の可能性

一方、エバンス総裁に同調する者は現れなかったが、FOMC 開催直前の 10 月下旬になって、タルーロ FRB 理事をはじめ、イエレン FRB 副議長や NY 連銀のダドリー総裁ら Fed のコアメンバーが揃って、今後の追加緩和措置の可能性に言及した。特に、タルーロ理事は住宅市場の低迷が緩慢な景気回復の原因であると指摘し、MBS の大規模な追加購入を最優先の選択肢として検討すべきと主張した。長期国債購入→住宅ローン金利引き下げという現行政策よりも、MBS 購入の方がより直接的にローン金利を引き下げるということである。

この点に関して、バーナンキ FRB 議長は FOMC 後の記者会見で、MBS 購入が実現可能な選択肢であると述べたが、（当時とは政策の方向が正反対に向いており参考になるか分からないが）6 月の FOMC の出口戦略の基本方針では、GSE 債や MBS の売却は政策金利の引き上げなどを経たあとの最後のステップとして認識されていた。また、長期的には国債の保有に限るべきで、MBS はあまり好ましくないとの認識が金融当局にある。実際、昨年 8 月から今年 9 月までは、GSE 債や MBS の償還分は国債に再投資されて残高を減らしてきたのである（2010 年 6 月のピークから約 25%減少）。MBS の大量購入となれば、出口戦略を一段と先送りしかつ困難にさせるだろう。従って、今回 Fed が示した景気・インフレ見通しから大きく逸脱するような経済状況の悪化が、追加緩和に踏み切る前提になるだろう。

FOMC 声明文の変遷

	2010年 12/14	1/25-26	3/15	4/26-27	2011年 6/21-22	8/9	9/20-21	11/1-2
景気判断	景気回復は継続している	景気回復は継続している	景気回復はよりしっかりと足取り	景気回復は緩やかなペースで進んでいる	景気回復は緩やかなペース、想定よりもいかに遅い	景気回復は想定よりもかなり遅い	景気回復は依然として遅い	一時的要因の解消もあり、Q3に成長がいくらか強まった
雇用	失業率を低下させるには不十分なペース	著しく改善させるには不十分なペース	緩やかに改善しているようだ	緩やかに改善している	見込んでいたよりも弱い	労働市場全般が悪化、失業率上昇	労働市場全般弱いまま、失業率高止まり	労働市場全般弱いまま、失業率高止まり
家計支出	家計支出は緩やかなペースで増えている	家計支出の伸びは年末に増した	拡大し続けている	拡大し続けている	拡大し続けている	横ばい	緩やかなペースでしか増えていない	二ヶ月、いくらか速いペースで増加
抑制要因	高い失業水準、緩やかな所得の伸び、住宅資産は減少し、タイトな信用状況	高い失業水準、緩やかな所得の伸び、住宅資産は減少し、タイトな信用状況	削除					
設備投資	機器・ソフトウェア支出は増えているが、勢いが鈍化。非居住用構築物投資は引き続き弱い	機器・ソフトウェア支出は増えているが、非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けたが、非居住用構築物投資は依然として弱い
採用態度	雇用主は採用を追加することに躊躇したまま	雇用主は採用を追加することに躊躇したまま	削除					
住宅	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷
インフレ判断	インフレ基調の指標は低下トレンド、最適水準よりやや低い	インフレ基調の指標は低下トレンド、最適水準よりやや低い	インフレ基調の指標は抑制、最適水準より引き続きやや低い	インフレ基調の指標は抑制、最適水準より引き続きやや低い	削除			
見通し	進展は失望するほど遅い	進展は失望するほど遅い	最近のエネルギーなどの価格上昇はインフレ圧力を高めている。影響は一時的だろうが、インフレとインフレ期待の展開に細心の注意を払う	エネルギーなどの価格上昇はここ数ヶ月間インフレを押し上げている。影響は一時的だろうが、インフレとインフレ期待の展開に細心の注意を払う	回復のペースは今後数四半期で加速する。インフレは、影響がなくなるにつれて最適水準かやや下回る水準に低下	回復ペースは予想したよりも今後数四半期でやや遅くなる。下フレリスクが増す。インフレは、影響がさらになくなるにつれて最適水準かやや下回る水準に落ち着く	回復ペースは今後数四半期でいくらか上向くが、著しい下フレリスクがある。インフレは、影響がさらになくなるにつれて最適水準かやや下回る水準に落ち着く	今後数四半期、緩やかなペースで経済成長すると引き続き予想。インフレは、影響がさらになくなるにつれて最適水準かやや下回る水準に落ち着く

(出所)FRB資料より大和総研作成