

～海外情報～

2012年1月26日全8頁

# Fedのゼロ金利解除は2014年以降にずれ込む公算

ニューヨークリサーチセンター  
近藤 智也

## 景気拡大は確認されるものの、2012～13年の成長率見通しは下方修正

### [要約]

- 1月24～25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。ただ、今回はこの異例なほど低い金利水準を少なくとも2014年後半まで続けるとして、昨年8月に導入した際の2013年半ばから延長された。4年目に入った超低金利政策を今後も続けていく姿勢を明確にした。そして、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。
- 景気の現状認識では、世界経済が減速しているにもかかわらず、米国の景気は緩やかに拡大していると総括している。雇用環境は上方修正されたが、企業の設備投資の認識を下方修正。経済見通しについては、緩やかな成長が続くが、著しいダウンサイドリスクがあるという従来の見解を維持する。改定されたFedメンバーの景気・インフレ見通しでは、2012～13年の成長率予想が下方修正されて失業率の想定は引き下げ。また、初めて発表されたメンバーが考える適切な利上げ時期をみると、2014年以降にゼロ金利解除を想定する割合が全体の約2/3に。一方で、それよりも前という見方も1/3を占めており、メンバー間のバラつきが鮮明になっている。現行政策を維持して様子を見るという点では基本的に前回から変わらないが、現在の緩和状態が長期化することが明らかになり、インパクトは大きい。ただ、先行きの不透明さを払拭するという目的を達したかは、メンバー間の違いが明らかになっただけに判然としない。

現行政策を維持 ～  
ゼロ金利解除は2014  
年以降に後ずれ

Fedは1月24～25日に今年初めての定例の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>。また、2011年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。短期国債を売って長期国債を買う、いわゆるオペレーション・ツイストである<sup>2</sup>。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9月の会合で修正した方針を維持した（償還期限を迎えた国債を国債に再投資する点は同じ）。

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125a.htm>

<sup>2</sup> 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。オペレーション・ツイストやMBSへの再投資の現状をみても、10月3日から始まった長期国債の購入総額は約1,674億ドルに達して、短期国債の売却額は約1,704億ドルである（1月24日時点）。昨年6月末まで終了したQE2が1ヶ月当たり750～800億ドルの購入規模であったのに比べると、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、買い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。また、MBSへの再投資額は1月18日までの3ヶ月半で約944億ドル（netベース）に達しているが、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）よりも小規模である。

一方、2011年8月9日の会合から使ってきた、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)”維持するという表現が、“少なくとも2014年後半まで (at least through late 2014)”に変更された。現在の超低金利政策を従来の見方よりも長期間続ける方針を示したわけであり、当然ながら利上げのタイミングは一年以上後ずれすることになる。これは、Fedメンバーの景気・インフレ見通しと合わせて、今回からメンバーの考える適切な金融引き締め新时期及びそのペースが発表されたが、その結果を反映させた修正といえよう<sup>3</sup>。ニューヨーク連銀が公表したプライマリーディーラーに対する調査(12月時点)によると、最初の利上げは2014年Q2 (median)と予想する向きが多かった<sup>4</sup>。従って、変更された声明文と市場の見方が極端に乖離しているとはいえないだろう。

だが、17人のFedメンバーが想定する最初の利上げの時期の分布をみると、2012年が3人、2013年が3人、2014年が5人、2015年が4人、2016年が2人となっている。つまり、声明文では2014年と書かれていても、2013年以前に利上げが始まると見込むメンバーが6人(全体の約1/3に相当する)もあり、同様に2015年以降に事実上のゼロ金利解除を予想するメンバーも6人いる。Fedメンバーのなかで景気やインフレに対する見解がバラバラであることは明らかであったが、今回の分布を改めてみると、統一感のなさを強く感じさせる。また、声明文との整合性を考える上では、FFレートの誘導水準が0.5%あるいは0.75%、1.00%でも“異例に (exceptionally)”低い金利であることに変わりはないと考えるメンバーがいても不思議はないだろう。

なお、年が替わったために、12名の地区連銀総裁のうち投票権を持つメンバー5名もダドリー・ニューヨーク連銀総裁を除いて交代した。2011年はタカ派の地区連銀総裁3名が2回連続で反対票を投じるという場面もあったが、2012年はタカ派、ハト派、様子見派までバランスよく投票権を持つことになる<sup>5</sup>。ただ、今回も投票メンバー10人のうち1人が反対票を投じ、全会一致は2011年6月を最後に久しく実現していない。2011年8月と9月には、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、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、11月と12月は、シカゴ連銀のエバンス総裁が現時点での追加緩和策の必要性を主張して現状維持の決定に反対した。そして、今回はリッチモンド連銀のラッカー総裁が、経済環境が異例に低水準のFFレートを正当化するだろう期間の記述を削除する方が好ましいという立場から反対した。エバンス総裁とは逆の立場からの反対だが、2010年の全てのFOMCで反対票を投じ続けたカンザスシティ連銀のホーニグ前総裁に近い理由であり、次回以降も継続する可能性がある。

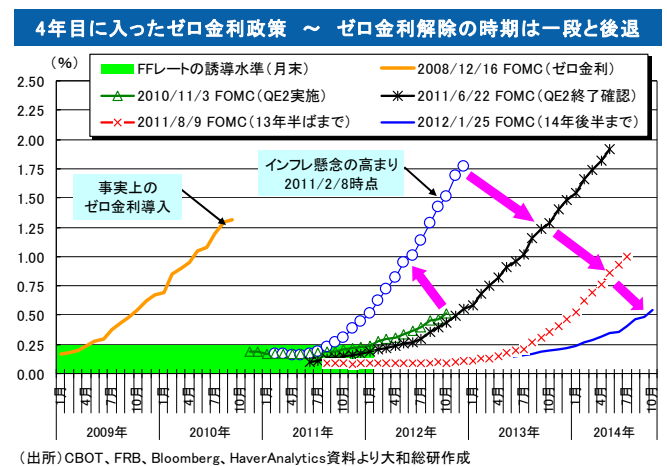
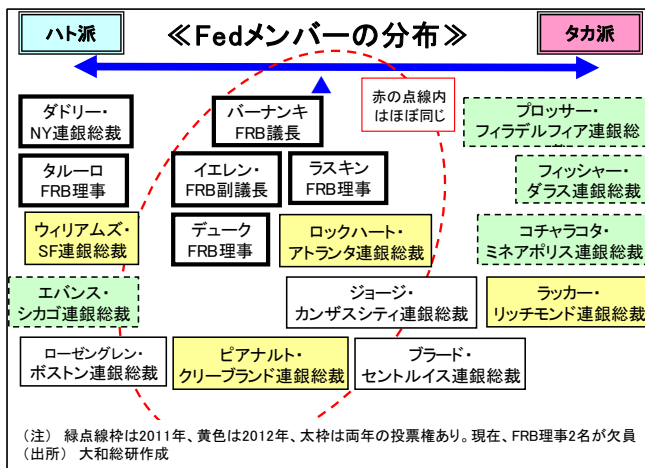
このように、今回のFOMCでは、現行政策を維持しながらも、伝統的な金融政策の手段である政策金利に関するFedメンバーの見通しを新たに提示することによ

<sup>3</sup> 景気・インフレ見通し及び利上げに関する予想 <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125b.htm>

<sup>4</sup> 25%で2013年Q4、75%で2014年Q3。 [http://www.newyorkfed.org/newsevents/events/regional\\_outreach/2012/0104\\_2012.html](http://www.newyorkfed.org/newsevents/events/regional_outreach/2012/0104_2012.html)

<sup>5</sup> なお、ブッシュ前政権に指名されて2008年8月5日に就任したデューク理事は2012年1月末で任期切れとなる(FRB理事の任期は一期14年間だが、任期途中で辞任した前任者の残りを引き継いだ結果、デューク理事の任期期間は3年半に)。現状は2名が空席であり、デューク理事が退任すれば3名が空席になってしまう。しかし、法律上後任者が決まるまではその職にとどまる事が認められており、デューク理事も1月16日の講演会のなかで、期限を迎えても当面はとどまるつもりであると述べている(同時に、現在の空席が埋まったり、自分の後任が指名・承認されるまで居座り続けることには躊躇するとも発言)。今回のFOMCにおいては賛成票を投じている。

って、現在実施中の超緩和措置の効果を最大限発揮させようとしている。金融当局と市場との認識のズレを解消したい、あるいはズレを生じさせたくないという思いがあるとみられる。2011年4月からスタートしたFOMC後のバーナンキ議長の記者会見によって、市場とのコミュニケーションはある程度スムーズになっているが、一方でタカ派からハト派までメンバー各々が講演などを通じて好き勝手に話しているのも事実。メンバー全員の適切と考える利上げ時期とそのペースを公表することで、話しぶりのトーンが数値化されて、より分かりやすくなるかもしれない。但し、著しい下ブレリスク要因である欧州の債務問題を再度繰り返しながら基本的には様子見であり、市場が期待するQE3など今後に関するヒントはあまりなかった。



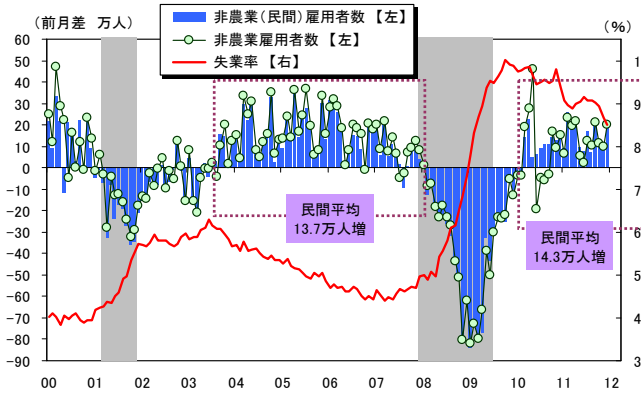
景気は緩やかに拡大  
～ 雇用環境は上方  
修正、設備投資は下方  
修正

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、12月のFOMC以降入手された経済データを基に、“世界的な景気が明らかにいくらか減速しているにもかかわらず、経済は緩やかに拡大している (expanding moderately)”と前回と同じ表現で現状認識を総括しているが、個別項目ではプラスマイナス両方の材料が混在している<sup>6</sup>。

プラス材料は前回に引き続き雇用環境であり、前回の“指標は、労働市場全般の状況がいくらか改善していることを示している”という認識に、“一段と (further)”改善していると付け加えられた。12月の雇用統計でみられるように、非農業雇用者数は前月差20.0万人増と増加し、過去2ヶ月の増加ペースのほぼ倍、春先の水準まで回復している。宅配便業者の急増という特殊要因はあったものの、建設業や製造業といった生産部門から、教育・健康サービスや小売、レジャー・接客業などサービス部門全般まで幅広く増えている。また、労働時間が伸びている点もポジティブである。さらに、12月の失業率は8.5%と前月から一段と低下し2年10ヶ月ぶりの低水準まで改善した。しかしながら、声明文では“失業率は高止まったまま”と引き続き言及しており、Fedの認識は大きく変わっていないようだ。但し、後述するように、Fedメンバーの2012～14年の失業率予想では、楽観派・悲観派ともに従来の水準を引き下げている。また、個人消費については“家計支出は増え続けている”と前回と同じ評価。

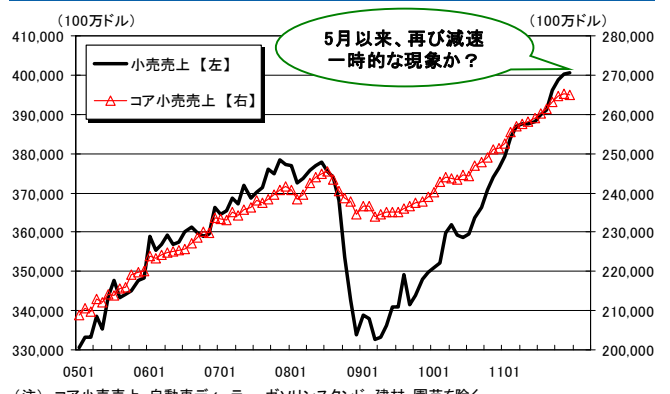
<sup>6</sup> 足もとの景気状況については、拙稿「海外情報「特殊要因はあるが、米国雇用環境は改善し続ける」2012年1月10日付け、「米経済見通し 2012～13年の下ブレ・上ブレ要因」2012年1月20日付けを参照。

12月の雇用者数は20万人増 ～ 失業率は8.5%に低下する



(出所) BLS, NBER, HaverAnalytics資料より大和総研作成

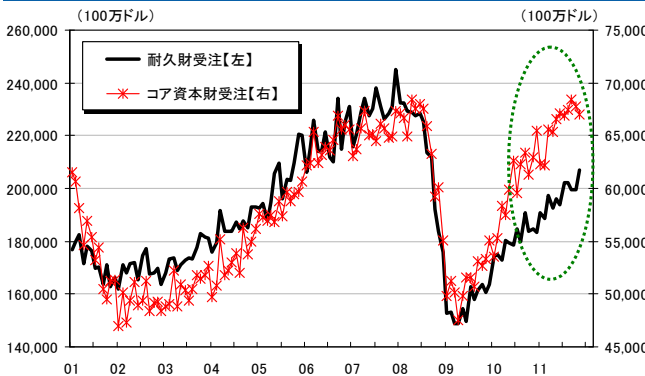
12月の小売売上は前月比0.1%増に鈍化 ～ コアはマイナス成長



(注) コア小売売上: 自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸を除く  
(出所) センサス, HaverAnalytics資料より大和総研作成

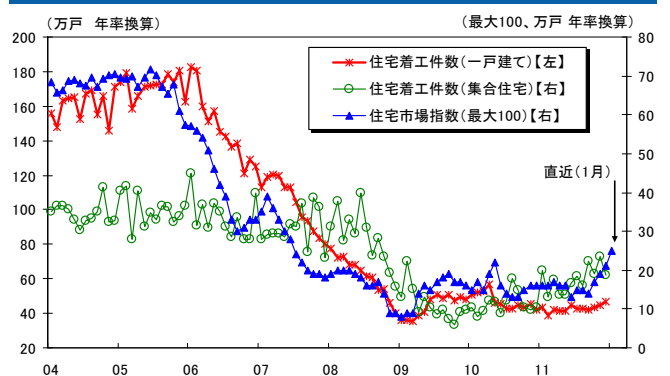
一方、企業活動に関しては、“企業の設備投資の伸びは減速している (slowed)” と、前々回までの“企業の機器・ソフトウェア支出は引き続き拡大したが、非居住用構築物への投資は依然として弱い”、そして前回の“企業の設備投資は急速に増えていないようである”から明確に下方修正されている。また、最近明るい変化の兆しがみられる住宅市場については、“住宅セクターは引き続き低迷している”と従来通りの見解を繰り返す。住宅市場に対する評価は声明文のなかで最も変化に乏しい箇所であり、バーナンキ議長も記者会見の質疑応答で、“住宅セクターの弱さがしっかりと景気が回復しない大きな理由である”と強調。また、バーナンキ議長は“住宅金融の問題が、金融政策があまり効果を発揮していない理由の一部である”とも言及しており、それ故一段のてこ入れを市場が期待する背景になっている。

耐久財受注は前月比3.7%増 ～ コア資本財は1.2%減と2ヶ月連続減



(注) コア資本財: 国防及び民間航空機を除く  
(出所) センサス, HaverAnalytics資料より大和総研作成

住宅建設業者のマインドは改善 ～ 実際の購買につながるかが焦点



(注) 住宅市場指数は販売の現状や半年先の販売見通し、見込み客の動向の加重平均。  
(出所) センサス, NAHB, HaverAnalytics資料より大和総研作成

インフレは抑制

インフレの現状認識について、“インフレはここ数ヶ月間抑制されており、長期のインフレ期待は引き続き安定している”と評価している。前回の“インフレは今年前半よりも緩やかに”から変更されたが、インフレ指標が前月比で抑制、前年比でもピークアウトしているという現実を踏まえた上での微調整であり、インフレに対する確信を高めているとみられる。

今後も緩やかに回復  
～ “著しい下ブレリ  
スク”の欧州問題は引  
き続き健在

景気・インフレの現状認識を踏まえた上で、次に“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。そして“FOMCは、今後数四半期の経済成長が緩やかになる (be modest) と予想しており、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と予測する”という景気見通しを示す。前半部分は前回の“今後数四半期緩やかなペースで (moderate pace) 経済成長すると引き続き予想する”からやや変更。大きな違いはないと考えられるが、Fedメンバーの2012～13年の成長率予想が11月時点から引き下げられている点を考慮すると、心持ち下方修正という感じかもしれない。

続けて、声明文では、“国際金融市場の緊張 (strain) が引き続き経済見通しに著しい (significant) ダウンサイドリスクをもたらしている”と、前回同様に欧州の債務問題による金融市場の不安定さを強調している。直近でも、ギリシャの債務削減を巡る金融機関など民間債権者との交渉がなかなかまとまらないなど、綱渡りの状態が続いており、欧州問題に対する警戒感を解くような状況ではない。

また、インフレ見通しに関しては、“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で推移する (run) と予想する”と前回と概ね同じ表現になると同時に、“インフレとインフレ期待の行方に細心の注意を払う”という部分が削除された。これはインフレの上ブレへの警戒を解いており、インフレの現状を踏まえて、Fedはインフレが徐々に下がっていくという見通しに自信を持っているとみられる。

なお、FOMCの声明文とは別に、インフレ目標 (inflation goal) の導入を明らかにした<sup>7</sup>。具体的には、個人消費支出 (PCE) 価格指数の年間上昇率2%が長期的な目標に合致すると判断している。Fedの政策課題は雇用の最大化と物価の安定の二つであるが、今回の決定は後者に関するもので、前者については“雇用に関する固定の目標を定めるのは適切ではないだろう”と指摘。その理由として、長期のインフレ率が主に金融政策で決定されるのに対して、“雇用の最大水準は、労働市場の構造や力学に影響を及ぼす金融政策以外の要因によって主に決まる”と違いを説明する。さらに、その要因は“時間とともに変化し直接的に計れないかもしれない”と不確実性を強調。失業率が代表的な物差しの一つになろうが、様々な解釈可能な分だけに適切な水準を巡って元々意見が分かれており、広範な合意を形成できなくても驚きはない。

Fedメンバー大勢の景気・インフレ見通し(2012年1月)

	2012年	2013年	2014年	長期
実質成長率	2.2-2.7% (2.5-2.9%)	2.8-3.2% (3.0-3.5%)	3.3-4.0% (3.0-3.9%)	2.3-2.6% (2.4-2.7%)
PCE価格指数	1.4-1.8% (1.4-2.0%)	1.4-2.0% (1.5-2.0%)	1.6-2.0% (1.5-2.0%)	2.0% (1.7-2.0%)
コアPCE価格指数	1.5-1.8% (1.5-2.0%)	1.5-2.0% (1.4-1.9%)	1.6-2.0% (1.5-2.0%)	
失業率	8.2-8.5% (8.5-8.7%)	7.4-8.1% (7.8-8.2%)	6.7-7.6% (6.8-7.7%)	5.2-6.0% (5.2-6.0%)
FFレート誘導水準	0.25%	0.25-0.75%	0.25-2.50%	4.00-4.50%

(注) 10-12月の前年同期比、失業率は10-12月の平均、FFレート誘導水準は年末値  
大勢は全体から上下3人ずつを除く。括弧内は2011年11月時点の想定  
(出所) FRB資料より作成

様々な機関の米国見通し (単位%)

	2011年			2012年			2013年		
	2011年 暦年	2012年 暦年	2013年 暦年	2011年 Q4前年比	2012年 Q4前年比	2013年 Q4前年比			
市場コンセンサス	1.7	2.2	2.6	1.6	2.3	2.8			
プライマリーディーラー	—	—	—	1.6	2.1	2.5			
IMF	1.8	1.8	2.2	1.8	1.5	2.4			
OECD	1.7	2.0	2.5	1.5	2.0	2.7			
Fed	—	—	—	—	2.2~2.7	2.8~3.2			

(注) 市場: BlueChip1/10、IMFは1月、OECDは11年11月、Fed(メンバーの大勢)は1月発表時点  
プライマリーディーラーは11年12月サーベイ(数字はMedian)  
(出所) 各種資料より大和総研作成

<sup>7</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>

景気見通しは下方修正 ~ インフレ見通しは安定、失業率の予想は引き下げられる

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。まず、実質 GDP 成長率予想は 2012~13 年にかけて前回 11 月時点よりも下方修正に。メンバー大勢の 2012 年 Q4（前年同期比）の想定は、11 月時点の +2.5~2.9% から +2.2~2.7% に引き下げられた。2013 年 Q4（前年同期比）も +3.0~3.5% から +2.8~3.2% に下方修正されたが、2014 年 Q4（前年同期比）は +3.0~3.9% から +3.3~4.0% に引き上げられており、プラス成長が加速していくという従来の Fed メンバーの見方は健在のようだ。また、市場コンセンサス（Blue Chip 調査 1 月）との対比では、Fed メンバーのなかの慎重な見方が市場コンセンサスとほぼ同じとなっており、下方修正されたとはいえ、Fed メンバーの楽観的な姿勢も従来通りである。

一方、目標設定が見送られた雇用面の物差しである失業率に関するメンバー大勢の見通しは、楽観派・悲観派ともに水準を引き下げている。前述したように、2011 年 10~12 月期の平均は 8.699% と、11 月時点の見通し（2012 年 Q4 平均で 8.5~8.7% 予想）を一年も前倒しで達成したことが背景にあらう。具体的には、2012 年 Q4 平均は 8.5~8.7% から 8.2~8.5%、2013 年 Q4 平均は 7.8~8.2% から 7.4~8.1% と上限・下限ともに引き下げ。失業率の低下スピードは従来よりも加速しているが、声明文では必ずしも現況に満足していない点が繰り返されている。また、市場コンセンサスと比較すると、Fed メンバーの悲観的な見方が市場コンセンサス（2012 年 Q4 平均 8.5%、2013 年 Q4 平均 8.0%）とほぼ一致するなど、成長率の見方と整合的である。なお、Fed メンバーが想定する利上げ時期と照らし合わせると、失業率 7% でも利上げ開始に支障なしという感じか。統計上の失業率の解釈には様々な要因が絡むことから絶対水準で判断するには不適切であり、むしろ低下トレンドがこの先も維持されるかがポイントになるろう。

ゼロ金利は4年目 ~ さらにあと2年？

実際の声明文では、“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 は金融政策の極めて緩和的なスタンスを維持する (maintain a highly accommodative stance) と予想する” という新たな表現を付け加えた。そして、これまでほとんど形骸化していた“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” という決定を“特に今日”と強調した上で、“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 2014 年後半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”とした。超低金利政策を継続していく方針をこれまで同様に繰り返すだけでなく、従来の“2013 年半ば”から“2014 年後半”まで延ばしたのである<sup>8</sup>。

ちなみに、2013 年末時点で現行のゼロ金利を維持すると予想したメンバーは 11 人であるが、2014 年末時点では 6 人に減る。5 人が 2014 年中の利上げを想定しているわけだが、より早いタイミングでゼロ金利解除を見込んだメンバーが 2014 年も利上げ継続を想定しているならば、2014 年組の 5 人でも最大 1.00% の政策金利にすぎない。25bp ずつの利上げならば、開始は 2014 年 9 月になり、2014 年後半といっても Q4 をイメージすることになるろう。

ただ、今回の場合、最初の利上げの時期については 2012~16 年までの分布が用意される一方で、利上げのペースについては、2012~14 年+長期 (longer run)

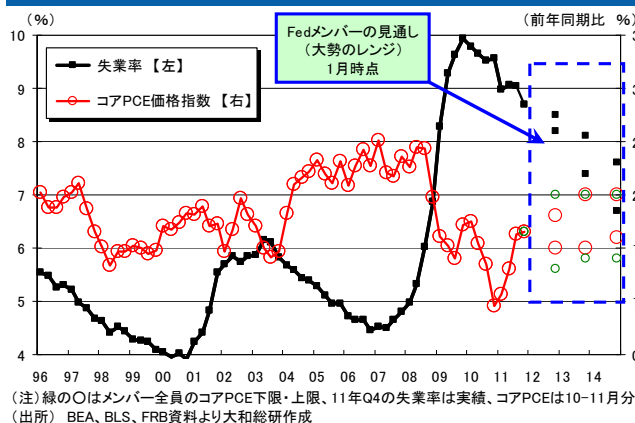
<sup>8</sup> 声明文では、異例に低い金利水準を許容する“経済状況”として、従来通り、①“(経済)資源の稼働率が低い点”と②“抑制された中期的なインフレ見通し”の 2 点を含めると挙げている。

の数字しか公表されない。従って、2014 年以降利上げが開始されるとの見方が示されても、その後どのようなペースで利上げされていくかは分からない。政策金利のニュートラルな水準（longer run : 3.75%という1人を除いて、4.00~4.50%に収まっている）に向けてどれくらい時間がかかるかが不透明な分だけ、今後市場がボラタイルに変動する可能性がある。

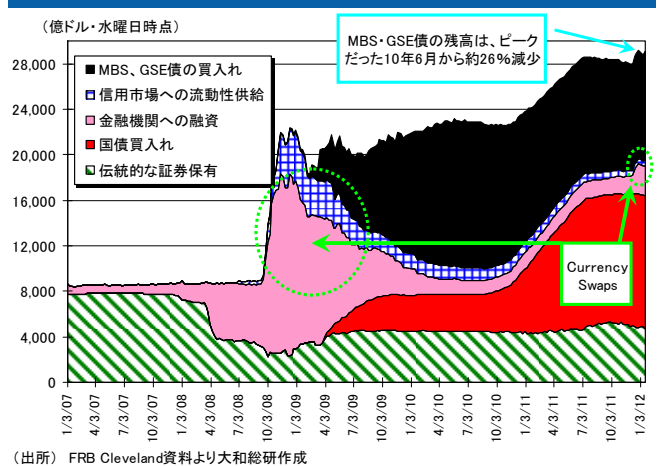
## オペレーション・ツイ ストやMBSへの再投資 を継続

最後の段落では、“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も決定した”、そして“GES 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。FOMC 声明文の最後を、“FOMC は保有証券の規模と構成を定期的に見直して、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、必要に応じて保有証券を調整する用意がある”と実質的に締め括っている。バーナンキ議長も記者会見で言及したように、MBS の大規模な追加購入 (QE3) などを選択肢として残っているとみられるが、QE3 は、欧州の混沌とした情勢がこのまま長期化あるいは悪化して、米国経済への悪影響が顕在化するというリスクシナリオへの対応策になると認識している。2011 年 6 月に決定された出口戦略の指針に従うと、当然ながら追加策が実施されれば利上げの時期は相当後ずれすることになるだろう。ただ、今回明らかにされた Fed メンバーの利下げ時期の分布から推察すると、QE3 が織り込まれているとはいえ、メンバーのコンセンサスは取れていないようだ。

**Fed の見方: 失業率は緩やかに低下する見込み、インフレ目標は2%に**



**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**



## ラッカー総裁は、第2 のホーニグになるか

賛否については、リッチモンド連銀のラッカー総裁が、異例な低金利を一定期間保証する時間軸表現の削除を求めて反対票を投じた。追加緩和策を主張したシカゴ連銀のエバンス総裁とは逆の立場だが（エバンス総裁の後任者は現れず）、ラッカー総裁は投票権を持った2006年（利上げを主張して4回連続反対）、2009年（国債買入れを主張し反対）ともに反対した経験があり、サプライズはない。仮に2010年のカンザスシティ連銀のホーニグ前総裁のように、今後も反対し続けたとしても特に大勢に影響はないだろう。

FOMC 声明文の変遷

	3/15	4/26-27	6/21-22	2011年 8/9	9/20-21	11/1-2	12/13	2012年 1/24-25
景気判断	景気回復はよりしつかりとした足取り	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、想定よりもいくらか遅い	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	経済は緩やかに拡大している	経済は緩やかに拡大している
雇用	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	労働市場全般はいくらか改善。失業率高止まり	労働市場全般はいくらか一段と改善。失業率高止まり
家計支出	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	ここ数ヶ月、いくらか速いペースで増加	増え続けている	増え続けている
設備投資	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	企業の設備投資は急速には増えていないようだ	企業の設備投資の伸びは減速している
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	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。下プレリスクが増す。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、著しい下プレリスクがある。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予想。国際金融市場の緊張を含む、著しい下プレリスクがある。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予想。国際金融市場の緊張が引き続き著しい下プレリスク。インフレは最適水準かやや下回る水準に落ち着く	今後数四半期、緩やかに経済成長すると予想。国際金融市場の緊張が引き続き著しい下プレリスク。インフレは最適水準かやや下回る水準で推移する

(出所)FRB資料より大和総研作成