

～海外情報～

2012年3月14日全6頁

Fed、景気判断を上方修正するも、緩和政策を維持

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

2014年遅くまでの超低金利政策を確認、原油・ガソリン価格上昇にも言及

[要約]

- 3月13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、前回延長した、異例なほど低い金利水準を少なくとも2014年遅くまで続ける点を繰り返す。そして、2011年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）を継続する方針も維持した。このように、現行の超緩和政策を今後も続けていく姿勢を明確にしている点にサプライズはない。また、前回のようなFedメンバーの景気・インフレ見通しの改定や、メンバーが考える適切な利上げ時期・及び利上げペースの初公表、バーナンキ議長の記者会見といったイベントもなかった。
- 従って、発表されたFOMC声明文だけで判断する必要があるが、景気の現状認識では、労働市場や設備投資などの動向について上方修正。緩やかな経済成長見通しに、著しい下ブレリスクがある点は引き続き言及されているが、欧州の債務問題に端を発する国際金融市場の緊迫した状態が緩和されたとも指摘。また、足もとの原油・ガソリンの価格上昇にも言及しているが、景気への悪影響は指摘されておらず、インフレ見通しに対する影響も一時的であると、Fedはインフレ抑制に自信を持っているようだ。

現行の超緩和政策を維持 ～ ゼロ金利の長期化とオペレーション・ツイスト継続

Fedは3月13日に今年2回目となる定例の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¹。前回1月24～25日の会合では、2011年8月から使用してきた、経済状況²を鑑みて異例なほど（exceptionally）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から“少なくとも2014年遅くまで（at least through late 2014）”に修正した。従来よりも利上げのタイミングが一年以上後ずれすることになり、超低金利政策をより長期間続ける方針を示した。市場が見込んでいた時期よりも先送りされた感が大きく、インパクトを与えた³。今回も“2014年遅く”というタイミングを繰り返し、ゼロ金利解除の時期が2014年以降にずれ込む公算を示している。

また、2011年9月に決定された措置、保有する証券残高を維持しながら、保有

¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120313a.htm>

² 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。

³ 公表された1月の議事録要旨によると、何人か（several）の参加者は、個々のメンバーが考える適切な利上げ時期とそのペースを明らかにすることから、声明文におけるガイダンスを削除するか大幅に簡素化することを提案した。しかし、メンバーの公式な決定の代替にはならないという反対もあって、今後も検討していくことで一致し、最終的には従来通りの形のままになった。

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も確認された。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・ツイストであり⁴、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も維持された（償還期限を迎えた国債を国債に再投資する点も同じ）。

前回 1 月の FOMC では、声明文の変更に加えて、Fed メンバーの景気・インフレ見通しの改定、さらに個々のメンバーが考える適切な利上げ時期とそのペースが初めて明らかにされ、バーナンキ議長の記者会見と盛りだくさんだった。2 月 15 日に公表された FOMC の議事録要旨によると、数名 (a few) の投票権を持つメンバーが、現状を踏まえて“近いうちに追加的な証券買い入れの開始が正当化される”と主張したのに対して、他のメンバーは“そのような政策対応は、経済が失速するか、あるいはインフレが中期的に 2% を下回ったままとみられれば、必要になるかもしれない”と述べていた。つまり、メンバーの多くは様子見のスタンスだったのである。

一日開催の今回の場合、バーナンキ議長の会見はなく、FOMC 声明文だけで判断する必要がある。前述したように、金融政策に関する変更はなく、声明文で該当する第三段落・第四段落の表現はほとんど前回と同じである。市場では、バーナンキ議長が 2 月 29 日・3 月 1 日の議会証言で追加緩和の実施について明言しなかったとして、QE3 は当面なさそうだという見方が強まっていたが、声明文には QE3 など今後に関するヒントはほとんどなかった。確かに、Fed の基本的な景気見通しは“緩やかな回復”と慎重なままであり、“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”と声明文を実質的に締め括っているように、追加措置 (MBS の大規模な追加購入など) をとる選択肢は残されている。

しかし、後述するように、景気の現状認識は、労働市場や設備投資などの動向について上方修正されており、見通しに著しい下ブレリスクがある点は引き続き言及されているが、欧州の債務問題に端を発する国際金融市場の緊迫した状態は緩和されたとも指摘。また、前回同様にリッチモンド連銀のラッカー総裁が投票メンバー 10 人で唯一反対票を投じた。前回、ラッカー総裁は、異例な低水準の 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。今回は、経済環境が 2014 年遅くまでの異例な低水準の FF レートを正当化する可能性が高いとは予想していないとして反対した。つまり、彼自身が、より楽観的な見通しのもと利上げの時期は早まるという考えを持っているようだ。投票権を持っていないために投票結果には反映されなかったかもしれないが、1 月時点で 2013 年末以前の利上げ開始を想定した 6 人（当然ラッカー総裁も含まれるだろう）は、同様の認識だったのではないだろうか。

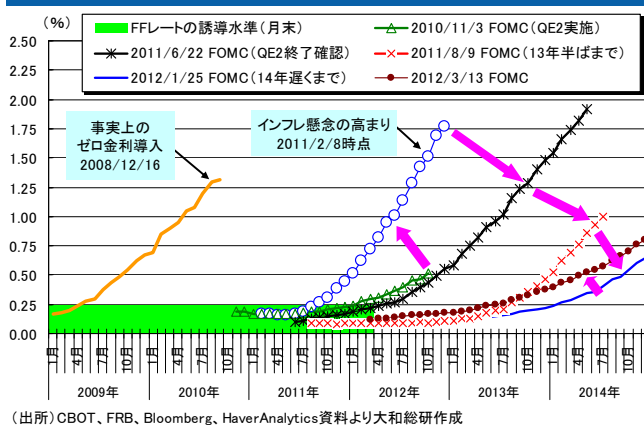
当面は景気・インフレの状態を鑑みながら、2012 年 6 月末までのオペレーション・ツイストの効果を見極めることになる。やはり、Fed の景気・インフレ見通し

⁴ 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ると、2011 年 10 月 3 日から始まった長期国債の購入総額は約 2,378 億ドルに達して、短期国債の売却額は約 2,420 億ドルである (3 月 12 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。また、MBS への再投資額も 3 月 7 日までの 5 ヶ月余りで約 1,360 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) よりもかなり小規模である。

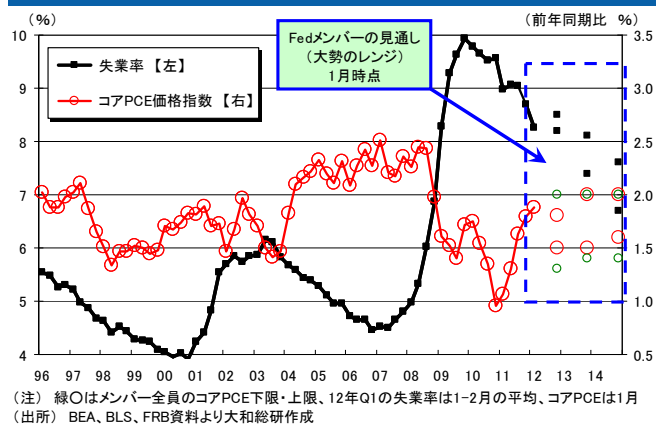
から大きく逸脱することが追加措置の実施の前提になるだろうが、今回の FOMC 声明文はその可能性が小さくなったことを示唆する。

なお、NY 連銀が公表したプライマリーディーラーに対する 3 月調査では⁵、1 月調査には盛り込まれていた、米国債や MBS の保有残高などバランスシートの 2016 年までの予想を尋ねる質問がなくなる一方、FF レートの誘導水準が初めて引き上げられる際の、PCE 価格指数の前年比や失業率の水準を尋ねる質問（及び、PCE 価格指数の前年比を所与とした場合の失業率の水準）や、雇用最大化が実現された場合の失業率の水準はどれくらいかを尋ねる質問が新たに追加された。つまり、追加緩和よりも、仮に遠い先の話とはいえ、出口戦略に重きを置いた質問構成に変化していると受け取られても不思議はない。

4年目に入ったゼロ金利政策 ～ 市場は1月時点よりも早まると見込む



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



景気の現状認識は上方修正 ～ 雇用環境や設備投資など

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、1月の FOMC 以降入手された経済データを基に、“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、2011年 12 月から使われてきた“世界的な景気がいくらか減速しているにもかかわらず”という付記が削除された。

具体的には、雇用環境については、前回の“指標は、労働市場全般の状況がいくらか一段と (further) 改善していることを示している”から“労働市場の状況は一段と改善している”に変更され、改善度合いの確信が高まっていることを表す。そして、Fed の注視する失業率は“高止まったまま”と前回と同じ評価だが、今回は“ここ数ヶ月間で著しく (notably) 下がったが”という指摘が付け加えられた。このような雇用に関する判断の上方修正は、1～2 月の雇用統計の結果を踏まえたものであり⁶、特に失業率 (1～2 月平均 8.3%) は、1 月時点のメンバー大勢の失業率見通し (2012 年 Q4 平均 8.2～8.5%) を大幅に前倒しで達成している。Fed メンバーが想定する利上げ時期と失業率見通しを照らし合わせると、失業率 7%でも利上げ開始に支障なしという感じであり、仮に今後失業率が一段と低下していけば、ゼロ金利解除のタイミングが前倒しされる可能性が高まろう。

また、個人消費については“家計支出は増え続けている”と前回と同じ評価を

⁵ http://www.newyorkfed.org/markets/primarydealer_survey_questions.html

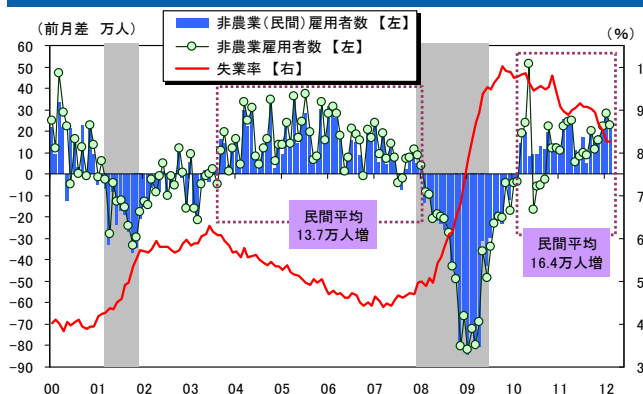
⁶ 2 月の雇用統計は、拙稿 海外情報「米国の雇用環境は 20 万人超のペースで拡大中」 2012 年 3 月 12 日付けを参照。

繰り返す。3月13日に発表された2月の小売売上は前月比1.1%増と5ヶ月ぶりに高い伸びとなり、ほぼ市場予想通りの結果になった。ただ、2011年12月が当初の0.02%増から0.30%増に、2012年1月が0.38%増から0.62%増にそれぞれ大幅に上方修正されており、年末にかけて一旦鈍化した小売売上は、2012年入って大きく加速しているといえよう。

2月の中身をみると、幅広いセクターで売上が増えているなか、最大の牽引役はガソリンスタンドである（寄与度+0.37%ポイント）。1月に続いて大幅に増加した背景には、ガソリン小売価格（レギュラー）が12月の3.266ドル/ガロンから1月は3.380ドル（前月比3.5%増）と8ヶ月ぶりに上昇に転じ、さらに2月は3.579ドルと高騰した点が挙げられる。直近では3.829ドル（EIA、3月12日発表）と昨年5月下旬以来の高値となり、この3ヶ月間で約2割上昇している計算だ。米国などの景気回復の期待が高まる（需要増加予想）一方、イランを巡る緊張の高まり（供給懸念）という、需給バランスへの思惑から原油価格が高騰しており、ガソリン価格が連動するブレント価格は120ドル後半/バレルと昨年4月下旬の水準を上回り、2008年7月以来の高値である。原油価格の変化は引き続き米国内のガソリン価格にも反映されよう（2008年7月のガソリン価格は4ドル超）。ガソリン価格の上昇は家計にとって増税と同じであり、2011年同様に個人消費が伸び悩むリスクは否定できない。

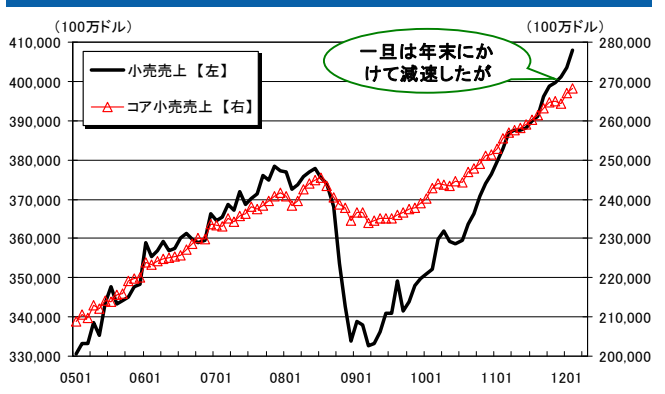
続いて、自動車・部品がプラスに寄与している（寄与度+0.28%ポイント）。2月の新車販売台数は6.4%増の1,504万台と2ヶ月連続で増加し、2008年2月以来の高水準になった。このように、2月の小売売上はガソリンスタンドや自動車によって大きく押し上げられたといえる。ただ、自動車を除く売上でも0.9%増、自動車とガソリンスタンドを除いた売上も0.6%増となり、1月に比べると鈍化したものの、それぞれ市場予想を上回る伸びだった。

2月の雇用者数は22.7万人増 ～ 失業率は8.27%と前月から横ばい



（出所）BLS、NBER、HaverAnalytics資料より大和総研作成

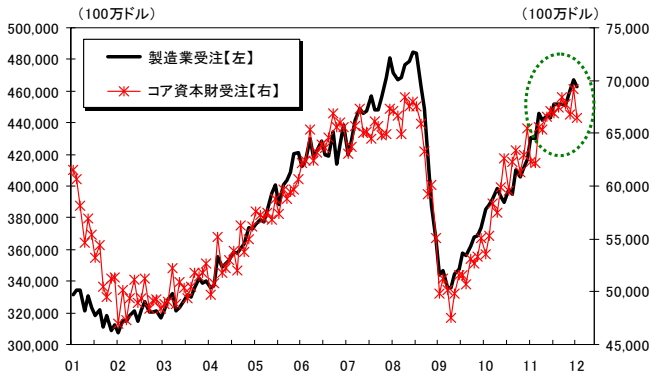
2月の小売売上は前月比1.1%増 ～ 今年に入って大きく再加速



（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

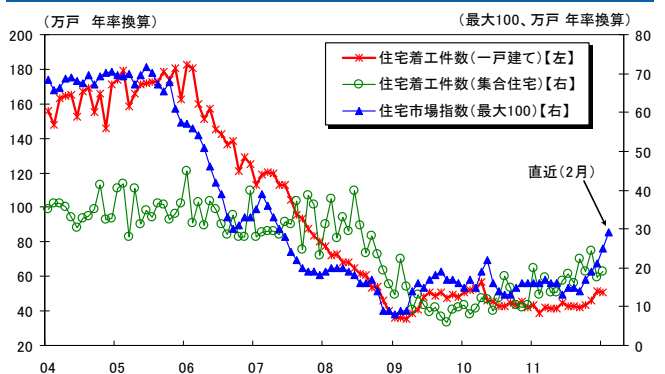
一方、企業活動に関しては、前回の“企業の設備投資の伸びは減速している（slowed）”から、個人消費同様に、“企業の設備投資は増え続けている”と上方修正された。しかしながら、足もとでやや明るい変化の兆しがみられる住宅市場については、“住宅セクターは引き続き低迷している”と従来通りの見解を繰り返す。住宅市場に対する評価は声明文のなかで最も変化に乏しい部分であり、改善ペースが一段と加速しない限り、修正される可能性は低いとみられる。

製造業受注は緩やかに増えている ～ 1月、コア資本財は大幅減



(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急改善 ～ 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 ～
原油・ガソリン価格は
上昇しているが

インフレの現状認識について、前述したように“最近、原油やガソリンの価格が上昇しているが”と言及したうえで、“インフレはここ数ヶ月間抑制されている”“長期のインフレ期待は引き続き安定している”との判断を示した。

今後も緩やかに成長
～ やや緩和したもの、
“著しい下ブレ
リスク”は健在、イン
フレ警戒感は限定的

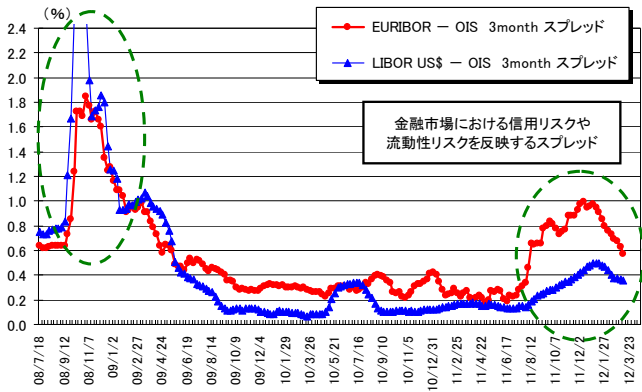
以上のような景気・インフレの現状認識を踏まえた上で、次に“法律で定められている責務として、FOMCは雇用の最大化と物価の安定を促進しようとしている”との事実を再確認。そして“FOMCは、今後数四半期の緩やかな(moderate)経済成長を予想しており、それ故、失業率は雇用の最大化と物価の安定を促進するという目標に最適と委員会が判断する水準に向かって、徐々に下がらないと予測する”という景気見通しを示す。前半部分は基本的に同じ見解ながら、12月の“moderate pace”から1月は“be modest”に心持ち下方修正され、今回は“moderate”に戻された。今回、Fedメンバーの成長率予想は発表されておらず、微妙な表現の変化がどの程度の成長率予想を反映しているかは明らかではない。また、失業率については、徐々にしか(only)下がらないというこれまでの表現からonlyを削除。想定を上回るペースで失業率が低下している事実を受けたものだろう。次回4月24～25日のFOMCでは、成長率や失業率、インフレ予想がどのように改定されるか注目である。

続けて、声明文では、“国際金融市場の緊張は和らいできたが(have eased)、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、従来通り欧州の債務問題による金融市場の不安定さが、米国の景気にとってリスクであると警戒感を示す。但し、“緊張が緩和”と言及した点は現実を反映したにすぎないかもしれないが、ポジティブな材料であろう。

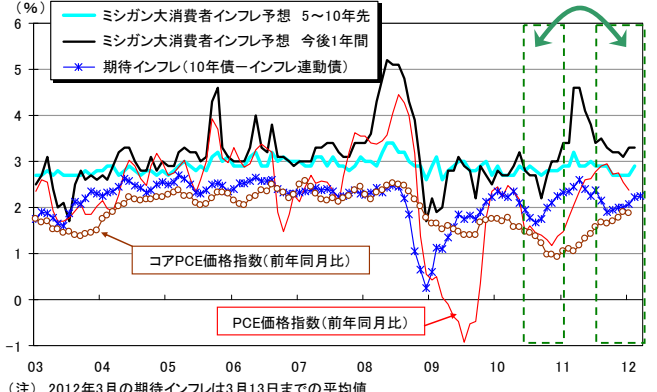
一方、インフレ見通しに関しては、まず“最近の原油やガソリンの価格上昇は一時的(temporarily)にインフレを押し上げるだろう”と予想。ここもとの価格高騰の影響を無視できなくなった結果といえようが、Fedの認識はあくまでも“一時的”な影響と限定的に見込んでおり、アップしたインフレも、“その後、委員会の目標に最も一致していると判断する率、あるいはそれを下回る水準でインフレは推移する(run)と予想する”と前回と概ね同じ表現である。今回の声明文では、エネルギー価格上昇が及ぼす影響をインフレ見通しだけで言及しており、個人消費などの抑制を通じて景気の足かせになる恐れは示されなかった。しかも、

前回削除した“インフレとインフレ期待の行方に細心の注意を払う”という表現が、同表現は昨年4月のエネルギー価格高騰の際にも使用されていたが、復活することもなかった。Fedはインフレの上ブレへの警戒を解いており、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。

欧州危機を反映して09年初並みにリスク拡大 ~ 2012年に入って縮小



実際のインフレ率と様々なインフレ期待 ~ 消費者の期待は下げ止まり



FOMC声明文の変遷

	2011年						2012年	
	4/26-27	6/21-22	8/9	9/20-21	11/1-2	12/13	1/24-25	3/13
景気判断	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、想定よりむしろ遅い	景気回復は想定よりかなり遅い	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	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	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改善。失業率高止まり	労働市場全般はいくら一段と改善。失業率高止まり	労働市場全般は一段と改善。ここ数ヶ月、失業率は着しく下がっているが、高止まり
家計支出	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	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	企業の設備投資は増え続けている
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
見通し	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あり。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(moderate pace)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、緩やかなペース(moderate)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、緩やかな(moderate)経済成長を予想。国際金融市場の緊張は和らいだが、引き続き著しい下プレリスク。最近の原油や有色金属の上昇は一時的にインフレを押し上げるだろうが、それ以降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