

～海外情報～

2012年4月26日 全7頁

Fed、現状維持で、先行きは何も示唆せず

経済調査部
近藤 智也

メンバーの景気・インフレ見通しは、2012年を中心に上方修正

[要約]

- 4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、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した。そして、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。だが、6月末の終了期限は刻々と近づいており、市場は7月以降の展開を模索しているが、声明文やバーナンキ議長の記者会見などから、具体的な手がかりは示されなかった。
- 一方、景気の現状認識が大きく変わらないなか、見通しについて、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況という著しい下ブレリスクはあるものの、経済成長はしばらく緩やかなままだが、徐々に加速するというポジティブな見方を示した。今回改定されたFedメンバーの景気・インフレ見通しでも2012年を中心に上方修正されている。また、同時に発表されたメンバーが考える適切な利上げ時期・及び利上げペースをみると、ゼロ金利解除のタイミングが、ハト派を中心にやや前倒し方向に修正されている。2014年遅くに先送りされた1月時点と比較すると、声明文の表現は変わらないものの、Fedメンバーの見方は変化しているといえよう。

ゼロ金利の長期化と
オペレーション・ツイ
ストを継続 ～ 利
上げの時期はやや前
倒しへ

Fedは4月24～25日に今年3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。1月24～25日の会合では、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2014年遅くまで（at least through late 2014）”維持すると、従来よりも利上げのタイミングを一年以上後ずれさせて、超低金利政策をより長期間続ける方針を示したが、前回3月に続いて、今回も“2014年遅く”のタイミングを繰り返した。

また、2011年9月に決定された措置、つまり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も確認された³。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

¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120425a.htm>

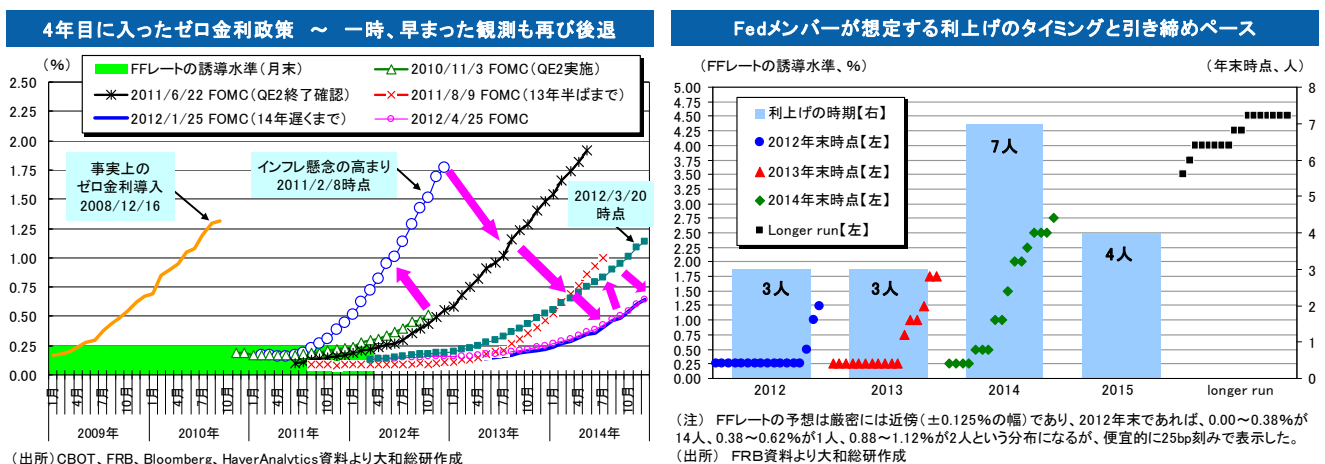
² 声明文では、異例に低い金利水準を許容する“経済状況”として、従来通り、① “（経済）資源の稼働率が低い点”と② “抑制された中期的なインフレ見通し”の2点を含めると挙げている。

³ 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3,071億ドルに達して、短期国債の売却額は約3,037億ドルである（4月24日時点）。当初予定の約3/4に相当する金額であり、それぞれ順調に実施されているといえる。また、MBSへの再投資額も4月18日までの6ヶ月半で約1,760億ドル（netベース、単純平均で月271億ドル程度）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。

の会合で修正した方針も維持されている（償還期限を迎えた国債を国債に再投資する点も同じ）。しかしながら、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、定められた終了期限は刻々と近づいている。終了を見据えた市場は7月以降の展開を模索しているが、後述するように、FOMC 声明文やバーナンキ議長の記事会見などから、具体的な手がかりは示されなかったといえよう。

FOMC 声明文は、引き続き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が、同時に発表されたFedメンバーの景気・インフレ見通しをみると⁴、1月時点よりも2012年の景気見通しは上方修正され、失業率の予想値は2012～13年にかけて引き下げられ、そしてインフレは全体・コアともに2012年を中心に引き上げられている。従って、同文言を採用した1月時点と比べると、Fedメンバーの予想はゼロ金利状態が一段と長期化するというよりは、むしろ解除のタイミングが前倒し方向に改定されていることになろう。

実際、17人の個々のメンバーが考える適切な利上げ時期の分布は、2012年が3人、2013年が3人、2014年が7人、2015年が4人となっている。2014年は1月時点の5人から増えており、一見すると声明文の表現と整合的であろう。ただ、1月時点では2016年を想定するメンバーが2人いたものの、今回は皆無になり、ハト派が時期を早めた結果2014年に集中することになったという方が正確だ。同様に、利上げペースをみても、2012～13年と、より早いタイミングのゼロ金利解除を見込んでいるタカ派のメンバーは、1月時点とほとんどペースを変えていない。そして、タカ派6人が2014年も利上げ継続を想定しているならば、2014年中に解除を見込む7人のうち、最も早い人は年末までに2.00%まで政策金利を引き上げることに。25bpずつの利上げならば、Q1から引き締めを開始する計算であり、2014年組でも最大1.00%にすぎなかった1月時点と比較すると、同じ2014年組でも相対的に早まっているとみられる。このように、中間派やハト派がタイミングを前倒ししたのが4月の実情であり、同じ“2014年遅く”という文言を使っている、Fedメンバーのコンセンサスは変化しているといえよう。ちなみに、FFレートの先物市場の見方は1月と4月の時点で（それぞれFOMC当日）、ほとんど同じ。

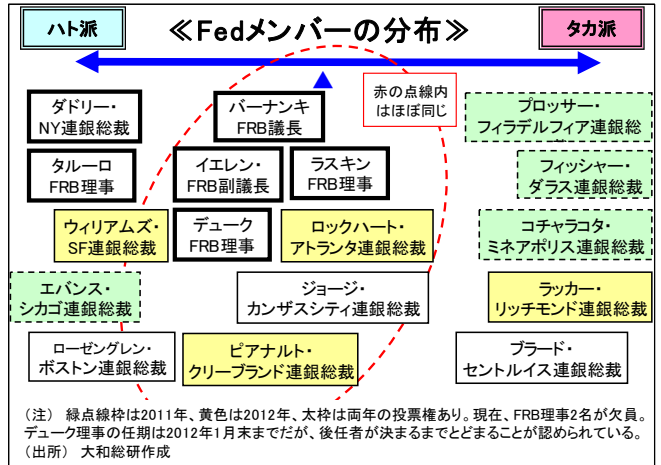
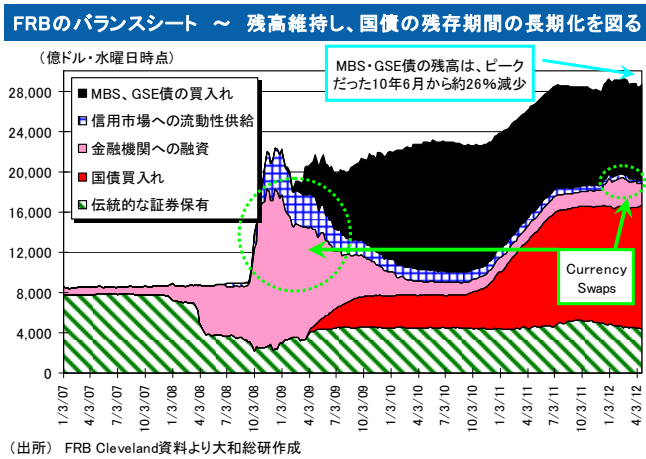


⁴ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120425b.htm>

先行きについては示唆せず ～ “必要な追加措置も辞さず” “今の政策終了イコール引締めではない” がメンバーのコンセンサスか

FOMC 後のバーナンキ議長の記者会見でも、6 月末でオペレーション・ツイストが予定通り終了しても市場に大きなインパクトを与えないだろうとコメントしている。スケジュールが明示されている以上、市場は十分に織り込んでいるはずだという認識に基づくものだが、言い換えれば、現行の緩和状態が変化するわけではなく、Fed メンバーの、終了イコール引締めではないというコンセンサスと大きな差異はないだろう。一方、バーナンキ議長は、従来通り、景気・インフレ見通しから大きくずれるような事態に陥れば、必要な追加措置を躊躇わずに実行するだろうとも言及しており、これも大方のメンバーと共通の認識といえよう。FOMC 前の各地区連銀総裁の発言では、タカ派だけでなく中間派からも“2014 年遅く”は必ずしも約束ではなく、状況が変われば変更される可能性がある点が強調されていた。現状では悪化した場合だけが強く意識されているが、彼らが念を押すように、約束ではない以上、その逆のケースもあることに留意が必要かもしれない。そもそも、必要ならば行動するという金融当局のスタンスは至極当然であり、その文言を聞いただけで過剰に有難がる必要はないだろう。

このように、QE3 に代表されるような積極的な追加措置だけでなく、保有する資産構成を変更するという現行の消極的な措置についても、7 月以降の手がかりは示されていない。結局、FOMC 声明文と記者会見は、QE3 に対する期待感を後退させる内容といえるだろう。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・ツイストの効果を最後まで見極めることになる。やはり Fed の景気・インフレ見通し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から、現時点ではその可能性が小さくなっているとみられる。



景気は緩やかに拡大 ~ 個別の現状認識には疑問の点も

今回の FOMC では、前述したように金融政策に関する変更はなく、発表された声明文のうち第 3～第 5 段落の表現は前回と全く同じであり、QE3 など今後に関するヒントはほとんどなかった。確かに、“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おり、バーナンキ議長の発言の根拠になっている。

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た前回から大きく引き下げられていない。また、見通しに著しい下プレリスクがあると引き続き言及されているが (前回に比べると “緊迫

した状態は緩和された”が削除されて後退した感がある)、見通し部分では、“今後数四半期にわたって成長は緩やかなままだが、その後は徐々に加速する”と指摘している。従来の“緩やかな成長”という見解に、時間はかかるものの、成長ペースが速まっていくという明るさを付け加えている。Fedメンバーの成長率予想の上方修正と合わせると、バーナンキ議長が言及する“必要ならば”の確率が高まっているとはいえないだろう。

雇用環境は勢いの鈍化を反映 ~ 失業率見通しは引き下げられる

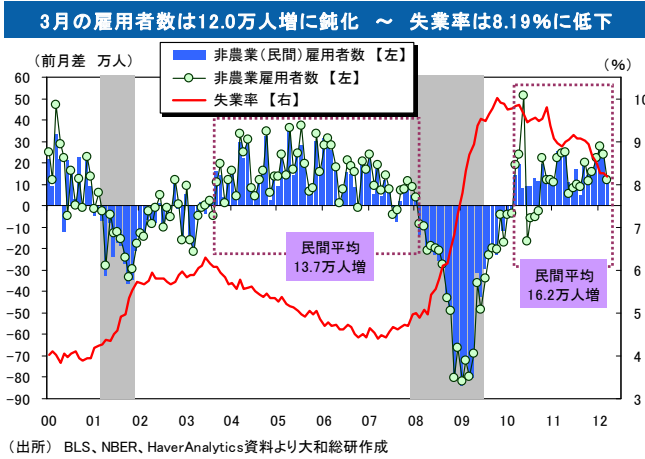
まず、声明文の最初の段落である景気・インフレの現状認識の部分を見ると、3月のFOMC以降入手された経済データを基に、“経済は緩やかに拡大している(expanding moderately)”と前回と同じ表現で現状認識を総括している。雇用環境については、前回の“労働市場の状況は一段と(further)改善している”から“労働市場の状況はここ数ヶ月、改善している”に、Fedの注視する失業率については“ここ数ヶ月間で著しく(notably)下がったが、高止まったまま”から“下がったが、高止まったまま”にそれぞれ変更された。“改善”“下がったが、高いまま”という基本的な評価は変わらないが、“一段と”“著しく”など勢いを示す修飾が削除されてしまい、雇用環境の改善ペースがトーンダウンしている印象を与える。

このような雇用に関する判断の修正は、3月の雇用統計の結果を踏まえたものであろう⁵。バーナンキ議長は、最近の労働市場の改善ペースが持続可能かまだ分からないと指摘してきたが、その懸念が現実。ただ、元々単月のブレが大きい統計であることから、単月の結果だけで米国の雇用環境の改善がストップしてしまった、あるいは増加トレンドの方向が変わったと判断するのは早計であり、声明文の表現も大幅修正とまではいえないだろう。また、統計上の失業率が8.2%と2009年1月以来の低水準に低下しただけでなく、経済的理由のパートタイム従業員の減少、解雇等の非自発的離職の減少・自発的離職の増加、長期失業者の減少など雇用環境の改善を示唆する点が多くみられる。

なお、Fedメンバー(大勢)の失業率予想は楽観派・悲観派ともに1月時点から引き下げられている。特に2012~13年、なかでも悲観派の修正幅は大きく、従来の予想(例えば2012年Q4平均で8.2~8.5%)が、2012年Q1実績で8.24%と前倒しで達成している現実が背景にあらう。具体的には、2012年Q4平均は8.2~8.5%から7.8~8.0%、2013年Q4平均は7.4~8.1%から7.3~7.7%と上限・下限ともに引き下げ。1月時点に続く引き下げだが、足もとの8.2%でもFedは高すぎると満足しておらず、2012年末にかけての低下幅も0.2~0.4ポイントと限定的。市場コンセンサス(Blue Chip調査、2012年Q4平均8.0%、2013年Q4平均7.5%)は、Fedメンバーの改定された予想とほぼ一致している。

一方、2014年についてFedメンバーはほとんど修正していない。想定される利上げ時期と失業率見通しを照らし合わせると、引き続き、失業率7%が判断の目安になろう。但し、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今後も維持されるかがポイントになろう。

⁵ 3月の雇用統計は、拙稿 海外情報「米国の雇用拡大ペースは前月から半減したが…」 2012年4月9日を参照。



Fedメンバー大勢の景気・インフレ見通し(2012年4月)

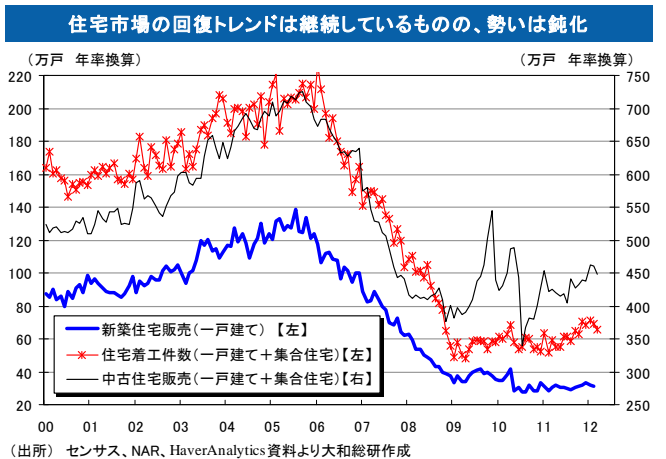
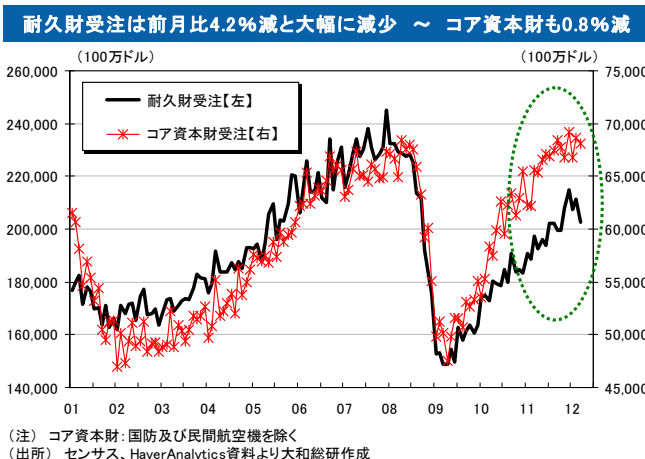
	2012年	2013年	2014年	長期
実質成長率	2.4-2.9% (2.2-2.7%)	2.7-3.1% (2.8-3.2%)	3.1-3.6% (3.3-4.0%)	2.3-2.6% (2.3-2.6%)
PCE価格指数	1.9-2.0% (1.4-1.8%)	1.6-2.0% (1.4-2.0%)	1.7-2.0% (1.6-2.0%)	2.0% (2.0%)
コアPCE価格指数	1.8-2.0% (1.5-1.8%)	1.7-2.0% (1.5-2.0%)	1.8-2.0% (1.6-2.0%)	
失業率	7.8-8.0% (8.2-8.5%)	7.3-7.7% (7.4-8.1%)	6.7-7.4% (6.7-7.6%)	5.2-6.0% (5.2-6.0%)
FFレート誘導水準	0.25% (0.25%)	0.25-1.00% (0.25-0.75%)	0.25-2.50% (0.25-2.50%)	4.00-4.50% (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2012年1月時点の想定
 (出所) FRB資料より大和総研作成

個人消費・設備投資は増加 ～ 改善の兆しはあるが、住宅は低迷したまま

また、個人消費と企業活動については“家計支出と企業の設備投資は増え続けている”と前回と同じ評価を繰り返す。3月の小売上が高い伸びを示すなど消費関連の指標は堅調である一方、3月の耐久財受注(4月25日発表)では、設備投資の先行指標である資本財受注(国防・航空機を除く)が前月比0.8%減と2ヶ月ぶりに減少し、Q1全体では前期比年率0.5%減となり昨年末から頭打ち状態になっている。確かに、出荷ベースでは3月は前月比2.6%増と2ヶ月連続で増加し、統計開始の1992年以降で過去最高額を更新したが、受注動向を考慮すると、Q2以降は伸び悩む可能性が高い。企業の景況感の改善も一服しており、企業の支出ペースは注視する必要がある。

住宅市場に関しては“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しながらも、“いくらか改善の兆しがあるにもかかわらず”というポジティブな面が付け加えられた。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、2年ぶりの変化といえる。だが、4月に入ってから住宅関連指標は市場予想を下回るケースが多く、暖冬の影響で一時的に押し上げられた反動があらわれた格好である。Fed自身が、暖冬によって様々な経済指標の解釈に不確実な要素が追加されて、雇用や住宅指標の改善の一部を押し上げている可能性を指摘してきた。それにもかかわらず、今回の声明文で明るい変化の兆しに言及したのは遅きに失した判断か、あるいは、確信を持つような変化を感じたのか、判然としない。



インフレは加速 ～ 原油・ガソリン価格の 上昇による

インフレの現状認識について、“原油やガソリン価格の上昇を反映して、インフレはいくらか加速している”と言及。今回は“最近、原油やガソリンの価格が上昇している”ものの、“インフレはここ数ヶ月間抑制されている”という認識を示していたが、エネルギー価格の上昇の影響が無視できなくなって、物価全体に波及してきたということだろう。但し、“長期のインフレ期待は引き続き安定している”との判断は変わっていない。

徐々に加速と見通し を上方修正 ～ “著 しい下ブレリスク”は 健在、インフレは一時的

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。そのうえで、“今後数四半期にわたって経済成長は緩やかなままだが (remain moderate)、その後は徐々に加速する (pick up)”という景気見通しを示す。前半部分は、前回の“今後数四半期の緩やかな経済成長を予想している”をほぼ踏襲しているが、後半の“加速する”という部分は新たなポイント。時間はかかるものの、景気の勢いが増していくとやや楽観的な見方になるだろう。

Fed メンバーの景気見通しの数字をみると、2012 年 Q4 (前年同期比) の実質 GDP 成長率予想 (メンバー大勢) は 1 月時点の +2.2~2.7% から +2.4~2.9% に引き上げられている。市場コンセンサス (Blue Chip 調査 4 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同じであり、上方修正されたとはいえ、引き続き Fed メンバーは楽観的であるといえよう。一方、2013 年 Q4 (前年同期比) は +2.8~3.2% から +2.7~3.1% に下方修正された。ベースになる 2012 年が上方修正された面もあるだろうし、バーナンキ議長が記者会見で指摘した、財政問題の不透明さが引き下げにつながった可能性もあろう。ただ、前述したように失業率予想そのものも引き下げられており、大きな懸念ではないだろう。むしろ、2014 年の下方修正の方が GDP ギャップの縮小に時間がかかることを示しており、ネガティブな印象を与える。2014 年の失業率の想定は大きな修正がなく、2013 年引き下げられた分だけ、予想される失業率の低下スピードが一段と緩やかになっている。

ただ、声明文では、“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、徐々に下がると予測する”と前回と同じ見解を示す。

続けて、声明文では、“国際金融市場の緊張は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表している。前回 3 月では“緊張が緩和”と言及したが、今回は削除されて 1 月の見解に戻ってしまった。欧州問題が容易に解決される問題ではないことを反映しているといえよう。

インフレ見通しに関しては、“いくらか加速している”と現状認識を示したが、“今年に入ってから原油やガソリンの価格上昇は一時的にだけ (only temporarily) インフレを押し上げるだろう”と予想している。ほとんど前回通りだが、今回は only を追加することで一時的な影響という点を強調し、Fed の認識はあくまでも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と予想する”と前回と同じ表現に落ち着いている。改定されたインフレ見通し (メンバー大勢)

では2012年については、全体・コアベースともに上限と下限が引き上げられているが、2013～14年にかけては下限だけの修正にとどまっている。タカ派も含めてインフレが大きく上ブレるとはみておらず、インフレ抑制に一定の自信を持っているとみられる。

一方、1月、3月に続いてリッチモンド連銀のラッカー総裁が投票メンバー10人のなかで唯一反対票を投じた。ラッカー総裁は、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ためだが、前回のFOMC直後の3月16日に、“景気は緩やかなペースで拡大しており、インフレは目標である2%近傍である。このまま拡大が続けば、インフレ圧力が高まることを防ぐためにFFレートを引き上げる必要がある”“現時点では2013年中の利上げが必要だろう”と声明を発表しており、今回の反対にも全くサプライズはない。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だろうが、2013年末以前の利上げ開始を想定している6人（当然ラッカー総裁も含まれるだろうが）は、同様の認識であるとみられる。

FOMC声明文の変遷

	2011年				2012年			
	6/21-22	8/9	9/20-21	11/1-2	12/13	1/24-25	3/13	4/24-25
景気判断	景気回復は緩やかなペース、想定より遅い	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	経済は緩やかに拡大している
雇用	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	労働市場の状況は一段と改善。ここ数ヶ月、失業率は著しく下がっているが、高止まり	労働市場の状況はここ数ヶ月改善。失業率は下がっているが、高止まり
家計支出	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	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	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	いくらか改善の兆しはあるが、住宅セクターは引き続き低迷
見通し	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(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。最近の原油やガソリン価格の上昇は、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	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。原油やガソリン価格の上昇は一時的にだけ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へ	

(出所)FRB資料より大和総研作成