

2013年5月2日 全4頁

# FOMC：デysinフレへの懸念が台頭

## 資産買い入れ規模は流動的と再び強調

ニューヨークリサーチセンター  
エコノミスト 笠原 滝平  
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

### [要約]

- 2013年3回目のFOMCでは、政策に変更はなく、事実上のゼロ金利政策とQE3の資産買い入れ規模が維持された。
- 1-3月期の実質GDPなどこれまでの経済活動は改善していたものの、財政問題の影響が散見された。また、一部の地区連銀総裁のコメントでデysinフレを意識した発言がみられるようになった。
- 財政問題の影響などによって、経済環境は雇用環境の改善ペースや企業活動の鈍化といったダウンサイドリスクに直面。また、物価上昇率の鈍化が生じていることから、金融政策の議論は物価を含めた議論に転じた可能性がある。
- 今後の金融政策を占ううえで、雇用を中心とした見方だけではなく、物価やその背景となる実体経済、財政問題など幅広く見渡す必要がある。

## 金融政策に変更はなし

2013年3回目（2013年4月30日-5月1日）のFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策変更はなく現状維持であった。政策金利を「異例の低水準」とする事実上のゼロ金利政策と、いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」が継続された。また、ゼロ金利政策は引き続き、物価上昇率が2.5%を上回らないかぎり、失業率が6.5%に低下するまで継続することになる。資産買い入れの内訳に関しても、月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）と450億ドルの長期国債が維持された。なお、今回もカンザスシティ連銀のジョージ総裁が反対票を投じた。

## 足下の経済活動は改善するも、財政問題の影

足下の経済環境では、2013年1-3月期の実質GDP成長率が前期比年率2.5%増となり、2009年7-9月期から続くプラス成長を維持した。総じてみると、個人消費や住宅投資などの民間需要は堅調であった反面、財政問題などによって政府部門などが押し下げに回った格好<sup>1</sup>。

4月5日までの状況をまとめた地区連銀景況報告（Beige Book）では、経済活動は僅かに上方修正された（expanded at a modest to moderate pace→expanded at a moderate pace）。住宅市場は一部に在庫不足がみられるものの、販売、新築着工ともに改善が続いたことが指摘された。また、需給の逼迫によって多くの地区で住宅価格の上昇が報告された。製造業の活動も多くの地区で拡大したようだ。特に、堅調な住宅建設や自動車に関連する業種で活発な生産が行われたようだ。一方で、国防関連の製造業では活動の弱含みや先行きの不透明感が報告された。3月からの歳出の強制削減など財政問題によって国防費などが削減され、その影響が関連する民間企業に表れたのかもしれない。個人消費は、ガソリン価格の上昇や給与税減税の廃止、寒冷であった気候などで下押しされ、緩やかな改善ではあるものの前回から若干トーンダウンした。

## デフインフレ傾向に懸念

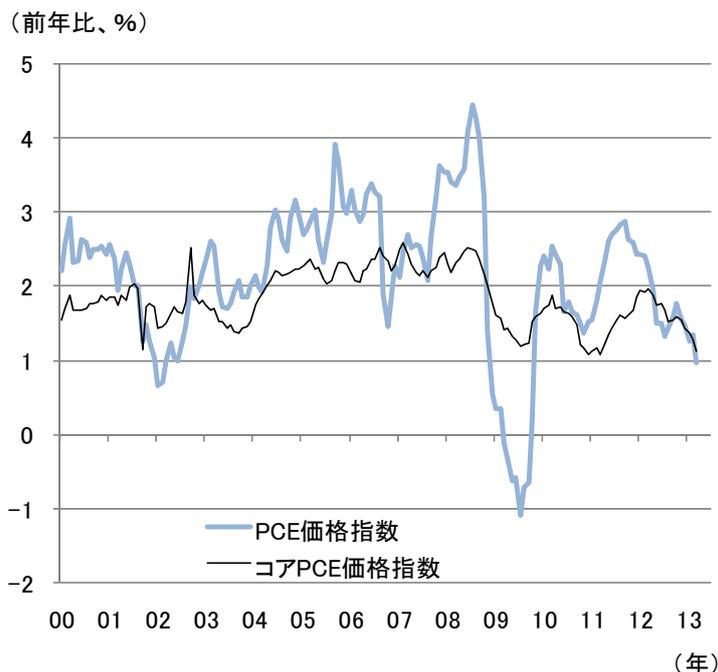
前回のFOMC議事録では、資産買い入れ規模の縮小・停止に関してより突っ込んだ議論が行われた。それぞれのメンバーが縮小・停止の開始時期に言及したことから、民間エコノミストの想定より早い時期に縮小・停止が実施される可能性が出てきていた。しかし、その後発表された3月の雇用統計では雇用環境の改善ペースの鈍化が示唆された。また、1-3月期のGDP統計では財政問題による経済への下押し圧力が散見され、3月のPCE（個人消費支出）価格指数<sup>2</sup>は前年比+1.0%、コアPCE価格指数が同+1.1%と伸び幅が縮小、物価上昇率の鈍化が示された。

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平「米国成長率は堅調な民需により2.5%増」（2013年4月30日）を参照。

[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130430\\_007104.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130430_007104.html)

<sup>2</sup> FRBは長期的な物価の安定を測る際にPCEを用いており、現在は2%の上昇が目標とされている。

図表 PCE 価格指数は前年比伸び幅が縮小傾向



(注) コア PCE 価格指数は食料・エネルギーを除く PCE 価格指数。

(出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

FRB の目標は雇用の最大化と物価の安定であるものの、具体的な数値目標が導入されてからはインフレに対する警戒感がなかったため、雇用ばかりが注目されていたように感じる。ここに来て、デフインフレ傾向が明確になりつつあり、金融政策を決定する要因として、改めて雇用と物価の両軸が想起されている。最近の Fed メンバーの発言にもその傾向がにじみ出ている。

例えば、タカ派とみられるリッチモンド連銀のラッカー総裁<sup>3</sup>は、現時点では資産買い入れ規模の縮小を行うべきだとしたうえで、今後さらにデフインフレ傾向が強まった場合、金融緩和策を検討すると発言している。また、2013 年の FOMC において投票権を持つセントルイス連銀のブロード総裁も同様に、現在の物価上昇率が FRB の目標を下回り過ぎており、一段と鈍化した場合には資産買い入れ規模の拡大を促す可能性がある」と発言している。

## 雇用に加えて物価も含めた議論に

今回の FOMC の声明文において、米国経済は拡大が続いたものの財政問題による下押し圧力が指摘された。また、“The Committee is prepared to increase or reduce the pace of its purchases to maintain appropriate policy accommodation as the outlook for the labor market or inflation changes” の一文が新たに加わった。この内容は、バーナンキ議長がこれまで指摘してきたように、労働市場、物価の見通しによって資産買い入れ規模は拡大も縮小も行う準備があることを強調している。このことは、FOMC メンバーの経済見通しが弱まったことや、物

<sup>3</sup> 投票権を持っていた 2012 年を通じて金融緩和に反対票を投じ続けた経緯がある。

価に関する議論が深まったことを表しているのかもしれない。これまで緩やかに改善してきた経済環境は、財政問題などの影響によって、雇用の改善ペースや企業活動の鈍化といったダウンサイドリスクに直面している。また、QE2 が実施された 2010 年の後半は PCE 価格指数や期待インフレ率の上昇幅が縮小し、デフレの懸念すらあった。足下の PCE 価格指数は当時の水準に近付いている。期待インフレ率が安定していることなど、現在の物価だけが追加緩和のトリガーではないが、状況は似つつある。これまでは雇用の最大化を焦点として行われた議論が、物価の安定も含めた議論に転じた可能性がある。前述のラッカー総裁の発言がそのことを物語っているのではないだろうか。

今後の金融政策の行方を占ううえで、雇用に関しては失業率などと一緒に、労働参加率など他の雇用関連指標にも注目すべきだろう。また、これまでの雇用を中心とした見方だけではなく、物価やその背景となる実体経済の動きも併せて確認する必要がある。