

U.S.Trends

米国 資産購入額の100億ドル縮小とフォワードガイダンスの変更を予想 (3月FOMCの見通し)

～雇用の閾値削除で市場のボラティリティが高まる可能性大～

発表日：2014年3月19日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治
03-5221-5001

- イエレン氏がFRB議長になって、初めてのFOMCが3月18、19日に開催される。悪天候が断続的に続いており、経済成長にも悪影響を及ぼしている。ただし、FOMC参加者は天候要因は一時的と判断しており、資産の購入ペース縮小を決定すると予想される。毎月の資産購入額は、100億ドル縮小され、4月からは総額550億ドル。内訳は、国債、MBS（住宅ローン担保証券）をそれぞれ50億ドルずつ縮小し、購入額は国債300億ドル、MBS250億ドルとされよう。
- 経済成長の拡大ペースが鈍化しているが、2月に持ち直しの動きが示されている。フラジャイルファイブなど新興国市場も落ち着いている。一方で、ウクライナ情勢の混乱による地政学的なリスクが台頭している。リスクオフの動きが強まる局面もあるが、現時点では主要国の金融市場への影響は限定的である。景気判断は、悪天候の影響で足下の経済活動は若干勢いを弱めているが緩やかな拡大を維持しているとされよう。景気見通しは、足下の下方修正を受け、小幅上方修正されようが、実質的な変更はない見込み。見通しのリスクは、中立との判断は維持されよう。
- 4月以降の金融政策の方針では、引き続き経済情勢次第でQE3の縮小を行っていく方針を示そう。
- フォワードガイダンス政策は、閾値である失業率が2月に6.7%まで低下していることもあり、3月のFOMCで変更される可能性が高い。失業率の閾値を引き下げることが最も効果があるものの、失業率だけで政策判断を行わないとの方針を明確化するため、失業率の閾値を削除し、インフレ率を重視した定性的なものに変更される公算が大きい。

注目はQE3の一段の縮小とフォワードガイダンスの変更

イエレン氏がFRB議長に就任して最初のFOMCが3月18、19日に開催される。注目は、悪天候の影響を考慮した景気・雇用判断や、新興国の金融市場の混乱、地政学的なリスク高まりを受けるなかで、資産購入額の縮小のほか、フォワードガイダンスの変更とその内容である。今回は、声明文の発表と同時に、FOMC参加者の新しい経済見通しの公表、30分後にイエレンFRB議長の記者会見があり、決定事項の詳細な説明が行われる。

景気の現状判断は小幅下方修正の見込み

FOMC声明文の景気判断では、経済活動は緩やかに拡大を続けたとの総括判断が示されよう。ベージュブックでは「12地区連銀からの報告では、1月から2月初旬に大部分の地区で経済活動は拡大を続けた。8地区では、緩やかなペースで拡大を続けた」と経済活動は緩やかな拡大を継続していたことが示された。需要項目では、ここ数カ月に企業設備投資が強まったと上方修正される一方、家計支出、住宅セクターの回復はやや減速したと若干下方修正されると見込まれる。

昨年12月以降続く大雪などの悪天候が経済活動に影響を与えているとみられるが、2月の非農業部門雇用者数の増加ペースが小幅加速したほか、3月の失業保険申請件数、消費者マインドなどは安定している。小売売上高も2月に増加に転じた。また、企業部門では、企業マインドが2月にかけて拡大縮小の分岐点である50を上回っている。生産活動は、鉱業、製造業ともに2月に拡大に転じた。このように悪天候の影響は限定的とみられるうえ、一時的な下振れ要因と判断されよう。

労働市場については、「雇用の増加ペースは悪天候により鈍化したのが、改善が続いている」一方、「失業率は低下してきているものの、依然高い水準」との判断が示されると見込まれる。また、財政の経済への影響では、「財政政策が経済成長を抑制しているが、抑制の度合いは小さくなってきている」との見方が示されよう。

インフレ判断では、1月のPCEデフレーターが前年同月比+1.2%、PCEコアデフレーターが同+1.1%と低い伸びにとどまっております、FRBの中長期的な目標である前年比+2%を下回る水準で推移していることを指摘する一方で、中長期におけるインフレ期待は引き続き安定していることを示し、先々インフレ率が上向くとの見通しを示そう。

声明文の見通しは、足下の下方修正を受け小幅上方修正。景気と労働市場のリスクは均衡しているが、インフレ率はリスクになる可能性があるとの認識を維持

FOMC声明文の見通しは、寒波による経済成長の下ぶれを受けて、今後経済成長ペースが加速すると、小幅上方修正されよう。公表されるFOMC参加者のGDP成長率見通しは、ほとんど変更されないだろう。また、失業率は徐々に低下するとの見方・表現は変わらないと見込まれる。

この景気と労働市場の見通しに対するリスクは、ほぼ均衡しているとの認識を維持すると予想される。一方で、インフレについては足下でPCEデフレーターが低位で推移していることから、インフレ率が長期にわたり目標の2%を下回れば経済にリスクとなり得ると認識し、インフレ率が中期的に目標水準に向かって戻っていくという証拠を得るため、物価動向を注視しているとの見方を維持しよう。

毎月の資産購入額は550億ドルに縮小される公算が大きい

QE3縮小について、イエレンFRB議長の議会証言や講演、他のFOMCメンバーの講演、1月のFOMC声明文などで、「労働市場の改善が進み、インフレ率が長期的な目標に向かって戻るという見通しが広範に裏付けられるならば、今後の会合でさらに慎重な足取りで購入ペースを縮小する」との方針が何度も指摘されてきた。

1月の前回FOMC以降に入手された情報からは、経済成長、雇用の増加ペースが小幅減速した。しかし、悪天候による一時的な影響であり、悪天候でも経済成長や雇用情勢の改善も基本的には持続している。ファンダメンタルズはFOMCの主要メンバーの見方に沿った動きになっていると判断されよう。

また、ウクライナ情勢の混迷では、ロシアによるウクライナへの軍事的な侵略が徐々に進んでいるなかで、ウクライナのクリミアがロシアに編入されるにもかかわらず、西側の経済制裁は限定的なものにとどまっております、経済的に大きな混乱には繋がっていない。また、新興国市場の混乱の世界経済に与える影響は現時点では限定的である。これらの問題が世界経済に悪影響を及ぼすことが確認されるまで、金融政策に影響は与えないであろう。

このような状況のもと、3月18、19日のFOMCでは、最大限の雇用に向けた一段の進展や労働市場環境の見直し改善を踏まえ、100億ドルの資産購入額の縮小を決定すると予想される。4月より委員会は政府支援機関のMBS（住宅ローン担保証券）の購入を

毎月350億ドルとこれまでの毎月300億ドルから縮小、同時に国債は毎月300億ドルとこれまでの毎月350億ドルから購入ペースを減速させよう。

また、償還を迎えた証券の再投資は継続される見込み。G S E（政府機関）債とM B Sの償還元本を住宅ローン担保証券に再投資し、米財務省証券の償還資金を入札で再投資する現行方針を維持するだろう。

**今後もQE3の縮小は
経済情勢次第としなが
らも慎重なペースで縮
小する方針を維持する
見込み**

さらに、4月以降の金融政策の方針では、前回と同様に「今後入手する情報が、労働市場の改善継続とインフレ率の中長期的な目標値への回帰という委員会の予想を概ね支持するものであれば、委員会は今後の会合において一層慎重に資産購入ペースを縮小する可能性が高い」と、QE3の縮小を継続する方針を維持すると見込まれる。

ただし、「資産購入の道筋は事前に決まっておらず、購入ペースをめぐる委員会の判断は今後も労働市場およびインフレに関する委員会の予測および資産購入によって想定される効果とコストの評価次第」であるとし、引き続きQE3縮小のペースは事前スケジュールがなく、経済情勢次第との判断を強調し、慎重なペースでQE3の縮小を進める姿勢を示そう。

イエレンFRB議長の記者会見では、経済成長が14年を通じて緩やかな歩みになるとしたうえで、FOMCごとに緩やかな縮小を継続し、14年の後半まで続くことになるだろうとの見方が示されよう。

**フォワードガイダンス
政策では失業率の閾値
が削除される可能性**

現在のフォワードガイダンスに関しては、FF金利誘導目標が0%から0.25%という異例の低水準が少なくとも、①失業率が6.5%を上回り、②今後1、2年のインフレ率予測値が委員会の中長期的な目標である2%を0.5ポイント超上回らず、③中長期におけるインフレ期待がしっかりと抑制される限り適切になるとしている。そして、極めて緩やかな金融政策スタンスを維持する期間の決定に際しては、FRBは労働市場の状況を示す追加の指標、インフレ圧力とインフレ期待を示す指標、金融情勢の状況など他の情報も考慮する方針である。特にインフレが中長期的な目標である2%を下回ると予測される場合には、失業率が6.5%を下回った後もしばらくはFF金利誘導目標を現在のレンジで据え置くことが適切になると指摘している。

現在、2月の失業率が6.7%と閾値である6.5%に近づいているが、職探しを諦めた人の増加や正規雇用を希望しながら非正規雇用にとどまっている人が多く、失業率の低下が示すほど雇用情勢の改善が進んでいないとFRBは判断している。さらに、FRBの目標である雇用の最大化が達成できていないほか、経済成長の加速が不十分、インフレ率はFRBの中長期的な目標である前年比+2%の半分程度の伸びにとどまっていることから、依然金融緩和が必要な状態にある。

このため、失業率の閾値を削除したうえで、多くの雇用関連の経済指標を勘案して雇用情勢を評価する方針を示そう。これには、正規雇用の増加など「質的な要素」もはいる。同時に、中長期的なインフレ目標である2%を下回ると予測される場合、FFレート誘導目標を現在の水準に維持することが適切になるとの見方を示そう。すなわち、政策決定で雇用情勢は1つの数値だけで判断しないことを明確化すると同時に、インフレ率を重視するスタンスを示そう。そのうえで、雇用・経済情勢の現状や今後の見通しから、ゼロ金利政策をかなりの期間維持することが適切との見方を示すと見込まれる。

また、イエレンFRB議長の記者会見では、雇用情勢を評価する多くの関連指標（非

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

農業部門雇用者数、失業率、広義の失業率、労働参加率、就業率、離職率、採用率等)を示すとみられるものの、基準値は示さないだろう。

金利を低く抑え、市場を安定させるには、失業率の閾値を残し、それを引き下げることが一番わかり易く、最も効果が期待できる。しかし、FOMC参加者のなかでは、雇用は定量的な数値基準から、定性的なものに変更することを望んでいる人が多い。これは、失業率が構造変化の影響をどの程度受けているか様々な見方ができるほか、政策の自由度を高めるためであろう。具体的な基準がなくなることで、毎月の経済指標の変化の影響を受けやすくなるとみられ、今後市場のボラティリティが高まる公算が大きい。

以上