

# Economic Monitor

## 財政政策発動で QE2 の重要性は寧ろ増すことに (12 月の FOMC)

12 月の FOMC では FF 金利誘導目標、QE2 による国債買入額、時間軸文言のいずれも据え置き。景気認識は幾分改善もインフレ認識は逆に悪化。財政による景気対策は Fed の負担を軽減も、金利上昇抑制の観点から QE2 の重要性は寧ろ増すことに。なお、投票権者の交代で 2011 年は FOMC 内でタカ派の力が強まる見込み。

11 月 3 日に QE2 (Quantitative Easing 2<sup>nd</sup>、量的緩和第二弾) を導入してから初めて、かつ 2010 年最後の FOMC (連邦公開市場委員会) が 12 月 14 日に開催され、Fed は現行の金融政策を据え置いた。すなわち、1) 政策金利である FF 金利の誘導目標 0 ~ 0.25%、2) 来年 6 月までに毎月 750 億ドル (累計 6000 億ドル) の国債買入、3) 時間軸文言「長期に渡って FF 金利の異例な低水準を正当化 (to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period)」のいずれにも変更はない。QE2 が行われてから 1 ヶ月強しか経過しておらず、今回の金融政策据え置きは完全に市場予想通りであった。

金融政策判断の前提となる景気認識には若干の前進が見られる。まず総括判断が、11 月の「生産と雇用の回復ペースは引き続き緩慢である」から 12 月は「失業率低下には不十分なペースではあるが、景気回復は継続している」に上方修正された。10 ~ 11 月平均の雇用増加ペースが 7 ~ 9 月期に比べ加速したことや 7 ~ 9 月期の実質 GDP 成長率が潜在成長率に近い 2.5%Pt へ上方修正されたことを受けての判断前進である。但し、失業率が 11 月に 9.8% へ上昇したため「失業率低下には不十分なペースではあるが」との留保が付された。また、家計支出についても「徐々に拡大しつつある」が「緩やかに拡大している」へ上方修正されている。一方、インフレ認識は CPI 前年比の更なる低下などを受け、11 月の「インフレ基調を示す指標は最近数四半期において低下傾向にある」から 12 月は「引き続き低下傾向にある」へ若干ニュアンスが弱められた。Fed のデュアルマンドेटである雇用と物価に照らせば、1) 改善したとは言え失業率低下には不十分な景気回復と 2) ディスインフレの継続、は当然ながら金融緩和の継続が必要なことを示しており、FOMC に現行金融政策の維持を促したと言える。

今月も、カンザスシティ連銀のホーニグ総裁は FOMC の決定に反対票を投じたが、反対理由として「景

### 【FOMC 公表文における景気認識の変化】

11 月 2 ~ 3 日	12 月 14 日
the pace of recovery in output and employment continues to be slow 生産および雇用の回復ペースは引き続き緩慢である	the economic recovery is continuing, though at a rate that has been insufficient to bring down unemployment 失業率低下には不十分なペースではあるが、景気回復は継続している
Household spending is increasing gradually 家計支出は徐々に拡大しつつある	Household spending is increasing at a moderate pace 家計支出は緩やかに拡大している
measures of underlying inflation have trended lower in recent quarters. インフレ基調を示す指標は最近数四半期において低下傾向にある	measures of underlying inflation have continued to trend downward. インフレ基調を示す指標は引き続き低下傾向にある。

(注) 日本語は当社による仮訳。

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、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

気回復 (improving economy)」が付されており、現状の景気認識自体に大きな差異はない。FOMC で投票権を有する地区連銀総裁は 1 年毎の輪番に基づき交代するため、緊急招集がない限り、現在の投票権者による FOMC は 12 月で最後となる (理事と NY 連銀総裁は常に投票権を有する)。2010 年は「クリーブランド連銀のピアナルト総裁、ボストン連銀のローゼングレン、セントルイス連銀のブラード総裁、カンザスシティ連銀のホーニグ総裁」が投票権を有したが、2011 年は「シカゴ連銀のエバンス総裁、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁、ダラス連銀のフィッシャー総裁、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁」に変わる。

2011 年に投票権を有する地区連銀総裁のうち、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁とダラス連銀のフィッシャー総裁、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁はタカ派に属する。コチャラコタ総裁は QE2 支持を明言しており中間派に近いが、プロッサー総裁とフィッシャー総裁は筋金入りのタカ派である。反対票を投じ続けたカンザスシティ連銀のホーニグ総裁は投票権を失うものの、寧ろ 2010 年よりも QE2 への抵抗勢力の力が強まることになる。このまま景気回復の勢いが増せば、次回 1 月 25~26 日や次々回 3 月 15 日にタカ派が QE2 の縮小を催促する可能性も否定はできない。しかし、財政政策を考えると、それは妥当な選択肢ではないだろう。

オバマ大統領が共和党執行部とブッシュ減税の延長に加え、給与税の引き下げなどの財政政策による追加景気対策を講じるスタンスを示したことにより、Fed の金融政策に対する負担は軽減される可能性が出てきた。執筆時点で、減税延長を盛り込んだ法案は上院通過が事実上決定している。しかし、米国をはじめとする先進国において、財政による追加景気対策は財政赤字や政府債務の拡大に直結する。ブッシュ減税延長等に関する合意を受けて、米国の長期金利は大幅に上昇した。その金利上昇は、景気対策に対する期待と財政悪化に対する懸念の両方によるものである。

ARRA (米国再生・再投資法) に関する CBO の乗数効果試算などを参考にすると、追加景気対策は米国経済を 0.5~1.0%Pt 押し上げる効果を有する可能性がある。しかし、米国の財政規律に対する不安がある下では、財政負担が増す政策は金利上昇を招き、押し上げ効果は圧縮される。既に Moody's が米国の格付け見通しへの悪影響を懸念するコメントを公表している。早いタイミングで、タカ派が求めるように Fed が性急に QE2 の縮小に動けば、金利は跳ね上がり、追加景気対策の効果は大幅に減じられてしまうだろう。財政による追加景気対策は、Fed の QE2 による長期金利の上昇抑制と相俟ってのみ、相応の効果を発揮しうる。つまり、財政対策が講じられても、Fed は QE2 を早期で打ち切ることはいできないのである。財政悪化が政府債務の積み上がりというかたちで長期に渡り残ることを考えると、財政対策が講じられる前よりも、Fed にとって QE2 からの出口戦略はより難解になったと言えるだろう。早過ぎる QE2 の終了が金利上昇を招くリスクがある一方、あまりに QE2 を長期に続ければインフレやマネタイゼーションへの懸念からやはり金利上昇に繋がってしまう。

当社では QE2 が 2011 年 6 月末から 1 四半期程度延長され、政策金利の引き上げは 2012 年末まで見送られるとの予想を提示している。財政による景気対策は、QE2 延長の可能性を若干後退させた。しかし、デュアルマンデートの充足や金利上昇抑制の観点に照らせば、QE2 の延長は引き続き必要と考えられる。金融政策見通しに現時点での変更はない。