

Fed が予想通りにツイストオペ実施を決定（9 月 FOMC）

FOMC では、予想通りツイストオペの実施を決定。加えて住宅市場支援のためエージェンシー債及び MBS 償還元本の MBS 再投資も実施。追加緩和効果が限定的なのはバーナンキ議長自身が百も承知であり、Fed が金融緩和に向けた努力を維持するとの姿勢維持こそが最大のメッセージ。

ツイストオペと MBS 再投資を決定

Fed は 9 月 20～21 日に FOMC を開催し、追加緩和を決定した。採用した追加緩和策は①保有する米国債の残存年限を長期化する（デュレーションを長期化する）いわゆるツイストオペ（もしくは Operation Twist）と②エージェンシー債及び MBS 償還元本の MBS への再投資である。当社も含め、多くのエコノミスト及び市場関係者はツイストオペ実施を想定しており、予想の範囲内と言える。なお、8 月 FOMC において検討されていた IOER 金利¹の引き下げや時間軸の数値基準へのリンクは、リスクや弊害が大きいとして、やはり採用されなかった模様である。

①ツイストオペの目的は言うまでもなく、より長めの金利の低下を促すことによる金融緩和である。今回決定されたツイストオペは a) 2012 年 6 月迄に、b) 4,000 億ドルの米国債について、c) 残存期間 6～30 年の債券を購入し、d) 残存期間 3 年以下を売却するというものである。なお、オペレーションの実務を担う NY 連銀は当該オペレーションを「満期延長プログラム（Maturity Extension Program）」と呼称し、購入する米国債に関しての詳細をホームページにおいて示している²。

The Committee intends to purchase, by the end of June 2012, \$400 billion of Treasury securities with remaining maturities of 6 years to 30 years and to sell an equal amount of Treasury securities with remaining maturities of 3 years or less. This program should put downward pressure on longer-term interest rates and help make broader financial conditions more accommodative.

但し、前回 8 月会合で導入され今回も維持された時間軸の明確化「（政策金利を）少なくとも 2013 年半ばまで異例の低水準にすることが正当化される可能性が高い（likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013）」や事前のツイストオペ実施予想によって、長期金利は既に大きく押し下げられている。FOMC によるステートメント公表当日は、10 年や 30 年を中心に金利低下が見られたが、プログラム全体を通して見れば、追加の金利押し下げ効果は限定的と考えられる。

②MBS への再投資は、低迷の続く住宅ローン市場に配慮したものである。従来は米国債に再投資していた部分を MBS への再投資に切り替えるため、Fed のバランスシートの信用リスク面からの健全化（MBS 等→米国債）を遅らせることで、住宅ローン金利の押し下げを狙うものと言える。

To help support conditions in mortgage markets, the Committee will now reinvest principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities.

¹ Fed が準備預金に対して支払う金利。

² [“Statement Regarding Maturity Extension Program and Agency Security Reinvestments”](#), NY Fed

なお、金融政策の変更目的が、前回の時間軸明確化の際には「進行中の景気回復を促進するため (promote the ongoing economic recovery)」であったが、今回の追加緩和では「より強い経済成長を支援するため (support a stronger economic recovery)」という前向きな表現に改められた。これは、後述するように景気認識自体は 8 月と大きく変わらない下で、Fed が景気回復のために更に一步踏み込んだ対応を講じることを反映している。

やはり 3 名が反対

今回の政策変更に対しては、8 月に時間軸明確化に反対した 3 名のタカ派(ダラス連銀フィッシャー総裁、ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁)が再び反対票を投じた(賛成 7 名 vs 反対 3 名)。反対理由はシンプルに「現時点での追加緩和を支持しない (did not support additional policy accommodation at this time)」と記されている。反対した 3 名及び今回投票権を有しない他の 2 名の地区連銀総裁(セントルイス連銀ブラード総裁及びリッチモンド連銀ラッカー総裁)は、事前の講演やメディア・インタビューなどで追加緩和に反対する意向を示していた。そのため、8 月 FOMC と同じく反対票は多いものの、今回の反対についてサプライズはない。ただし、Fed 内部での意見対立は一層激化している。

下振れリスクに対する警戒感を強調

追加緩和の前提となる景気認識は、現状認識について前回 8 月を概ね踏襲した一方で、先行きについては警戒感をより強調している。すなわち、8 月の FOMC 以降に得られた情報によると「経済は未だ低成長に留まり (economic growth remains slow)」、「最近の経済指標は労働市場が全体として脆弱な状況に留まることを示唆している (Recent indicators point to continuing weakness in overall labor market conditions)」と指摘されている。最も重要な個人消費についても、サプライチェーン回復を受けた自動車販売の持ち直しを除けば「僅かな増加に留まる (Household spending has been increasing at only a modest pace in recent months)」として、低迷が続いている状況が記された。また、インフレは、エネルギーやほかの商品価格低下に伴い「今年これまでよりも、緩やかになったように見える (Inflation appears to have moderated since earlier in the year)」と曖昧な表現に留まっている。

対して、先行きの米国経済については「今後数四半期において幾分かの成長率上昇 (some pickup in the pace of recovery over coming quarters)」を予想するとしつつも、リスク判断について前回 8 月の「下振れリスクは増大した (downside risks to the economic outlook have increased)」との表現を「国際金融市場の緊張を含む重大な下振れリスクが存在する (there are significant downside risks to the economic outlook, including strains in global financial markets)」に改めて、警戒感を強調している。なおインフレについては「落ち着いていくと予想される (The Committee also anticipates that inflation will settle)」と前回同様、簡潔な表現である。インフレに関する表現が限定的なのは FOMC 内部で見解が割れているためと考えられる。

諦めない姿勢こそが重要

既に記したとおり、今回の追加緩和は概ね予想の範囲内である。FOMC ステートメントを受けて 30 年債利回りは 3% を割り込んだが、継続的かつ劇的な金融緩和効果は見込めないだろう。しかし予想の範囲内に留まるのは、8 月 FOMC での政策決定や公表された議事要旨の内容、ジャクソンホールでのバーナンキ議長講演などによるコミュニケーション戦略が十分に機能しているためである。そのため政策対応が予

想の範囲内に留まるのをもって、Fed を金融緩和不足と批判するのはナンセンスである。また、ここまでのイールドカーブが既に低下している状況で追加緩和策に更なる金利押し下げ効果をあまり期待できないのも当然である。それは Fed が政策を出し渋らず、効果の高い緩和策を早期に打ち出してきたことの反映とも言える。ツイストオペのみならず QE3 も含めて、今後の追加金融緩和に大きな効果を期待できないことは、米国の金融・財政政策当局者並びに市場関係者の既にコンセンサスとなっている。そうした状況において、バーナンキ議長が重視しているのは、(たとえ効果は薄くとも) Fed が金融政策において最大限の努力を払い続けるとのスタンスを明確にすることで、市場の失望を防ぎ、財政面からの政策対応を促し、また企業や家計のマインド改善を促すことではないだろうか。そのために、8月と同じ「必要に応じて利用可能な種々の政策手段を実施する用意がある」との記載が、今回9月のステートメントにも残されている。ある意味で「アニマルスピリット」を極めて重視した政策対応とも言えるだろう。インフレリスクが明確に後退するとの条件充足が必要になるが、米国経済が更なる下振れに直面する場合、バーナンキ議長は QE3 実施も将来的には視野に入れていると考えられる。

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	8月	8月
景気の現状判断	[E]conomic growth so far this year has been considerably slower than the Committee had expected. Indicators suggest a deterioration in overall labor market conditions in recent months, and the unemployment rate has moved up. 年初からの経済成長は予想よりも相当に緩慢なものにとどまった。経済指標はここ数カ月、労働市場の全般的な悪化を示唆しており、失業率は上昇した。	[E]conomic growth remains slow. Recent indicators point to continuing weakness in overall labor market conditions, and the unemployment rate remains elevated. 経済は未だ低成長に留まる。最近の経済指標は労働市場が全体として脆弱な状況に留まることを示唆している
景気見通し	The Committee now expects a somewhat slower pace of recovery over coming quarters than it did at the time of the previous meeting and anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, downside risks to the economic outlook have increased. 今後数四半期について、FOMCは前回想定を幾分下回る成長を予想しており、失業率もデュアルマンドेटに適う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。経済見通しにおける下振れリスクが拡大した。	The Committee continues to expect some pickup in the pace of recovery over coming quarters but anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, there are significant downside risks to the economic outlook, including strains in global financial markets. FOMCは、今後数四半期において幾分かの成長率上昇を引き続き予想しているが、失業率はデュアルマンドेटに適う水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。さらに、経済見通しには、国際金融市場の緊張を含む重大な下振れリスクが存在する。
インフレ判断	[I]nflation has moderated as prices of energy and some commodities have declined from their earlier peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable. エネルギー価格など商品価格がピークから下落したことを受けて、上昇は緩やかとなっている。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。	Inflation appears to have moderated since earlier in the year as prices of energy and some commodities have declined from their peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable. 今年これまでよりも、インフレは緩やかになったように見える。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。
インフレ見通し	The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further. エネルギーや商品価格による押し上げの影響が更に弱まるにつれて、インフレ率はデュアルマンドेटに適うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。	The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further. エネルギーや商品価格による押し上げの影響が更に弱まるにつれて、インフレ率はデュアルマンドेटに適うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	8月	8月
政策目的	To promote the ongoing economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, 進行中の景気回復を促進し、インフレが今後デュアルマンドと整合的な水準になることを確実にするため、	To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with the dual mandate, より強い経済成長を支援し、インフレが今後デュアルマンドと整合的な水準になることを確実にするため、
ツイストオペ		The Committee intends to purchase, by the end of June 2012, \$400 billion of Treasury securities with remaining maturities of 6 years to 30 years and to sell an equal amount of Treasury securities with remaining maturities of 3 years or less. This program should put downward pressure on longer-term interest rates and help make broader financial conditions more accommodative. FOMCは2012年6月末までに4,000億ドルの米国債について、残存期間6～30年の債券を購入し、残存期間3年以下を売却する方針である。このプログラムは、長期金利に下向きの圧力を加え、更に広範囲の金融環境を緩和的にすると考えられる。
MBS再投資		To help support conditions in mortgage markets, the Committee will now reinvest principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities. 住宅ローン市場を支援するため、エージェンシー債とMBSの元本償還資金をMBSに再投資する。
時間軸文言	The Committee currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。	(The Committee) currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. FOMCは、低水準の資源活用、抑制された中期的なインフレ見通しといった経済状況が、少なくとも2013年半ばまでは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している。
今後の金融政策	The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate. FOMCは、物価安定の文脈において一段と強い景気回復を促進するために利用可能な種々の政策手段について協議した。今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。	The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate. FOMCは、物価安定の文脈において一段と強い景気回復を促進するために利用可能な種々の政策手段について協議した。今後入ってくる情報に照らし合わせて経済見通しを継続的に評価し、必要に応じてこれらの政策手段を実施する用意がある。
反対票	Voting against the action were: Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who would have preferred to continue to describe economic conditions as likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. 反対票を投じたのは、フィッシャー、コチャラクota、プロッサーの各委員。これらの委員は、「長期に渡って」との表現の維持を主張。	Voting against the action were Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who did not support additional policy accommodation at this time. 反対票を投じたのは、フィッシャー、コチャラクota、プロッサーの各委員。これらの委員は、現時点の追加金融緩和を支持せず。

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。