

FOMC は保険としてオペレーション・ツイストを延長

米国経済失速と欧州債務問題への保険的な位置づけとして、FOMC はオペレーション・ツイストの年末までの延長を決定。メインシナリオにおいて QE3 は予想しないが、将来的な時間軸の延長はありうる。SEP 見通しは成長率と失業率が民間予想並みまで下方修正。また引き締め開始時期予想も後ずれ。

オペレーション・ツイストを年末まで延長

Fed は 6 月 19～20 日の FOMC において、オペレーション・ツイストを 12 月末まで延長、追加金融緩和を行った。昨年 9 月に導入されたオペレーション・ツイストは 6 月末で終了する予定であったが、月当たりの購入額は従来のまま、期間が 12 月末まで延長される。今回の措置は、月々の長期債購入額が増加する訳ではないが、Fed による長期債保有額が金融緩和効果をもたらすとの Stock View に照らし、追加緩和と位置づけられる。その一方で、時間軸文言は「少なくとも 2014 年後半まで FF 金利を異例の低水準に維持する」との時間軸文言は変更されず、オペレーション・ツイストへの MBS 組み込みや QE3 の導入はなかった。

オペレーション・ツイスト延長の概要

- ・ 2012 年末まで、残存期間 6～30 年の財務省証券を現在のペースで購入し、残存期間 3 年以下の財務省証券を同額売却もしくは償還する。
- ・ 同措置延長による長期債購入額は 2,670 億ドル(6 月までに 4,000 億ドルの購入を終了の予定)

二重の意味の保険

Fed が今回、オペレーション・ツイストの延長による追加緩和へ踏み切ったのは、二重の意味での保険との位置づけが強いと考える。第一の意味での保険は、米国経済失速への保険である。後述するように FOMC 参加者は成長率見通しを下方修正（中心傾向値で見て 2012 年が 2.4～2.9%から 1.9～2.4%へ、2013 年は 2.7～3.1%から 2.2～2.8%へ）したが、米国経済が緩やかな成長を続けるとの定性的なスタンスは変えていない。但し、足元の減速が失速へ至る確率が従来より増しており、そのリスクを軽減する保険として金融緩和が選択されたと言える。第二の意味は、欧州債務問題への対応である。ギリシャ再選挙は財政緊縮路線維持派が辛うじて勝利したものの、欧州の政治的な解決への歩みは足踏みしたままであり、G20 も欧州に対して問題解決を促すのみで、具体的な方策を引き出すことは出来なかった。欧州政治のデッドロックを見透かし、金融市場は不安定なままである。こうした欧州情勢を踏まえ、FOMC は金融市場の過度の変動を回避するための保険としてオペレーション・ツイストの延長を選択したのである。

リスク・マネジメントからの緩和

言い換えれば、今回の追加金融緩和に保険以上の大きな効果は期待できず、Fed も保険以上の大きな役割は期待していない。今回の緩和措置が、保険的な位置づけであることは、Fed が QE3 は言うまでもなく、時間軸の延長さえ行っていない点から確認できる。また、オペレーション・ツイストが長期金利の安定には貢献するとしても、リスクオフの動きにより既に長期金利が大幅に低下している現状において、追加的な押し下げ効果を見込み難いことも Fed は重々承知している。なお、保険的な措置であるということは、リスク・マネジメントの観点を含めた金融政策という点では適切だが、現在の米国経済の状況にのみ照ら

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、伊藤忠経済研究所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。

せば、必ずしも適切ではないということでもある。

メインシナリオでは QE3 を予想せず

今後の焦点は、FOMCステートメントやバーナンキ議長が「一段の措置を適切に講じる用意 (prepared to take further action)」があるとした抜本的な追加緩和が行われるか否かである。詰まるところ、米国経済の失速リスクが増すか否か次第ではあるが、当社はメインシナリオにおいて (FOMC参加者の6月見通しより若干弱気ではあるが) 米国経済が緩やかな拡大を続けるとの見通しを維持しており、そうした見通しに立脚して追加緩和は行われないと考えている。米国経済については、循環的な回復力は弱いものの、構造問題による下押し圧力が弱まってきており、大きな外的ショックがなかりせば、緩やかな拡大ペースは維持可能と判断しているためである¹。ただ、後述するSEPが示すように金融引き締め開始のタイミングは遅れる可能性が高く、時間軸の長期化が行われると予想している。もちろん、金融危機というリスクシナリオに至った場合のQE3実施は否定しない。

FOMCの景気判断は慎重化

6月のFOMCステートメントでは、経済が緩やかに拡大しているとの基調判断こそ維持したものの、「雇用の伸びは最近鈍化 (has slowed)」している点と「消費支出が今年初めより減速 (at a somewhat slower pace than earlier in the year)」した点を明記し、景気判断を下方修正した。インフレ率については、足元の原油及びガソリン価格の下落を受けて「下落している (has declined)」と現状を淡々と記している。

先行きについては、成長率の上昇について従来の「緩やか (gradually)」から「極めて緩やか (very gradually)」へ下方修正、失業率の低下についても従来の「緩やか (gradually)」から「緩慢なペースでのみ (only slowly)」へ下方修正されている。インフレ率については、既に下落へ転じたことを踏まえた修正が施されたのみで「デュアルマンデートに最も整合する水準か下回る水準 (at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate)」で推移するとの見通しが維持された。

SEPの成長率見通しが下方修正

こうしたFOMCステートメントの景気判断は6月のSEP (The Summary of Economic Projection) で示されたFOMC参加者の見通しの修正に概ね沿ったものである。

SEPでは2012年の成長率見通し (中心傾向値、以下同様) が4月時点の2.4~2.9%から1.9~2.4%へ、2013年も2.7~3.1%から2.2~2.8%へ下方修正された。4月時点の見通しは1~3月期の成長率などを踏まえれば強気過ぎるものだったが、今回の下方修正により民間見通しのスタンダードにほぼ並んだと言える²。失業率見通しも成長率見通しの下方修正を踏まえ、上方修正 (悪化方向へ修

FOMC参加者の見通し(SEP)

1. 経済見通し

(%)	2012	2013	2014	Longer run
成長率	1.9 2.4	2.2 2.8	3.0 3.5	2.3 2.5
前回見通し	2.4 2.9	2.7 3.1	3.1 3.6	2.3 2.6
失業率	8.0 8.2	7.5 8.0	7.0 7.7	5.2 6.0
前回見通し	7.8 8.0	7.3 7.7	6.7 7.4	5.2 6.0
PCEデフレーター	1.2 1.7	1.5 2.0	1.5 2.0	2.0
前回見通し	1.9 2.0	1.6 2.0	1.7 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.7 2.0	1.6 2.0	1.6 2.0	-
前回見通し	1.8 2.0	1.7 2.0	1.8 2.0	-

(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	3	7	6	0
前回見通し	3	5	4	2

(出所) Fed

¹ 詳細は本日発行予定の「米国経済情報 2012年6月号」を参照

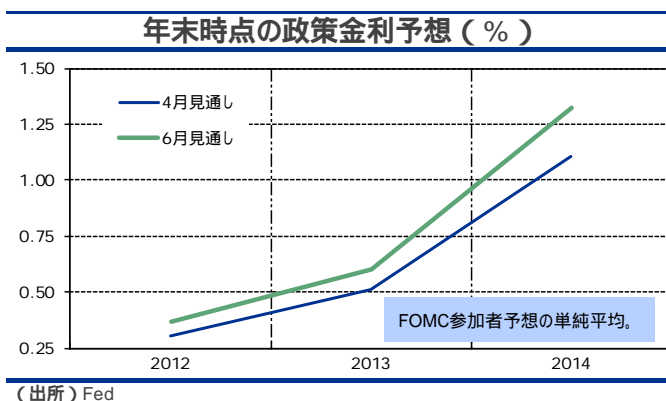
² 当社見通しは成長率 (平均) が2012年2.1%、2013年2.3%、失業率 (最終四半期) は2012年8.0%、2013年7.6%、コアPCEデフレーター (最終四半期) は2012年1.7%、2013年1.7%である。

正)されている。但し、失業率の上方修正は、成長率見通し修正による需給ギャップ悪化が将来ほど累積するため2014年の修正幅が大きいことが特徴である。特に2014年は7.0~7.4%と6%台への低下が消えた。コアPCEデフレーター予想は僅かな修正に留まったが、ガソリン価格の予想を上回る大幅な下落を受けてPCEデフレーター予想は2012年が1.9~2.0%から1.2~1.7%へ大幅に下方修正されている。

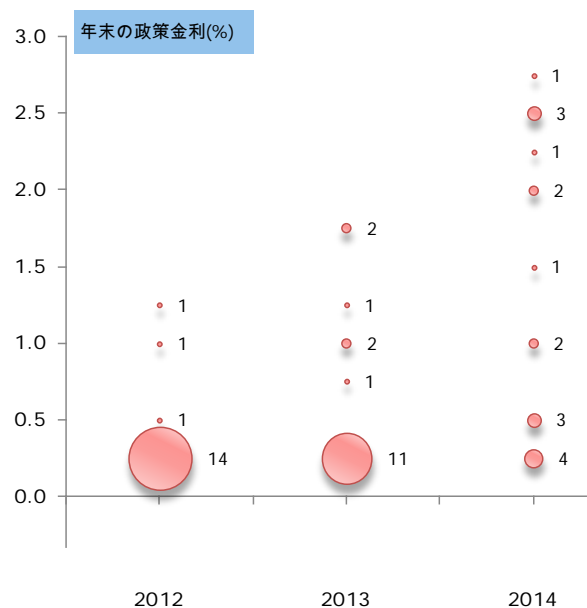
引締め開始時期の予想は後ずれ

金融政策見通しに関しては2012年と2013年の引き締め開始を見込む人数は、ともに3名で従来から変わらなかったが、2014年が5名から7名に、2015年も4名から6名に増加した。また、4月SEPで一旦は消えた2016年予想も2名に復活している。理事の新任³により今回からFOMC参加者が2名増加していることを踏まえても、引締め開始時期の予想は明確に後ずれしたと判断される。こうした後ずれには、特に失業率予想の悪化が影響している可能性が高い。なお、2014年と2015年の引き締め開始の人数が接近してきており、来年のFOMCにおいて輪番によりハト派が幾分勢力を増すことも踏まえると、将来的な時間軸の延長が視野に入ってきたと判断できるだろう。

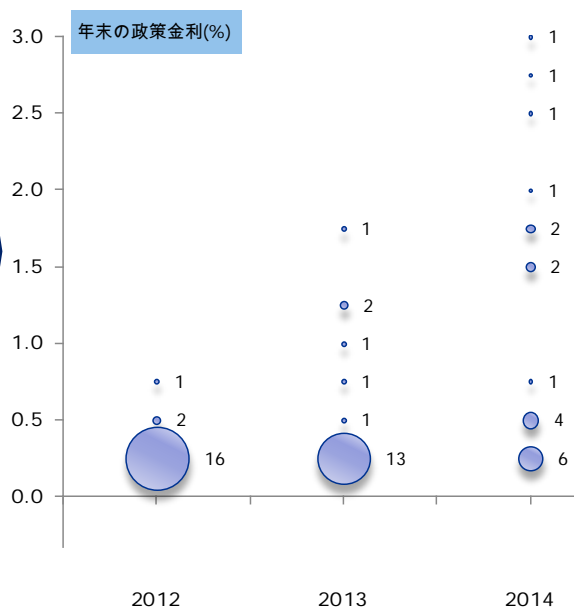
引締め開始時期予想の後ずれは、より詳細な予想分布からも明らかであり、2013年末時点の政策金利が0.25%にとどまるとするFOMC参加者は4月の11名から13名に増加、2014年末時点の政策金利分布の予想についても1%未満が7名から11名に増えている。年末の政策金利予想の単純平均(但し最低は0.25%で計算)は4月時点が2012年0.37%、2013年0.60%、2014年1.32%だったが、6月には2012年0.30%、2013年0.51%、2014年1.10%へ下方シフトした。



適切な金融引き締めペース (4月時点)



適切な金融引き締めペース (6月時点)



(出所) Fed

(出所) Fed

³ 新理事やFOMCの構造については6月15日付Economic Monitor「6月FOMCプレビュー」を参照。

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	4月	6月
景気の現状判断	<p>[T]he economy has been expanding moderately.</p> <p>Labor market conditions have improved in recent months; the unemployment rate has declined but remains elevated.</p> <p>Household spending and business fixed investment have continued to advance.</p> <p>Despite some signs of improvement, the housing sector remains depressed.</p> <p>米国経済は緩やかに拡大している。労働市場は最近改善した。失業率は低下したが、依然高止まりしている。家計支出及び設備投資は引き続き増加している。住宅部門は一部で改善の兆しが見られるものの落ち込んだ状態が続いている。</p>	<p>[T]he economy has been expanding moderately this year.</p> <p>However, growth in employment has slowed in recent months, and the unemployment rate remains has declined but elevated.</p> <p>Business fixed investment has continued to advance.</p> <p>Household spending appears to be rising at a somewhat slower pace than earlier in the year.</p> <p>Despite some signs of improvement, the housing sector remains depressed.</p> <p>米国経済は緩やかに拡大している。雇用の伸びは最近鈍化し、失業率は高止まりしている。設備投資は引き続き増加している。家計支出は、今年初めより幾分減速したペースで増加している模様だ。住宅市場は一部改善の兆しが見られるものの落ち込んだ状態が続いている。</p>
景気見通し	<p>The Committee expects economic growth to remain moderate over coming quarters and then to pick up gradually. Consequently, the Committee anticipates that the unemployment rate will decline gradually toward levels that it judges to be consistent with its dual mandate.</p> <p>Strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>FOMCは、今後数四半期の経済成長が引き続き緩やかなものにとどまった後、緩やかに加速すると予想している。その結果、失業率はデュアルマンドートに適う水準に向けて、緩やかなペースで低下すると判断している。国際金融市場の緊張は、引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスクである。</p>	<p>The Committee expects economic growth to remain moderate over coming quarters and then to pick up very gradually. Consequently, the Committee anticipates that the unemployment rate will decline only slowly toward levels that it judges to be consistent with its dual mandate.</p> <p>Furthermore, strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>FOMCは、今後数四半期の経済成長が引き続き緩やかなものにとどまった後、極めて緩やかに加速すると予想している。その結果、失業率はデュアルマンドートに適う水準に向けて、緩慢なペースでのみ低下すると判断している。国際金融市場の緊張は、引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスクである。</p>
イン断フレ	<p>Inflation has picked up somewhat, mainly reflecting higher prices of crude oil and gasoline. However, longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>主に原油とガソリン価格の上昇を反映してインフレ率は幾分上昇した。しかし、長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation has declined, mainly reflecting lower prices of crude oil and gasoline, and longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>主に原油・ガソリン価格の下落を反映し、インフレ率は低下した。長期インフレ期待は引き続き安定している。</p>
イン通し	<p>The increase in oil and gasoline prices earlier this year is expected to affect inflation only temporarily, and the Committee anticipates that subsequently inflation will run at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate.</p> <p>今年に入ってから原油・ガソリン価格の上昇がインフレに及ぼす影響は一時期なものに限られ、その後、インフレ率はデュアルマンドートに適うもしくは下回る水準で推移すると予想している。</p>	<p>The increase in oil and gasoline prices earlier this year is expected to affect inflation only temporarily, and the Committee anticipates that subsequently inflation will run at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate.</p> <p>今年に入ってから原油・ガソリン価格の上昇がインフレに及ぼす影響は一時期なものに限られ、その後、インフレ率はデュアルマンドートに適うもしくは下回る水準で推移すると予想している。</p>

(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

	3月	4月
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 late 2014. 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2014年後半までは、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 late 2014. 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2014年後半までは、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。
オペレーション・ツイスト	The Committee also decided to continue its program to extend the average maturity of its holdings of securities as announced in September. The Committee is maintaining its existing policies of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. FOMCはまた、9月に発表した、保有証券の平均残存期間長期化プログラムを継続することを決定した。FOMCはエージェンシー債とエージェンシー発行MBSの元本償還金をエージェンシー発行MBSに再投資し、償還期限を迎える財務省証券を入札でロールオーバーする既存の政策を維持する。	The Committee also decided to continue through the end of the year its program to extend the average maturity of its holdings of securities. (中略) The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. FOMCは、また、保有証券の平均残存期間長期化プログラム(MEP)を2012年末まで継続することを決定した。(中略) FOMCはエージェンシー債とエージェンシー発行MBSの元本償還金をエージェンシー発行MBSに再投資し、 償還期限を迎える財務省証券を入札でロールオーバーする 既存の政策を維持する。
今後の金融政策	The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings and is prepared to adjust those holdings as appropriate to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. FOMCは、物価安定の下で一段と強い景気回復を促すために、保有証券の規模と構成を定期的に見直し、適切に調整する用意がある。	The Committee is prepared to take further action as appropriate to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability. FOMCは物価安定の下で、一段と強い景気回復と持続的な雇用環境の改善を促すため、追加措置を適切に講じる用意がある。
反対票	Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who does not anticipate that economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate through late 2014. ラッカー総裁は、FF金利を少なくとも2014年後半まで異例の低水準に据え置く経済状況を予想しないと主張し、反対票を投じた。	Voting against the action was Jeffrey M. Lacker, who opposed continuation of the maturity extension program. ラッカー総裁は、MEP(オペレーション・ツイスト)の延長に反対して、反対票を投じた。

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。