

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

議事要旨は 9 月 FOMC での追加緩和の可能性を強く示唆

8 月 FOMC 段階で、多くの投票権者は、顕著な景気回復ペースの加速が明らかとならない限り 9 月 FOMC での追加緩和実施を支持。追加緩和手段としては、時間軸長期化と QE3 が有力。8 月に公表された 7 月データは 6 月対比では明確に改善も、下げ止まりの範囲にとどまる。ページブックなどを経ても、下期の景気加速を見込めずとの判断は変わらず、9 月 FOMC で追加緩和が行われると予想。

多くの投票権者が 9 月金融緩和を支持

FRB が 8 月 22 日に公表した 7 月 31 日～8 月 1 日の FOMC 議事要旨 (Minutes) は、FOMC 投票権者の多くが、今後顕著な景気回復ペースの加速が明らかとならない限り 9 月 FOMC での追加緩和実施を支持したことを明らかにした。すなわち、金融政策に関する検討の中で「多くの投票権者 (many members) が、今後明らかとなる情報が顕著かつ持続的な景気回復ペースの加速を示さない限り、極めて早いタイミング (fairly soon) で、追加緩和が正当化される」と判断したことが明記されている。

Many members judged that additional monetary accommodation would likely be warranted fairly soon unless incoming information pointed to a substantial and sustainable strengthening in the pace of the economic recovery.

こうした議事要旨の内容は、8 月 FOMC の段階で、投票権者が追加緩和の実施を決断する間際まで至っていたことを示すものである。しかし、議事要旨によれば、追加的な情報を得て経済見通しや追加緩和の必要性をより明確にすることのメリット、6 月のオペレーション・ツイスト延長の効果の見極めをすべきとの判断を踏まえ、8 月 FOMC での追加緩和は見送られた模様である。

Several members noted the benefits of accumulating further information that could help clarify the contours of the outlook for economic activity and inflation as well as the need for further policy action.

時間軸文言の延長が採用される確度は高い

採用されるべき追加緩和の手段についても、様々な議論が行われている。検討対象の最初に挙げられ、かつ採用の確度が最も高いのは時間軸文言の延長である。8 月 FOMC の段階で、既に、多くの FOMC 投票権者が (現在 2014 年後半までとされている) 時間軸文言の延長について支持を表明している。但し、9 月 FOMC にて公表予定の経済見通し (SEP: The Summary of Economic Projection) と同時の、時間軸変更こそが整合的であり、透明性などの観点から好ましいとの判断から、実施は先送りされた。

Many members expressed support for extending the Committee's forward guidance, but they agreed to defer a decision on this matter until the September meeting in order to consider such an adjustment in the context of updates to participants' individual economic projections and the Committee's further consideration of its policy options.

QE3 は賛成意見が勝る

他に検討対象となったのは新たな大規模資産買入、いわゆる QE3 と超過準備付利金利 (IOER) の引下げである。後者については、2～3 名の参加者 (a couple of participants) による支持はあった模様だが、他

の多く (several others) がマネーマーケットへの悪影響に懸念を表明しており、採用される可能性は低いだろう。これは、過去のゼロ金利政策や量的緩和政策における日本銀行の経験も示唆するところである。金融市場において追加緩和手段の本命と考えられている QE3 に関しては、少数の参加者が、(超低金利下での) 緩和効果の大きさや持続性に疑問を呈し、また出口戦略への悪影響も懸念したものの、多くの参加者 (Many participants) は長期金利の押し下げやより緩和的な金融環境の提供への効果を認めた。また数名の参加者 (some participants) は、QE3 が企業や家計の信頼感を高め、デュアルマンド達成に向けた FOMC のコミットメントを強化する点も指摘している。なお、MBS を買入対象とすべきかどうかも議論された模様だが、その結論は示されていない。

以上を踏まえると、9 月 FOMC にて追加緩和が行われる場合の政策手段として、QE3 と時間軸文言の長期化が採用される可能性は極めて高いと言えるだろう。

顕著かつ持続的な景気回復ペースの加速を定量化すると...

今回公表された FOMC 議事要旨の内容は、極めて強いトーンで追加緩和の可能性を示唆するものである。8 月 FOMC の段階で、9 月 FOMC に追加緩和を行う可能性は 7 割程度まで高まっていたと判断される。但し、冒頭で述べたように、追加緩和の実施には、条件が付されている。すなわち「顕著かつ持続的な景気回復ペースの加速」の有無を考える必要がある。

議事要旨の表現は定性的だが、最新 6 月 SEP の実現性を検討することで、ある程度の定量化は可能と言える。6 月 SEP で示された FOMC 参加者見通しの実現には、米国経済の成長ペースが下期に大きく加速することが不可欠である。2012 年 10 ~ 12 月期の成長率が 6 月 FOMC 参加者見通しの中央値である前年比 2.15% (レンジ 1.9 ~ 2.4%) を達成するためには、4 ~ 6 月期までの GDP 統計を前提とした場合、7 ~ 9 月期と 10 ~ 12 月期が共に前期比年率 2.55% 成長を確保する必要がある¹。この単純試算をそのまま達成する必要はないが、それに近い成長加速が予想されることが「顕著かつ持続的な景気回復ペースの加速」に相当すると考えるのが、金融政策フレームワークにおいては整合的である。

7 月指標は改善も「顕著かつ持続的な景気回復ペースの加速」は担保せず

そうした観点から、8 月 FOMC 以降の経済指標を改めて見直すと、雇用 (7 月非農業部門雇用者数は 2 月以来の高い伸び) や消費 (7 月小売売上高は 4 か月ぶりの増加)、生産 (7 月鉱工業生産は前月比 0.6% と明確に増加) 等が 6 月対比で明らかに改善している。しかし、多くの指標が示すのは下げ止まりであり、7 ~ 9 月期以降に米国経済が再加速することまでは示唆されていない。従って、追加緩和の可能性は 8 月 FOMC 段階の 7 割程度からは低下したものの、現在でも 6 割は超えていると判断される。

ただ、8 月 21 日の講演後の記者会見において、今年の FOMC で投票権を有するアトランタ連銀のロックハート総裁が「追加の金融緩和が必要かどうかについての見解はまだ固めていない」と述べたことが象徴するように、今後示される経済データも踏まえて、ぎりぎりまで金融緩和の必要性の有無を見極めたいと考えている FOMC 投票権者が多い模様である。今後、9 月 12 日の FOMC までに明らかとなる経済指標の中では、特に、8 月 30 日のベージュブックと 9 月 4 日の製造業 ISM 指数、9 月 7 日の雇用統計が注目される。中でも、ベージュブックが示す各地区連銀の経済認識が鍵を握るだろう。そうした指標等により、

¹ 当社は 4 ~ 6 月期成長率が前期比年率 1.5% から 1.7% へ上方修正されると、また 7 ~ 9 月期成長率を 1.7% と予想している。この当社予想を前提とした場合、FOMC 参加者見通しの達成には 10 ~ 12 月期に前期比年率 3.2% 成長が必要である。

FOMC 参加者が今後の成長加速見通しを維持できれば、追加緩和は見送られる。しかし、成長加速は見込めないとの判断から、9月 FOMC で追加緩和に至る可能性が高いと当社は現時点で予想している。