

FOMC が積極的な緩和姿勢を示す

FOMC は、労働市場の見通しに依拠したオープンエンドの MBS 買入と時間軸政策の大幅な強化を決定。期待への働きかけを重視した点で、従来とは一線を画した政策との評価が可能。

オープンエンドの資産買入と時間軸政策の大幅強化を決定

Fed は、9 月 12～13 日に開催した FOMC にて、オープンエンドの資産買入と時間軸政策の強化を主体とした追加金融緩和を決定した。まず、資産買入として、MBS(エージェンシー発行の住宅ローン担保債券) を毎月 400 億ドル追加購入する。従来のオペレーション・ツイストや MBS 等の元本償還金の再投資も継続するため、2012 年内については合計で毎月 850 億ドルの長期債券の追加購入を行い、金融環境の一層の緩和を進める。また、従来の資産買入とは異なり、MBS 買入の合計金額や期間は定めず、「労働市場の見通しが著しく改善しない場合 (If the outlook for the labor market does not improve substantially) 」には買入を継続し、追加資産購入を実施し、他の政策手段も活用するとして、労働市場の見通しに依存したオープンエンドな仕組みを採用した。同時に、時間軸政策も大幅に強化している。「雇用の最大化と物価安定に向けた動きの継続を支援するため、FOMC は景気回復が強まった後もかなりの間 (considerable time after the economic recovery strengthens) 非常に緩和的なスタンス (highly accommodative stance) が引き続き適切になると予想する」との表現を新たに加えた上で、FF 金利を異例の低水準に据え置くことが正当化されると予想する期間を、従来の「少なくとも 2014 年後半まで (at least through late 2014) 」から「少なくとも 2015 年半ばまで (at least through mid 2015) 」へ延長している。

期待への働きかけという点で従来と大きく異なる

今回の追加金融緩和は、資産買入の対象に国債が含まれず全てが MBS であった点など多少の相違はあるが、概ね市場予想及び当社予想¹⁾に沿ったものである。但し、a) 労働市場の見通しに依拠したかたちでの資産買入のオープンエンド化と b) 時間軸政策の大幅な強化は、Fed の金融緩和姿勢が揺るぎない点を金融市場参加者へ強くアピールする、すなわち期待へ大きく働きかける政策として、従来とは一線を画するものと評価できる。今回の追加緩和は、Fed の極めて積極的な緩和スタンスを示したものと言える。

FOMC が公表した追加緩和措置の概要

MBS を月額 400 億ドル買入 (従来措置と合わせて 2012 年内は長期債を月額 850 億ドル買入)
労働市場の見通しが著しく改善しない場合には資産買入を継続し、また追加資産の購入を実施
雇用の最大化と物価安定に向けた動きの継続を支援するため、FOMC は景気回復が強まった後もかなりの間、非常に緩和的なスタンスが引き続き適切になると予想
少なくとも 2015 年半ばまで FF 金利を異例の低水準に据え置くことが正当化されると予想

労働市場の持続的な改善が目的

追加緩和実施の根拠は「一段の政策による緩和がなければ、経済成長は労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある点を FOMC は懸念する²⁾」との部分に集約されている。バー

¹⁾ 9 月 10 日付 Economic Monitor 「弱めの雇用情勢が Fed の追加緩和を後押し (8 月米雇用統計) 」を参照。

²⁾ “The Committee is concerned that, without further policy accommodation, economic growth might not be strong enough to”
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。

ナンキ議長がジャクソンホールで述べたように、経済成長のペースが高まらず、雇用情勢の持続的な改善が達成されないと予想されるが故の追加緩和である。実際、同時に公表されたFOMC参加者の見通し(SEP)では、2012 年最終四半期の成長率予想は 6 月時点の 1.9 ~ 2.4% から 1.7 ~ 2.0% へ大幅に下方修正された。

その一方で、2013 年成長率予想は 2.2 ~ 2.8% が 2.5 ~ 3.0% へ、2014 年も 3.0 ~ 3.5% が 3.0 ~ 3.8% へ上方修正されている。これは、金融緩和の実施が経済成長や雇用にポジティブな効果を及ぼすと、(当然ではあるが) FOMC 参加者が判断していることを示している。失業率見通しも 2014 年時点が 7.0 ~ 7.7% から 6.7 ~ 7.3% へ下方修正 (改善方向への修正) された。なお、インフレ見通しに大きな変更はない。

2013・2014 年見通し改善の下での金融緩和長期化予想の意味

同じく SEP に含まれる金融引締め開始時期見通しは、6 月時点は 2014 年までが 19 名中 13 名と過半を占めていたが、今回 9 月時点では 2015 年以降が 13 名と過半に変わった。これが、前述の時間軸文言の記載変更の根拠となっている。また、2013 年及び 2014 年の成長率見通しや失業率見通しの改善にも関わらず、引き締め開始時期が後ズレした点は、前述の時間

FOMC参加者の見通し(SEP)

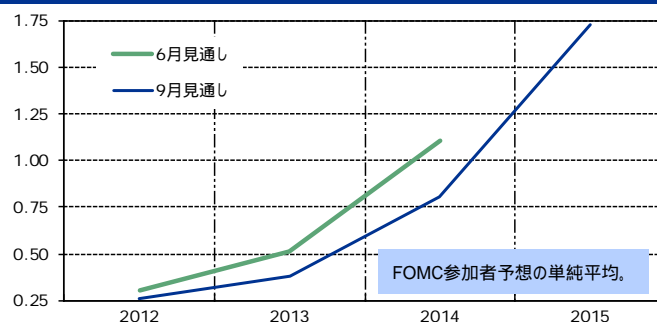
1. 経済見通し							
(%)		2012	2013	2014	2015	Longer run	
成長率		1.7 2.0	2.5 3.0	3.0 3.8	3.0 3.8	2.3	2.5
	前回見通し	1.9 2.4	2.2 2.8	3.0 3.5	-	2.3	2.5
失業率		8.0 8.2	7.6 7.9	6.7 7.3	6.0 6.8	5.2	6.0
	前回見通し	8.0 8.2	7.5 8.0	7.0 7.7	-	5.2	6.0
PCEデフレーター		1.7 1.8	1.6 2.0	1.6 2.0	1.8 2.0	2.0	
	前回見通し	1.2 1.7	1.5 2.0	1.5 2.0	-	2.0	
コアPCEデフレーター		1.7 1.9	1.7 2.0	1.8 2.0	1.9 2.0	-	
	前回見通し	1.7 2.0	1.6 2.0	1.6 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)		2012	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期		1	3	2	12	1
	前回見通し	3	3	7	6	0

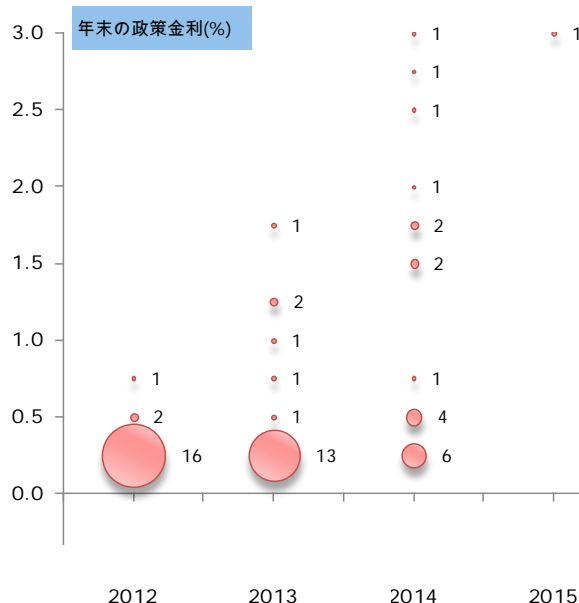
(出所) Fed

年末時点の政策金利予想 (%)



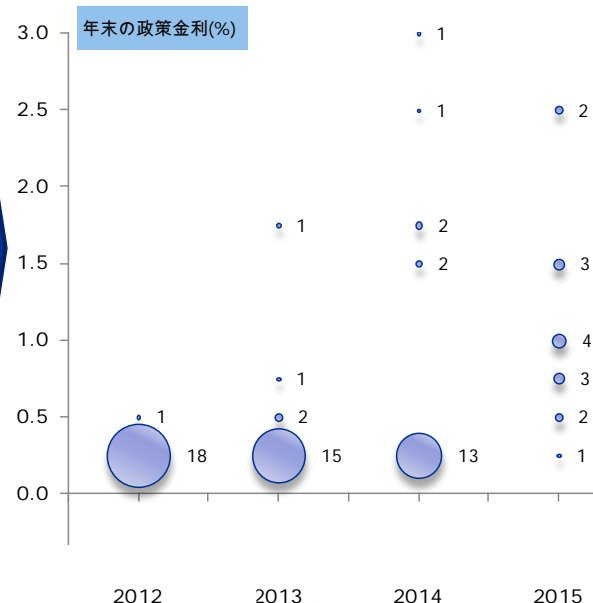
(出所) Fed

適切な金融引き締めペース (6月時点)



(出所) Fed

適切な金融引き締めペース (9月時点)



(出所) Fed

generate sustained improvement in labor market conditions”.

軸政策の強化、すなわち「景気回復が強まった後もかなりの間、非常に緩和的なスタンスが引き続き適切になると予想」を色濃く反映したものと言えるだろう。また、これは同時に、ジャクソンホールでウッドフォード教授が展開した Fed の金融政策批判に対して部分的に対応したものと言えるかも知れない。本稿ではウッドフォード教授の批判の詳細は割愛するが、従来の金融緩和期間の長期化（引き締め時期の後倒し）が FOMC 参加者の見通し悪化に対応したものであった一方、今回の金融緩和期間の長期化は FOMC 参加者の 2013・2014 年の成長率及び失業率見通しの改善と同時に行われたためである。

MBS 買入が意味する住宅市場の重要性

新たな資産買入の対象が MBS となった点は、住宅市場に関する FOMC の評価と、当然ながら密接に結びついている。ステートメントにおける米国経済の総括判断は、8 月の「経済活動が今年上半期にかけて幾分減速」が、9 月は「最近数ヶ月の間、緩やかなペースで拡大を続けた」へ改められ、米国経済が上半期に減速した後、7～9 月期は 4～6 月期と概ね同程度のペースで拡大していることを示した（詳細は末尾の表を参照）。個別には、個人消費に関する判断を上方修正する一方、設備投資を下方修正するなどの変化が見られるが、金融政策との関係で注目したいのは住宅市場に関する表現が前向きなものに変わっている点である。住宅市場に関する評価は、8 月時点では「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」と否定的な表現だったが、今回は「抑制された水準からではあるが、更なる改善の動きを示している」と肯定的な表現に変わっている。その一方で、バーナンキ議長は、ジャクソンホールにおいて米国経済が直面する三つの逆風³の一つとして住宅市場を挙げた。両者を総合すれば、米国経済の低迷をもたらしている住宅市場に改善の動きが見られており、それを後押しすることこそが景気回復の近道、とする Fed の意図を読み取ることができる。実際、バーナンキ議長は記者会見において、今回の金融緩和が「住宅部門に対する支援」の側面を有する点を明確に認めている。なお、住宅市場は、他の需要項目に比べ海外情勢との関係が薄いため、欧州債務問題の解決が見通せない現状において、金融政策で重視する価値があるとも考えられる（やりすぎがバブルを招くのは言うまでもないが）。

今後の金融政策見通し

資産買入がどの程度、実体経済にプラスの影響を及ぼすかについて、バーナンキ議長はジャクソンホールで前向きな評価⁴を示したが、金融市場や学識者を含めた議論は収束しておらず、新たな資産買入がもたらす金利低下が景気浮揚に繋がるとは断定できない。しかし、既に述べたように今回の措置は、期待へ働きかけるという観点で極めて積極的な措置であり、それが金融市場参加者などの期待へ及ぼす効果は大きいと考えられる。また、住宅ローン金利の低下は持ち直しつつある住宅市場の回復を後押しし、消費支出へもプラスの影響を及ぼすと見込まれる。財政の崖（Fiscal Cliff）や干ばつの影響、欧州債務問題など不透明要因は多々あるが、金融政策の支援もあり、米国経済は一層の下振れを回避し、緩やかな回復が続けるのがメインシナリオと言えるだろう。こうした景気シナリオと「景気回復が強まった後もかなりの間、非常に緩和的なスタンスが引き続き適切」との時間軸政策強化を踏まえ、当社では資産買入が 2014 年前半まで続き、FF 金利については 2015 年前半まで現行水準に維持されると予想する。なお、FOMC による資産買入額の積極的な増額は予想しないが、2012 年末でのオペレーション・ツイストの終了を受けて、長期国債が買入対象へ加えられるかたちでの増額が行われる可能性はあるだろう。

³ 他の二つは「財政問題」と「欧州債務問題」。

⁴ 詳細は 9 月 3 日付 Economic Monitor「ジャクソンホールでバーナンキ議長は何を示唆したか？」を参照。

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	8月	9月
MBS買入		<p>[T]he Committee agreed today to increase policy accommodation by purchasing additional agency mortgage-backed securities at a pace of \$40 billion per month. (中略) These actions, which together will increase the Committee's holdings of longer-term securities by about \$85 billion each month through the end of the year, should put downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative.</p> <p>FOMCは本日、MBSを毎月400億ドル追加購入し、金融政策による緩和を拡大することで合意した。(中略)これらの措置により、FOMCの長期証券保有は今年末まで毎月約850億ドル増加する。こうした措置は長期金利に下方圧力を加え、住宅ローン市場を支援するとともに、より広範な金融状況を一段と緩和的にする一助となる見込みである。</p>
時間軸文言	<p>(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.</p> <p>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。</p>	<p>To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee expects that a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the economic recovery strengthens. (中略) and currently anticipates that exceptionally low levels for the federal funds rate are likely to be warranted at least through mid-2015.</p> <p>雇用最大化と物価安定に向けた動きの継続を支援するため、FOMCは景気回復が強まった後もかなりの間、非常に緩和的なスタンスが引き続き適切になると予想している。(中略)少なくとも2015年半ばまで、FF金利の異例な低水準をが正当化すると現時点で予想している。</p>
今後の金融政策	<p>The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments and will provide additional accommodation as needed to promote a stronger economic recovery and sustained improvement in labor market conditions in a context of price stability.</p> <p>FOMCは、今後の経済・金融動向に関する情報を注視し、物価安定の文脈の中で一段と強い景気回復と持続的な雇用環境の改善を促進するため、必要に応じ追加緩和を実施する。</p>	<p>The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months. If the outlook for the labor market does not improve substantially, the Committee will continue its purchases of agency mortgage-backed securities, undertake additional asset purchases, and employ its other policy tools as appropriate until such improvement is achieved in a context of price stability. In determining the size, pace, and composition of its asset purchases, the Committee will, as always, take appropriate account of the likely efficacy and costs of such purchases.</p> <p>FOMCは今後数カ月間に入手する経済・金融動向の情報を注視する。労働市場の見通しが著しく改善しない場合、物価安定の下で労働市場の改善を実現できるまで、FOMCはMBS購入を継続、追加資産購入を実施、その他の政策手段を適切に活用する。資産購入の規模・ペース・構成を決定するに当たっては、想定される効果とコストを適切に考慮する。</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景気・物価認識の変更点

	8月	9月
景気の現状判断	<p>[E]conomic activity decelerated somewhat over the first half of this year. Growth in employment has been slow in recent months, and the unemployment rate remains elevated. Business fixed investment has continued to advance. Household spending has been rising at a somewhat slower pace than earlier in the year. Despite some further signs of improvement, the housing sector remains depressed.</p> <p>米国の経済活動は今年上半期にかけて幾分減速した。雇用の伸びは最近数カ月間緩慢であり、失業率は依然として高止まりしている。設備投資は引き続き増加している。家計支出は、今年これまでよりいく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>	<p>[E]conomic activity has continued to expand at a moderate pace in recent months. Growth in employment has been slow in recent months, and the unemployment rate remains elevated. Household spending has continued to advance, but growth in business fixed investment appears to have slowed.</p> <p>The housing sector has shown some further signs of improvement, albeit from a depressed level.</p> <p>米国の経済活動は最近数か月間緩やかなペースで拡大が続けた。雇用の伸びは最近数か月間緩慢であり、失業率は依然として高止まりしている。家計支出は拡大が続いているが、設備投資は減速した模様だ。住宅市場は抑制された水準からではあるが、更なる改善の動きを示している。</p>
景気見通し	<p>The Committee expects economic growth to remain moderate over coming quarters and then to pick up 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ドेट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>	<p>The Committee is concerned that, without further policy accommodation, economic growth might not be strong enough to generate sustained improvement in labor market conditions. Furthermore, strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>一段の政策による緩和がなければ、経済成長は労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある点を、FOMCは懸念する。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>
インフレ判断	<p>Inflation has declined since earlier this year, 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、インフレは今年の早い時期から低下してきた。長期インフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation has been subdued, although the prices of some key commodities have increased recently. Longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>一部の主要な商品価格が最近上昇しているものの、インフレは抑制されている。長期インフレ期待は引き続き安定している。</p>
インフレ見通し	<p>The Committee anticipates that inflation over the medium term will run at or below the rate that it judges most consistent with its dual mandate.</p> <p>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で推移すると予想している。</p>	<p>The Committee also anticipates that inflation over the medium term likely would run at or below its 2 percent objective.</p> <p>インフレ率は、中期的に、2%目標が目標を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。