

～海外情報～

2011年8月10日全5頁

Fed、2013年半ばまで超低金利の継続を表明

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

景気は著しく減速し、下ブレリスクが高まる

[要約]

- 8月9日にFOMCが開催され、政策金利を事実上のゼロ金利で据え置く方針を確認した。さらに、この異例なほど低い金利水準を、従来の“長期にわたって”続けるから“少なくとも2013年半ばまで”に表現を変更。前者が半年未満の期間を担保していたのに比べると、今後約2年先までと具体的な期間を明記したことになる。
- 声明文では、“これまでの成長は想定したよりもかなり遅い”と景気の現状認識を下方修正したうえで、先行きも“回復ペースが予想よりもやや遅くなる”とスローダウンを示唆。様々な一時的要因の影響は小さいというニュアンスも強調している。さらには、“見通しのダウンサイドリスクが増している”とも言及。Fedが景気に対する認識・見通しを大きく下方修正しているように、足もとの米国景気の減速感は強まっており、6月末で終了したQE2に続く追加策に対する期待は高い。だが、デフレリスクが懸念された2010年とは異なり、足もとのインフレは上昇、先行きは落ち着くという想定になっている。
- 今回の変更は、6月に議論された出口戦略の先送りとして小さな変化かもしれないが、打つ手が限られている現状では、Fedの精一杯の対応といえよう。なお、「現在のところ、2013年半ば」という書き方であり、柔軟に変更される余地があるとも解釈できる。

異例なほど低い金利水準を2013年半ばまで続けると宣言 ～超緩和状態の長期化へ

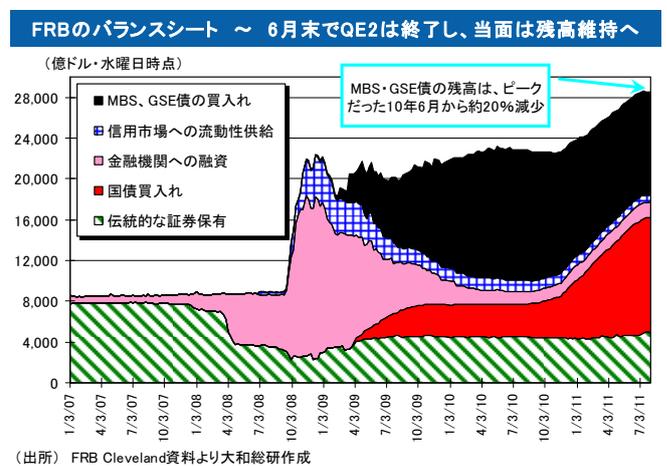
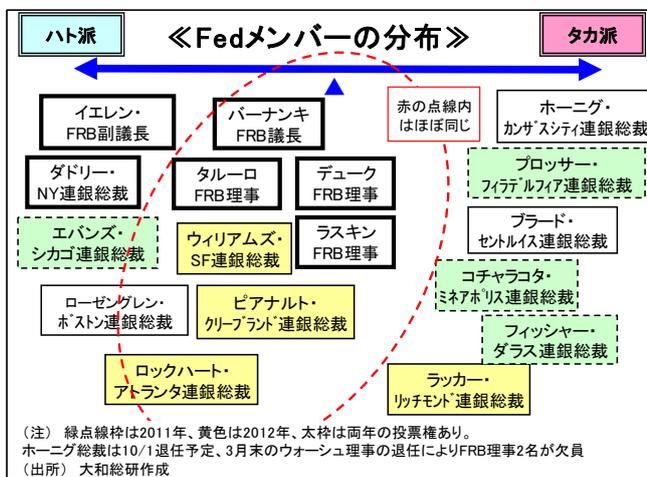
Fedは8月9日に定例のFOMCを開催し、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00～0.25%の範囲で据え置いた。さらに、今回はこの異例なほど低い金利水準を“少なくとも2013年半ばまで (at least through mid-2013)”維持することを宣言している。2009年3月のFOMC声明文から使い続けてきた“長期にわたって” (for an extended period) という表現から変更したのである。

“長期にわたって”という文言が意味する期間について、バーナンキ議長は6月22日のFOMC後の記者会見の質疑応答のなかで、この文言はさらなるアクションをとるまでに“少なくとも (at least) 2～3回のFOMC (two or three meetings) があると思っている”と答えており、“少なくとも”を強調するとも付け加えた。なお、4月の記者会見では“環境が変化すれば、金融引締めを開始する必要がある”と言及したが、6月には“経済状況やインフレ、失業率がどうなるかに依存するが、長くなるかもしれない”という言い方をしていた。

このように、“長期にわたって”は半年未満の据え置きを担保していただけだったが、今回はこれを約2年先まで続けると具体的な期間を明記している。仮に2013年半ばまで続けば、ゼロ金利あるいは同程度の超低金利状態が約4年半に及

ぶことになる。既にFOMC前の段階（8月5日時点）で、FF金利の先物市場で織り込まれていたゼロ金利解除のタイミングは2013年6月までずれ込んでおり、大きなサプライズはないかもしれない。

ただ、この変更に対してはFed内の反対論も根強かったようで、実際、投票メンバー10人のうち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、そしてフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁の3人が、従来通りの“長期にわたって”という表現の方が好ましいとして反対票を投じた。今年に入ってから無風状態が変化しただけでなく（去年はカンザスシティ連銀のホーニグ総裁が8回連続で孤独に反対）、3人が反対するという状況は非常に珍しいことである。2006年2月にバーナンキ議長が就任してからは、2008年3～4月の利下げ局面でフィッシャー総裁とプロッサー総裁の2人が反対した2回のFOMCが最多だった。



景気の現状認識を大きく下方修正 ～ 見通しの下ブレリスクが高まる

表現変更に至った背景には、足もとの米国景気の減速感が一段と強まっており、今までバーナンキ議長ら Fed が説明してきた一時的要因だけでは必ずしも説明できなくなっている状況がある。後述するように、FOMC後に発表された声明文では¹、現状認識の総括として、“これまでのところ、今年の経済成長は想定していたよりもかなり遅くなっている (economic growth so far this year has been considerably slower than the Committee had expected)”と言及した。前回6月時点では、“景気回復は緩やかなペースで継続しているが、想定していたよりもいくらか遅くなっている (somewhat more slowly)”とまとめており、この一ヵ月半に発表された経済指標を受けて²、金融当局は景気の現状認識を明確に下方修正している。

先行きについても、前回の“回復のペースは今後数四半期で加速する (pick up) と予想される”という見通しから、“回復のペースは前回のFOMCで予想したよりも、今後数四半期でやや遅くなる (a somewhat slower) と予想する”に変更。しかも、景気回復のスローダウンを示唆しただけでなく、“経済見通しのダウンサイドリスクが増している”とも言及している。従って、景気に対する認識・見通

¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm>

² 2011年Q2のGDPについては、拙稿「海外情報「2011年前半の米国景気は1%成長にとどまる」 2011年8月1日を参照。

しの方修正が、現在の超低金利状態を一段と長期化させようという姿勢につながっている。

一方で、6月末に終了した総額6,000億^{ドル}の国債を追加で買い入れるという量的緩和策の第二弾、いわゆるQE2に続く第三弾(QE3)を打ち出す、あるいは次回FOMCで実施することを明確に示唆するような文言が盛り込まれず、市場の期待を裏切った面はあろう。ただ、2010年の8～11月にかけてQE2が決定されていく過程で言及されたのが、高すぎる失業率と低すぎるインフレというFedに課せられた責務が損なわれている状況を解決するためには、追加策が必要であるという点であった。今回の声明文では、失業率が上昇したという現状を確認する一方、デフレリスクを指摘する部分はみられない。つまり、昨年と同じような環境には至っていないのである。

また、前回6月のFOMCでは、超緩和状態からの出口戦略が議論され、①残高維持のための再投資の一部停止・終了、②これと同時あるいはしばらくして、“長期にわたって”などの政策金利の指針の修正、それから③政策金利の引き上げ、④最初の利上げ後しばらくしてから、GSE債やMBSの売却を開始し3～5年をかけて完了を目指すという段階的な方針が、参加者一人を除く賛成で決定された。当然ながら、このスケジュールを適用するタイミングは景気・インフレ実態に調整されるとしていたが、それから一ヵ月半が経ち、今回③のタイミングが2013年半ばまでずれ込んだことになる。このような出口戦略の先送りは、小さな変化とはいえ、打つ手が限られている現状ではFedの精一杯の対応と評価できよう。今後の金融政策を計る目安は、“2013年半ば”と明記された時期が2013年初あるいは2013年末というように前後にシフトすることになるろう(声明文でも、「現在のところ、少なくとも2013年半ばまで」という書き方になっている)。そして、QE3のような追加策を迫られるようなインフレ環境になるかだ。

雇用環境は悪化、消費は横ばい、機械投資は増加～一時的要因の影響は小さい

声明文の最初の段落である景気認識・見通しの部分において、6月のFOMC以降入手された経済データを基に、“これまでのところ、今年の経済成長は想定していたよりもかなり遅くなっている”という現状認識を示したが、具体的には以下の通りである。まず、雇用環境について、“いくつかの指標はここ数ヶ月間、全体的な労働市場の状況が悪化している(deterioration)ことを示し、失業率は上昇した”と言及している。前回の“最近の労働市場の指標は見込んでいたよりも弱い”という指摘から明確化。7月の雇用統計は市場予想を上回ったが³、単月の結果ではFedは見方を変更しないようだ。

個人消費に関しては、これまで“家計支出は引き続き拡大している”と評価してきたが、一転して、“家計支出は横ばい(flattened out)”に下方修正した。続けて、“非居住用構築物への投資は依然として弱い”、“住宅セクターは引き続き低迷している”とあるが、ここは前回と同じ文言である。また、景気のプラスの要素としては、“企業の機器・ソフトウェア支出は引き続き拡大している”を挙げているが、これも従来通り。

一方、前回の声明文では、景気減速の背景として、“日本で起きた悲劇的な出来事(東日本大震災及び原発事故)に伴うサプライチェーンの混乱や、食品やエネルギーの価格上昇が消費者の購買力や支出を減衰させた影響など、一時的とみ

³ 雇用統計については、拙稿 海外情報 「米雇用増加幅が2ケタに戻り、過度な悲観は後退」 2011年8月8日を参照。

られる要因を部分的に反映している”と指摘した。今回は、同じ一時的要因を列挙したうえで、“最近の経済活動の弱さのごく一部を説明しているに過ぎないようにみえる”とし、一時的要因の影響が小さいというニュアンスを強調している。裏返せば、一時的要因が解消されても、景気浮揚効果は小さいことになろう。

インフレは上向き
～ 但し、直近ではエネルギー価格がピークアウト

インフレの現状認識について、まず、“インフレが今年前半加速した。サプライチェーンの混乱や、いくつかのコモディティや輸入品の価格上昇を主に反映している”と、前回とほぼ同じ表現の繰り返し。ただ、“ごく最近、エネルギーやいくつかのコモディティの価格が前半のピークから下落したことで、インフレは緩やかになっている”と、新たに付け加えている。また、“長期のインフレ期待は引き続き安定している”点も忘れない。

足もとのインフレ指標をみると、コアベースでは引き続き高い伸びが続いているが、エネルギー等下落を受けて全体ベースでは前月比で下落に転じており、この点を指摘しているものとみられる。ただ、景気の現状認識の下方修正度合いに比べると、インフレ状況の変化は小さく、Fed にとっては動きづらい状態といえよう。

先行きは回復ペースが鈍り、下ブレリスクは高まる ～ インフレは抑制へ

続く第二段落の冒頭で、“法律で定められている責務として、FOMC は雇用の最大化と物価の安定を促進しようとしている”との事実を再確認したうえで、“回復のペースは前回の FOMC で予想したよりも、今後数四半期でやや遅くなると予想する”と景気見通しを下方修正。また、失業率の行方については、前回の“雇用の最大化と物価の安定を促進するという目標に最適と委員会が判断する水準に向かって、徐々に再び下がり始めるだろう (resume its gradual decline)”というトーンから、同水準に向かって“徐々にしか下がらない (decline only gradually)”と予想しており、低下スピードが鈍る印象を受けよう。そして、前述したように、“経済見通しのダウンサイドリスクが増している”と指摘しているが、昨年 11 月の QE2 実施時に用いられた“進展は失望するほど遅い”並みにネガティブな表現である。

これに対して、インフレ見通しは、“過去のエネルギーやその他のコモディティの価格上昇の影響がさらに (further) なくなるにつれて、インフレは今後数四半期で、委員会の目標に最適な水準、あるいはそれを下回る水準に落ち着く (settle) と予想する”となっている。但し、景気見通しに比べると、あまり自信がないためか、“しかしながら、インフレとインフレ期待の行方に細心の注意を払う”という従来通りの姿勢を繰り返す。

今後2年間は、超低金利が続くと表明

当面の金融政策を説明する第三段落では、冒頭で紹介したように、これまでの“長期にわたって”から“少なくとも 2013 年半ばまで”に文言を変更した以外は、ほとんど前回と変わらない（当然ながら、前回あった、6 月末までに 6,000 億ドル買い入れを完了するという文言は削除）。つまり、“景気回復の継続を促し、インフレが徐々に目標と一致する水準になるよう支援するために、政策金利である FF レートの誘導水準を 0.00～0.25% の範囲で据え置く”とした。さらに、“経済状況を鑑みて、FF レートの異例な (exceptionally) 低水準が少なくとも 2013 年半ばまで正当化される可能性が高いと、現在のところ (currently) 予想する”とい

う、超低金利政策を継続していく方針が示された。ただ、「現在のところ、少なくとも2013年半ばまで」という書き方になっており、柔軟に変更される余地があるとも解釈できる。

なお、声明文では、異例に低い金利水準を許容する“経済状況”として、前回同様に、①“(経済)資源の稼働率が低い点”と②“抑制された中期的なインフレ見通し”の2点を含めると挙げている。

また、Fedは、2010年8月に導入した、保有証券(政府機関債とMBS、国債)の元本の償還資金を長期国債に再投資するという現行政策を維持し、保有する証券の規模をキープする方針も繰り返し、“FOMCが保有証券の規模と構成を定期的に見直して、必要に応じて保有証券を調整する用意がある”という文言を残した。

そして、声明文の最後を、“FOMCは、物価安定のもとでより力強い景気回復を促進するために利用できる様々な政策手段(range of policy tools)を議論した。引き続き、入手される情報を踏まえて経済見通しを評価し(assess)、必要に応じてこれら手段を用いる用意がある”と、実質的に締め括っている。どんな政策手段があるかは、3週間後に公表される議事録要旨の中身を確認しなければならないが、Fedが何らかの追加策をとってくれるのではないかと、期待させるものだ。但し、これまでのFOMC声明文でも、多少文言は違うが、必要な対応はするという姿勢を見せており、次回直ちに政策対応を実施することを保証した文言でもなく、過度な期待は禁物だろう。