

～海外情報～

2011年9月22日全6頁

Fed、段階的な追加の金融緩和に踏み切る

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

景気の先行きには、著しく下ブレリスクがあると指摘

[要約]

- 9月20-21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。そして、この異例なほど低い金利水準を少なくとも2013年半ばまで続けるという、前回導入した追加措置を明記した。
- さらに、今回は、保有する証券残高を維持しながら、国債の平均残存期間を長期化する方針を掲げた。具体的には、2012年6月末までに4,000億ドルの残存期間3ヶ月～3年の国債を売却する一方、同額の6～30年の国債を購入するというものである。今年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QE2に比べると、やや小規模ではあるが、購入する長期国債の割合が明確に大きいことから、長期金利への影響が予想されよう。
- 前回の声明文と比較すると、景気の現状認識・見通しが大幅に下方修正されたとはいえず、全般的に変化に乏しい一ヶ月半だったとみられる。ただ、国際金融情勢に言及したうえで、“経済見通しには著しいダウンサイドリスクがある”と指摘している。一方で、インフレの現状に対する警戒感は後退。今後も情勢に応じて追加措置を取るという余地を残したことから、QE2に続く追加緩和策に対する市場の期待は高い。ただ、QE3実施のハードルは依然として高いとみられる。

段階的な金融緩和へ
～ 残存期間の長期
化を図り、MBSにも再
投資

Fedは9月20～21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¹。前回8月9日の会合では、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た。

さらに、今回は保有する証券残高を維持しながら、保有する国債の平均残存期間を長期化する方針を掲げた。具体的には、2012年6月末までに、保有する4,000億ドルに関して、償還までの残存期間3年以下の国債を売却する一方、同額の残存期間6～30年の国債を購入するという。短期国債を売って長期国債を買うという、いわゆるオペレーション・ツイストである。資産構成を変化させるというこのプログラムの意図として、Fedは“長期金利に下向きの圧力をかけて、より広範囲の金融状況をより緩和的にするだろう”と声明文のなかで指摘している。

昨年11月に導入されて今年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と比べると、今回はあくま

¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm> 当初は、9月20日の一日開催の予定だったが、バーナンキFRB議長が8月26日のワイオミング州ジャクソンホールで開催されたシンポジウムでの講演で、追加緩和策について十分に議論をするために2日間に延長することを表明した。なお、この点は8月9日のFOMCで決定されていた。

でも資産の組み換えである。また、QE2 が一ヶ月当たり 750～800 億ドルの購入規模であったのに対して、今回は単純計算で約 450 億ドル程度になり、QE2 よりもやや小さいといえよう。だが、後述するように、買い入れる国債のデュレーションが 5～6 年とされた QE2 に比べると、今回のケースは明確に長期化しており、長期金利への影響が予想される。

なお、今回の措置は長期金利の引き下げを意図する反面、売却対象である短期国債利回りの上昇圧力を高めてしまうかもしれない。ただ、同時に Fed は、現在の超低金利状態を 2013 年半ばまで続けられると予想しており、上昇圧力のある程度相殺できるだろう。

概ね想定通りの選択肢だったが、効果は限定的か

QE2 の際には、長期金利を引き下げることによって、例えば住宅ローンの低下で住宅の購入需要を刺激する、あるいは社債利回りの低下で企業の資金調達コストを引き下げて投資需要を促すという、実体経済への直接的な効果が期待された。間接的には、企業価値を示す株価が上昇すると、家計への資産効果にもつながるとみられた。だが、QE2 実施後の現象をみると、景気回復期待の高まりを受けて、長期金利（住宅ローン金利）はむしろ上昇に転じてしまい、株価の顕著な上昇が観察されただけである。バーナンキ議長は 4 月 27 日の FOMC 後の記者会見で、株価上昇のほかにスプレッドの縮小やボラティリティの縮小をプラス要因として列挙し、6 月 22 日の記者会見では、デフレリスクを払拭するのにうまくいったとコメントした（追加緩和が原油を始めとするコモディティ価格上昇を促し、新興国などのインフレを高進させたという批判はあるが、バーナンキ議長はこの因果関係には否定的）。

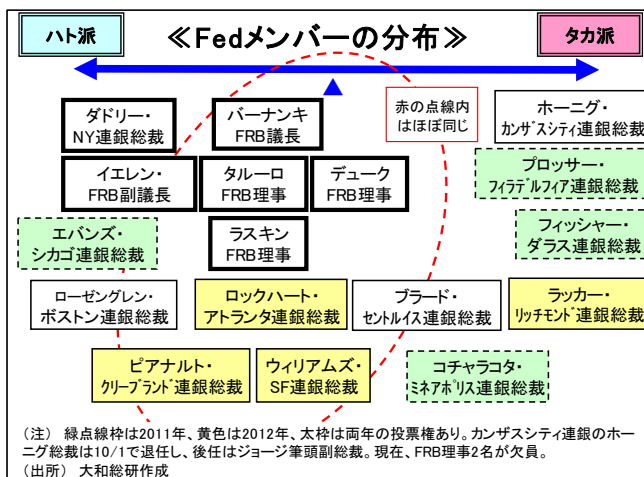
果たして今回はどんな効果が期待できるかだが、既に 10 年国債利回りは FOMC 前の段階で 2% 割れと非常に低い水準まで低下していた。住宅ローンに関して言えば、一段と長期金利が低下するとしても、住宅ローンの審査基準が厳しいために融資を受けられなければ、せっかくの住宅需要も顕在化することはできない。より低金利への借り換えが進まなければ、家計は返済負担を軽減することも難しい。一方、Fed はオペレーション・ツイスト実施のほかに、2010 年 8 月に導入した、保有証券（政府機関債と MBS、国債）の元本の償還資金を長期国債に再投資して保有する証券の規模をキープする方針を若干変更した。つまり、政府機関債と MBS の償還資金については、MBS に再投資するというものである（償還期限をむかえた国債を国債に再投資する点は変わらない）。この目的として、“モーゲージ市場の状況をサポートするため”と声明文で触れているが、7 月以降の再投資規模（国債償還分を含む）は月平均で約 150 億ドルにすぎず、効果は限定的であろう。

このように、効果はともあれ、バーナンキ FRB 議長が率いる Fed は段階的な追加緩和に踏み切っていることになる。7 月 13 日の議会証言でバーナンキ議長が挙げた追加緩和措置としては、①FF レートや保有残高を現在のレベルで維持する期間についてのガイダンスをより明確にするという、声明文の文言修正²、②証券の追加購入や保有資産の平均残存期間を延ばすという、資産構成の変化、③準備預金に対する付利（0.25%）の引き下げ、等があった。8 月 9 日に導入された 2013 年半ばまでの超低金利維持はまさに①であり、今回の措置は②に該当するものである（2012 年 6 月末までと期限をつけた点は①にも関連しよう）。

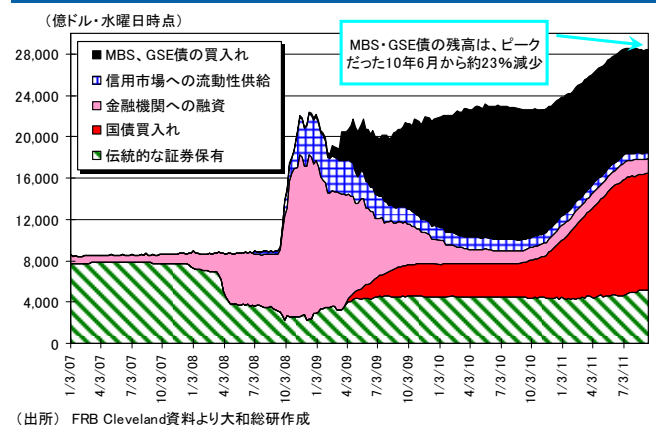
² なお、8 月 9 日の FOMC 議事録要旨によれば、金融政策の見通しを失業率やインフレなど具体的な数値で条件付けることも検討されたという。

従って、残存期間の長期化は市場も想定していた選択肢であり、規模を別にすればサプライズはなかつただろう。当然ながら、この先の策として市場はさらにアグレッシブな緩和措置であるQE3を期待しているだろうが、Fed自身が既に視野に入れているかは不明。確かに、声明文の実質的な最後を“経済見通しを評価し、必要に応じて様々な政策手段を用いる用意がある”とお約束の文言で締め括っているものの、QE2実施時とインフレ動向が依然として正反対であるという現況では、QE3のようなバランスシートをさらに拡大させるという選択肢は取りづらいのではないかとみられる。

今回の変更に対してはFed内の反対論も根強かつたようで、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人は、現時点での追加の緩和策を支持しないととして、反対票を投じた。前回に続く同じ3人の反対であるが、前回の措置についても、投票権を持っていなかった地区連銀総裁のなかには反対を明言した者がいたために、今回もFed内に根強い反対があつただろう。



FRBのバランスシート ~ 残高維持し、国債の残存期間の長期化を図る



経済成長は依然として遅い ~ 雇用環境は弱く、消費は緩やかなペースにとどまる

段階的な追加措置を実施した背景には、足もとの景気減速が長期化していることがあろう。声明文の最初の段落である景気・インフレの現状認識の部分では、8月のFOMC以降入手された経済データを基に、“経済成長は依然として遅い(slow)”と現状認識を総括している。前回は“想定していたよりもかなり遅くなっている”と言及しており、今回は、かなり(considerably)という強い表現はみられないものの、景気減速が続いており、Fedメンバーが新たに想定する景気見通しに沿ってこの一ヶ月半の間推移してきたか判然としない(なお、Fedが具体的な景気・インフレ見通しの数字を公表するのは、次回11月1-2日のFOMC後である)。

緩慢な成長にとどまっている具体的な状況としては以下の通りである。まず、雇用環境について、“最近の指標は全体的な労働市場の状況は引き続き弱い(weakness)ことを示し、失業率は高止まっている”と言及。前回の“悪化している(deterioration)”や“失業率は上昇した”という表現から変化したが、8月の雇用統計の結果を受ければ、もう少し厳しい表現になる余地はあつたのではないかと³。

³ 雇用統計については、拙稿「海外情報「米国の雇用拡大ペースは、再び大幅に減速」 2011年9月5日を参照。

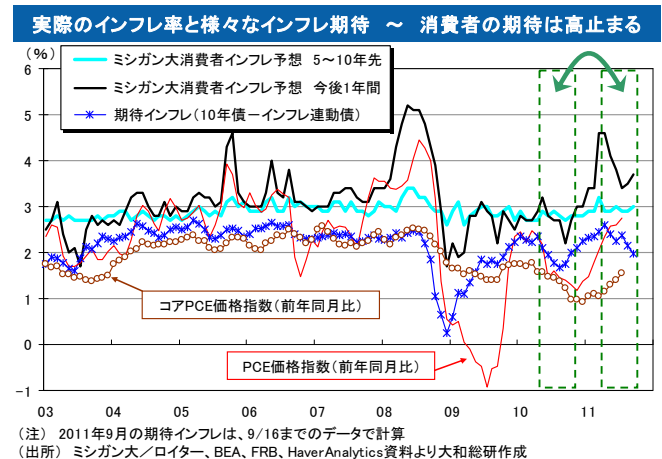
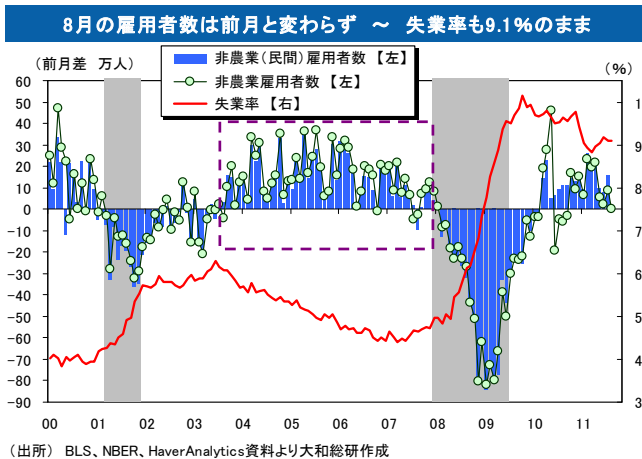
また、個人消費に関しては、“サプライチェーンの混乱が落ち着くにつれて自動車販売はいくらか回復しているにもかかわらず、家計支出は、ここ数ヶ月緩やかなペースでしか増えていない”と指摘している。前回の“家計支出は横ばい（flattened out）”よりはやや上方修正された印象だが、6月までの“家計支出は引き続き拡大している”という評価からすると、かなり弱いトーンのままといえよう。続けて、“非居住用構築物への投資は依然として弱い”、“住宅セクターは引き続き低迷している”と、従来通りの文言を繰り返す。そして、“企業の機器・ソフトウェア支出は引き続き拡大している”と景気のプラスの要素を言及するのも同じである。全般的に変化に乏しい一ヶ月半だったとみられる。

なお、前回の声明文では、日本で起きた悲劇的な出来事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す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た。だが、今回は削除されている。

**インフレは抑制と、ア
ピール ~ コアの
動きは無視**

一方、インフレの現状認識について、“インフレは、エネルギーやいくつかのコモディティの価格がピークから下落したことで、今年前半よりも緩やかになったようにみえる。長期のインフレ期待は引き続き安定している”と指摘。前回の“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”という言及を削除した。景気認識の部分でサプライチェーンの影響が軽減している点に触れており、インフレ面においても懸念材料ではなくなったということか。

インフレ状態が落ち着いてきたので、追加の緩和策に踏み切っても問題ないと理屈になるかもしれない。足もとのインフレ指標をみると、エネルギー等の下落を受けて生産者物価段階では上昇率が小さくなっているが、消費者物価段階では引き続き高い伸びが続いている。特に、食品・エネルギーを除くコアベースは、8月は前月比0.24%増、年率換算で3.0%増と前月(2.7%増)から加速している。例えば、アパレルは1.1%増と4ヶ月連続で1%を上回る。ウェイトの大きい帰属家賃は0.2%増、賃貸は0.4%増と2008年6月以来の伸びになるなど、住宅関連は着実に上昇中。医療費は0.2%増と加速していないものの、コンスタントに上昇。新車は2ヶ月連続で横ばいだが、対照的に中古車は0.9%増と高めに推移しているという感じだ。目立った下落品目はパソコンなどにすぎない。



先行きはピックアップするだろうが、著しい下ブレリスクがある

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、“FOMC は、今後数四半期で回復ペースがいくらか上向く (pickup) と引き続き予想しているが、失業率は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、徐々にしか下がらない (decline only gradually) と予測する”と、景気見通しを示している。失業率の行方は前回と同じだが、前回の景気見通し“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”から変更。前々回 6 月で使用された“pick up”が復活した形だが、声明文では、“さらに、経済見通しには著しい (significant) ダウンサイドリスクがある” (前回は“経済見通しのダウンサイドリスクが増している”) とネガティブな表現が続く。また、欧州の債務問題で金融市場が混乱していることを踏まえて、“国際金融市場の緊張 (strain) ” がリスクに含まれるとわざわざ言及。基本的に、景気に対する現状認識・見通しは前回から大きく変わっておらず、現在の超緩和的な金融政策を長期化させようという姿勢につながっている。

一方、インフレ見通しに関しては、“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。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、前回と全く同じ姿勢を繰り返している。

追加措置として、オペレーション・ツイストを実施へ

当面の金融政策を説明する第三段落では、“より力強い経済回復をサポートし、インフレが徐々に 2 つの目標と一致する水準になるよう支援するために”、“FOMC は保有する証券の平均残存期間を延ばす (extend) ことを決定した”という。具体的な内容は冒頭で紹介した通り。実際にオペレーションを担当する NY 連銀によると、残存期間 3 ヶ月～3 年の国債を売却して 6～30 年の国債を購入することになるが、購入する 4,000 億ドルの国債のウェイトは、6～8 年が全体の 32%、8～10 年が 32%、10～20 年が 4%、20～30 年が 29%、6～30 年のインフレ連動債が 3% となっている (10 年の場合は 8～10 年に分類される)⁴。ちなみに、9 月 14 日時点の System Open Market Account (SOMA) の中身をみると、残存期間 3 ヶ月～3 年の国債は 4,925 億ドル分 (インフレ連動債を含まず) あり、保有する国債の約 3 割を占めている。

QE2 (総額 6,000 億ドルの長期国債を買入れ) が発表されたときには、残存期間 10 年超の国債が占める割合は買入れ総額の 6% にすぎず、同 1.5 年超～2.5 年以下が 5%、2.5 年超～4 年以下が 20%、4 年超～5.5 年以下が 20%、5.5 年超～7 年以下が 23%、7 年超～10 年以下が 23% となっており、10 年以下が約 9 割を占める計画であり (残り 3% はインフレ連動債 TIPS : 1.5 年超～30 年以下)、デュレーションは 5～6 年の間になると示されていた。当時も longer-term Treasury securities を購入するといっていたが、そもそも 6 年以上を対象にしている今回は、10 年超の割合は総額の 33%、なかでも 20～30 年が約 3 割に達し、明確に長期化しているといえるだろう。

⁴ 10 月分のオペレーション概要は、9 月 30 日に発表される予定。

http://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_110921.html

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm>

なお、声明文では、“FOMC は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”という文言を残している。

そして、声明文では、“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”としたうえで、“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⁵。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。今回のオペレーション・ツイストという追加措置実施のために、注目度合いは低下してしまったが、2012 年以降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だろう。

まだ追加措置はあるか

前回よりも長くなった声明文の最後を、“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。前回と全く同じ文言だが、引き続き FOMC は政策手段を模索している状況がうかがえる。今後も Fed が何らかの追加策をとってくれるのではないかと、期待させる根拠になっている。

⁵ 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、従来通り、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。