

～海外情報～

2011年12月14日全6頁

景気認識を上方修正した Fed は様子を見ることに

ニューヨークリサーチセンター
近藤 智也

欧州の債務問題を著しい下ブレリスクとして、一段と強調

[要約]

- 12月13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、8月に導入した方針を維持した。さらに、9月に決定した、短期国債を売って長期国債を買うことで保有する国債の平均残存期間を長期化するプログラム（オペレーション・ツイスト）を継続することも決定した。つまり、11月に続いて、現行政策を維持して様子を見ることになった。
- 景気の現状認識では、欧州をはじめとした世界経済が減速するなかで、米国の景気は緩やかに拡大していると総括している。個別の項目では、前回まで弱いと評価していた雇用環境に改善の兆しがみられると上方修正している。一方で、企業の設備投資の伸びはこれまでほど強くないと指摘。経済見通しについては、緩やかな成長が続くと前回と同じ見方を示したものの、見通しに“著しいダウンサイドリスクがある”点も払拭されていない。これまでは、リスクの一つとして指摘されていた国際金融情勢、すなわち欧州の債務問題が、リスクそのものであると強調している。裏を返せば、対外要因を除くと、国内的には目立ったリスクはないということかもしれない。雇用環境の改善を受けて、様子見の時間が担保された格好である。引き続き、情勢に応じて追加措置を採るというスタンスだが、彼らの見通しから大きく逸脱することがその前提になろう。

現行政策を維持する
～ 当面は様子見だが、追加緩和の余地は残す

Fedは12月13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。8月9日の会合から使い始めた、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）”維持し、さらに、9月20～21日の会合で決定した措置、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プログラムを継続することを決定した。短期国債を売って長期国債を買う、いわゆるオペレーション・ツイストである²。また、保有証券のうちGSE債とMBSの元本償還資金をMBSに再投資するという9月の会合で修正した方針を維持した（償還期限を迎えた国債を国債に再投資する点は同じ）。

今回の決定に対して、投票メンバー10人のうち1人が反対票を投じた点も前回（11月1～2日）と同じ。8月と9月には、追加の緩和措置実施に対してダラス連銀のフィッシャー総裁やミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁の3人が反対したが、11月と12月は、シカゴ連銀のエバ

¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20111213a.htm>

² 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年の国債を購入して資産構成を変化させるプログラム。

ンス総裁が現時点での追加緩和策の必要性を主張して現状維持の決定に反対した。前回 11 月の会合以降のエバンス総裁の発言からすると³、連続反対も違和感はないだろう。

今回の FOMC では、現行政策を維持して現在実施中の緩和措置の効果を見極める形になっている。後述するように、景気の現状認識には修正が加えられたものの、先行きの見通しについては大きな変化がみられず、声明文の第 3 段落から第 6 段落は前回と一字一句同じである。来年 1 月 24~25 日に開催される次回の FOMC では、Fed メンバーの景気・インフレ見通しが公表され、バーナンキ議長の記者会見も予定されている。従前から何らかの変化があるとしたら早くて次回とみられていたが、今回は前回に引き続き動きが乏しく、今後のヒントになる文言もなかった。また、これまで、著しい下ブレリスクの一要因だった欧州の債務問題を、今回はリスクとして一段と強調しているが、裏を返せば、それ以外にはリスクがあまりないということになろう。国内の雇用環境の改善を受けて、様子見の時間が長くなるかもしれない。

**経済は緩やかに拡大
～ 雇用環境は上方
修正、設備投資はやや
下方修正**

まず、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を見ると、11 月の FOMC 以降入手された経済データを基に、“世界的な景気が明らかにいくらか減速しているにもかかわらず、経済は緩やかに拡大している (expanding moderately)” と現状認識を総括している。前回の“経済成長は Q3 にいくらか強まった (strengthened somewhat)” から変更されたが、前回の FOMC 前に Q3 の GDP 第 1 次推計値が発表された点や Q3 に持ち直した理由として“今年前半の成長を圧迫していた一時的要因の反動を部分的に反映”と指摘していた点を踏まえると、今回の表現変更を前回から弱まったあるいは強まったと判断することはできないだろう。ただ、以下の個別の上方修正から、むしろポジティブと評価している。

主な上方修正は雇用環境であり、前回の“労働市場全般の状況は引き続き弱い (weakness)” から“指標は、労働市場全般の状況がいくらか改善していることを示している”と認識が引き上げられている。背景としては、前回の FOMC 後に発表された 10 月や 11 月の雇用統計の結果を受けたことに他ならず⁴、11 月の失業率は 8.6% と 10 月の 9.0% から 0.4% ポイントも低下し 2 年 8 ヶ月ぶりの低水準まで改善し、11 月に公表された Fed のメンバー大勢の失業率見通し (2012 年 Q4 平均で 8.5~8.7%) を一年も前倒しで達成したことになった。しかしながら、声明文では“失業率は高止まったまま”と引き続き言及しており、Fed の認識が大きく変わっておらず、先行きには慎重というところか。

個人消費については“家計支出は増え続けている”と評価。前回は“家計支出はここ数ヶ月、いくらか速いペースで増加している (increased at a somewhat faster pace)”と言及していた。12 月 13 日に発表された 11 月の小売売上は前月比 0.2% 増と 6 ヶ月連続で増加したが、9 月の 1.3% 増、10 月の 0.6% 増から鈍化している。サンクスギビングデー (今年は 11 月 24 日) 明けから本格化した年末商戦のスタートは好調が伝えられていたが、11 月の小売売上はやや期待値が高すぎたかもしれない。ただ、11 月の結果を受けて NRF (National Retail Federation) は 10 月 6 日に発表していた年末商戦の見通し (11~12 月で前年比 2.8% 増) を今

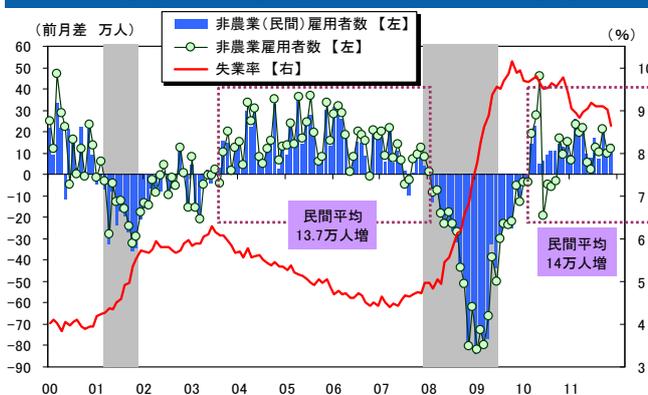
³ 例えば、12 月 5 日の講演では、“今行動を起こすことが必須である (It is imperative to undertake action now)” と述べた。http://www.chicagofed.org/webpages/publications/speeches/2011/12_05_11_muncie.cfm

⁴ 直近の雇用統計については、拙稿 海外情報「米雇用環境は改善、但し失業率低下は話半分」 2011 年 12 月 5 日を参照。

週中に見直すと発表している⁵。NRF の定義する小売売上（自動車関連やガソリンスタンド、レストランを除くベース）は11月、前月比0.09%増、前年同月比4.5%増となったが、NRF はコメントのなかで“予想以上に強かった11月やそれ以前のデータを考慮して”見直すと言及しており、上方修正される可能性が高い。

一方、企業活動に関しては、“企業の設備投資は急速に増えていないようである”と指摘している。前回までの“企業の機器・ソフトウェア支出は引き続き拡大したが、非居住用構築物への投資は依然として弱い”から変更。特に、機械投資がこれまでのような増加ペースからスローダウンしている印象を受け、やや下方修正か。また、住宅市場は、“住宅セクターは引き続き低迷している”と従来通りの見解を繰り返している。

11月の雇用者数は12万人増 ～ 失業率は8.6%に大きく低下



（出所） BLS、NBER、HaverAnalytics資料より大和総研作成

11月の小売売上は前月比0.2%増に鈍化 ～ コアも伸び悩む

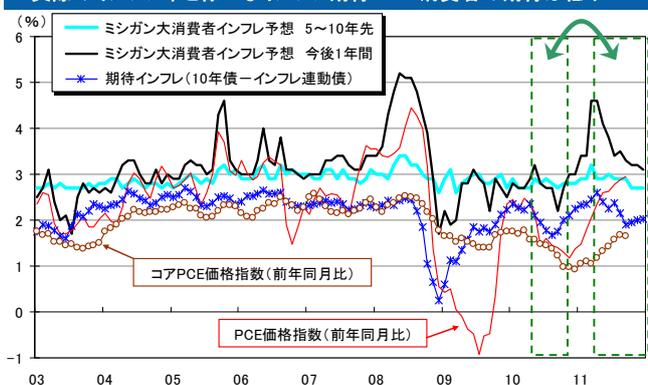


（注）コア小売売上：自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸を除く
（出所） センサス、HaverAnalytics資料より大和総研作成

インフレは抑制されている

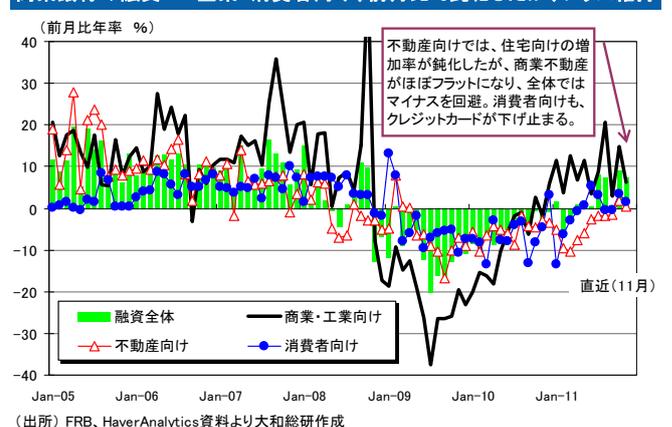
一方、インフレの現状認識について、“インフレは今年前半よりも緩やかになり、長期のインフレ期待は引き続き安定している”と評価している。前回からは、“エネルギーやいくつかのコモディティの価格がピークから下落したことで”、“（緩やかになった）ように見える”という文言が削除された。コモディティ価格の下落基調が定着し、インフレ指標でも前月比で抑制、前年比でもピークアウトし始めたことからインフレに対する確信を高めたようだ。

実際のインフレ率と様々なインフレ期待 ～ 消費者の期待は低下へ



（注）2011年12月の期待インフレは12月13日までの平均値
（出所） ミシガン大/ロイター、BEA、FRB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

商業銀行の融資 ～ 企業・消費者向け、前月比で鈍化したが、プラス維持



（出所） FRB、HaverAnalytics資料より大和総研作成

⁵ http://www.nrf.com/modules.php?name=News&op=viewlive&sp_id=1275

今後も緩やかに回復
～ “著しい下ブレリ
スク”に言及するも、
欧州問題を前面に

このような景気・インフレの現状認識を踏まえたうえで、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。そして、“FOMC は今後数四半期緩やかなペースで経済成長すると引き続き予想しており、それ故、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、前回と同じ景気見通しを示している。11月に下方修正されたメンバーの景気見通しに沿って推移してきたことが窺われる⁶。但し、予想される失業率の下がり方は順調というよりも限定的、不十分というニュアンスになっており、前述した11月の失業率低下はあくまでも一時的という認識なのだろう。

続けて、声明文では、“国際金融市場の緊張 (strain) が引き続き経済見通しに著しい (significant) ダウンサイドリスクをもたらしている”と指摘する。前回までは、“国際金融市場の緊張がリスクに含まれる”という言い方であり、欧州の債務問題による金融市場の不安定さは、あくまでも下ブレ要因の一つであった。この3ヶ月間で欧州では様々な対応・対策がなされてきたが、完全な解決には程遠く、依然として先行き不透明なままだ。今回の変更は、欧州問題に対する警戒感を前面に押し出す形であり、Fedの危機感を反映している。ただ、裏を返せば、対外的な下ブレ要因を除けば、国内には目立ったリスクがないともいえよう。景気に対する現状認識・見通しは基本的に変わっておらず、現行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、“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”となっている。これまでとほぼ同じながら、“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”という形容が削除された。インフレの現状認識で、エネルギーやコモディティに対する言及がなくなった点と同じく、Fedはインフレが徐々に下がっていくという見通しに自信を持っているとみられる。

オペレーション・ツイ
ストやMBSへの再投資
を継続

冒頭で指摘したように、第三段落以降の部分は前回と同じである。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9月に発表した保有する証券の平均残存期間を延ばす (extend) プログラムを継続することを決定した”という。そして、“政府機関債とMBSの元本の償還資金をMBSに再投資して、償還期限を迎えた国債を入札で再投資するという、既存の政策を維持する”方針も再確認した。なお、“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”といういつもの文言を付け加えている。

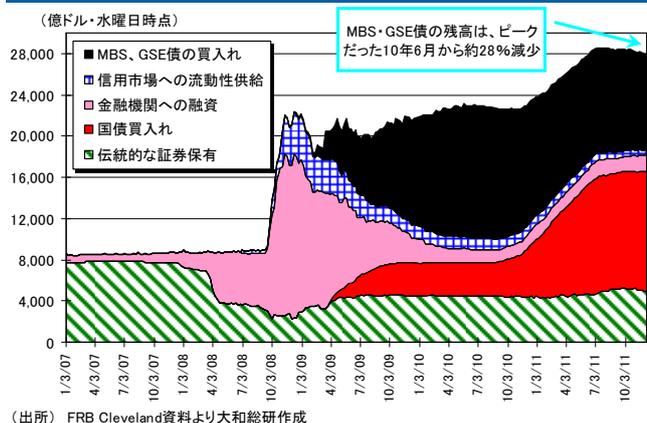
そして、今やほとんど形骸化した、“政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00～0.25%の範囲で据え置く”と声明文で明記したうえで、“経済状況を鑑みて、FFレートの異例な (exceptionally) 低水準が少なくとも2013年半ばまで正当化される可能性が高いと、現在のところ (currently) 予想する”という超低金利政

⁶ Fedメンバーの景気・インフレ見通しは、拙稿 海外情報「Fed、現行政策を維持し状況を注視することに」 2011年11月4日、4～5ページ目を参照。

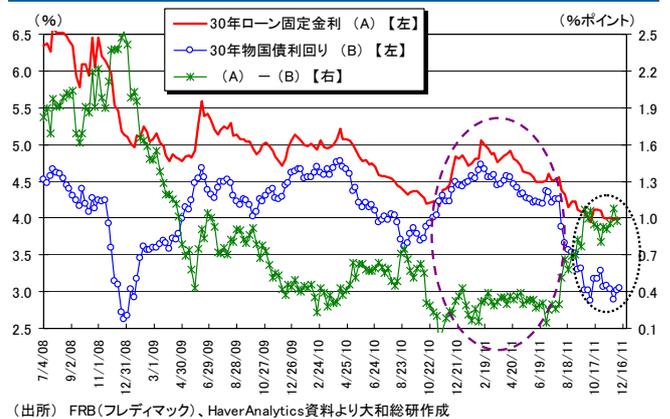
策を継続していく方針もこれまで同様に繰り返された⁷。事実上のゼロ金利が変更される前に、“2013年半ば”と明記された時期が2013年初あるいは2013年末というように、柔軟に修正される余地があるとみられる。

このように、現行政策を続けることが決まったわけだが、オペレーション・ツイストやMBSへの再投資の現状をみてみると⁸、10月3日から始まった長期国債の購入総額は約1,088億ドルに達して、短期国債の売却額は約1,001億ドルである(12月12日時点)。6月末まで終了したQE2が1ヶ月当たり750~800億ドルの購入規模であったのに比べると、オペレーション・ツイストの規模は毎月約450億ドルとやや小さい。ただ、買い入れる国債のデュレーションが長期化しており(2012年末には平均残存期間が約100ヶ月に長期化)、長期金利への影響が期待されている。また、MBSへの再投資額は12月7日までの2ヶ月強で561億ドル(netベース)に達しているが、2008年12月~2010年3月にかけて実施されたGSE債・MBSの大量購入(単純平均で月950億ドル弱)よりも小規模である。

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



住宅ローン金利はQE2実施後に上昇 ~ 追加措置で4%まで低下



現行政策の効果は？

オペレーション・ツイストは長期金利を下げるのが期待されているが、BISが12月12日に発表した、中央銀行による資産購入のインパクトに関するレポートのなかで⁹、残存8年超の国債利回りが22bp低下する一方、売却対象となる残存3ヶ月から3年の国債利回りは平均で約60bp上昇する可能性があるというシミュレーション結果を示している。ちなみに、QE2は平均で21bpイールドカーブを引き下げたと指摘。この試算結果をもとにすると、短期金利がかなり上がる印象を受けるが、Fedがオペレーション・ツイスト決定時に指摘したように、超低金利政策を少なくとも2013年半ばまで続けると宣言することで、ある程度抑制されよう。

エバンス総裁は、追加緩和措置を求めて、前回と同じく反対

FOMC声明文の最後は、“FOMCは、入手される情報を踏まえて経済見通しを引き続き評価し(assess)、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手段を用いる用意がある”と実質的に締め括っている。また、賛否については、

⁷ 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。

⁸ <http://www.newyorkfed.org/markets/pomo/display/index.cfm>
<http://www.newyorkfed.org/markets/ambs/>

⁹ http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1112h.pdf

シカゴ連銀のエバンス総裁が現時点での追加緩和策を主張し、現状維持の決定に反対票を投じた。

追加措置の可能性

前回同様にエバンス総裁に同調する者は現れなかったが、引き続き、景気見通しに外部要因とはいえ、下ブレリスクがあると Fed は警戒しており、欧州の混沌とした情勢がこのまま長期化すれば、現時点では顕在化していない米国経済への悪影響も大きくなっていく可能性がある。加えて、国内的には、年末で期限を迎える減税措置の延長も最終決着がまだであるなど、財政政策面の不透明さが残っている。一方で、インフレが抑制されてきたことから、Fed が追加措置を取る際の障害は取り除かれつつある。従って、MBS の大規模な追加購入は選択肢として残っているだろうし、現在の緩和政策の効果を最大限発揮するために、市場とのコミュニケーション向上も大きな課題である。前回 11 月の FOMC 議事録要旨では、金融政策の見通しをより詳細に示す点に多くの賛同が集まっていることが明らかになっていた。また、インフレや失業率の目標水準を掲げることも検討されたが、賛否両論の状態だった。今回も結論には至らなかったようだ。

FOMC 声明文の変遷

	2011年							
	1/25-26	3/15	4/26-27	6/21-22	8/9	9/20-21	11/1-2	12/13
景気判断	景気回復は継続している	景気回復はよりしっかりと足取り	景気回復は緩やかなペースで進んでいる	景気回復は緩やかなペース、想定よりもいかに遅い	景気回復は想定よりもかなり遅い	景気回復は依然として遅い	一時的要因の解消もあり、Q3に成長がいくらか強まった	経済は緩やかに拡大している
雇用	著しく改善させるには不十分なペース	緩やかに改善しているようだ	緩やかに改善している	見込んでいたよりも弱い	労働市場全般が悪化。失業率上昇	労働市場全般弱いまま。失業率高止まり	労働市場全般弱いまま。失業率高止まり	労働市場全般はいくら改善。失業率高止まり
家計支出	家計支出の伸びは年末に増した	拡大し続けている	拡大し続けている	拡大し続けている	横ばい	緩やかなペースでしか増えていない	ここ数ヶ月、いくらか速いペースで増加	増え続けている
抑制要因	高い失業水準、緩やかな所得の伸び、住宅資産は減少し、タイトな信用状況	削除						
設備投資	機器・ソフトウェア支出は増えているが、非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けている。非居住用構築物投資は依然として弱い	機器・ソフトウェア投資は拡大し続けたが、非居住用構築物投資は依然として弱い	設備投資は急速には増えていないようだ
採用態度	雇用主は採用を追加することに躊躇したまま	削除						
住宅	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷	住宅セクターは引き続き低迷
インフレ判断	インフレ基調の指標は低下トレンド、最適水準よりやや低い	インフレ基調の指標は抑制、最適水準より引き続きやや低い	インフレ基調の指標は抑制、最適水準より引き続きやや低い	削除				
見通し	進展は失望するほど遅い	最近のエネルギーなどの価格上昇はインフレ圧力を高めている。影響は一時的だろうが、インフレとインフレ期待の展開に細心の注意を払う	エネルギーなどの価格上昇はここ数ヶ月間インフレを押し上げている。影響は一時的だろうが、インフレとインフレ期待の展開に細心の注意を払う	回復のペースは今後数四半期で加速する。インフレは、影響がなくなるにつれて最適水準かやや下回る水準に低下	回復ペースは予想したよりも今後数四半期でやや遅くなる。下ブレリスクが増す。インフレは、影響がさらになくなるにつれて最適水準かやや下回る水準に落ち着く	回復ペースは今後数四半期でいくらか上向くが、著しい下ブレリスクがある。インフレは、影響がさらになくなるにつれて最適水準かやや下回る水準に落ち着く	今後数四半期、緩やかなペースで経済成長すると予想。国際金融市場の緊張を含む。著しい下ブレリスクあり。インフレは影響がさらになくなるにつれて最適水準かやや下回る水準に落ち着く	今後数四半期、緩やかなペースで経済成長すると予想。国際金融市場の緊張が引き続き著しい下ブレリスク。インフレは最適水準かやや下回る水準に落ち着く

(出所)FRB資料より大和総研作成