

2012年9月14日 全5頁

FOMC: 追加緩和実施と更なる緩和に含み

時間軸延長に加えて、①住宅市場の下支え②信用緩和に期待

ニューヨークリサーチセンター
土屋 貴裕
笠原 滝平

[要約]

- Fedは9月12日、13日に今年6回目となる定例の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%の範囲に据え置いた。引き続き異例なほど低い金利水準を少なくとも2015年半ばまで延長すると発表、さらにMBS（住宅ローン担保証券）を新たに毎月400億ドルのペースで買い入れることを決めた。
- 米国債ではなく、MBSの買い入れを行うことにより、①住宅市場の下支え、②信用緩和、が期待できる。住宅ローンの貸出金利低下、銀行による住宅ローンの貸出態度緩和を経由することが想定されよう。また、MBSの金利が低下すると社債などの金利も低下する可能性があり、鈍化しつつある設備投資にも追い風となるかもしれない。
- Fedメンバーの多数が利上げを想定する2015年の経済見通しでは、失業率は6.0-6.8%に低下することが期待されている。今後も月10万人程度の非農業雇用者数の増加が続くようであれば、失業率はそこまでの低下は期待し難く、追加的な金融緩和の可能性も残されるだろう。

追加緩和を発表

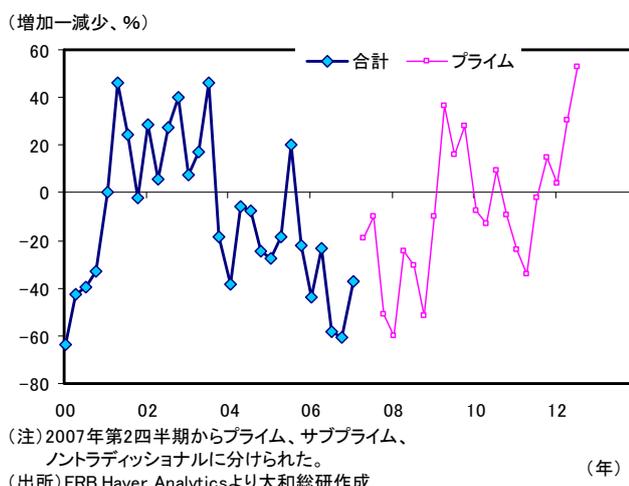
Fedは9月12日、13日に今年6回目となる定例のFOMC（連邦公開市場委員会）を開催し、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00～0.25%の範囲に据え置いた。引き続き異例なほど低い金利水準を少なくとも2015年半ばまで（at least through mid-2015）延長すると発表した¹。さらに、MBS（住宅ローン担保証券）を新たに毎月400億ドルのペースで買い入れることを決めた。また、MBSの買い入れと同時に、引き続きオペレーション・ツイスト²、償還を迎えた政府機関債やMBSをMBSに再投資、を行うことを発表した。

事前から追加的な金融緩和への期待が高かったが、株式市場を見る限りマーケットの期待には応えたようだ。株高がいつまで続くかは不透明だが、ポジティブな点としてとりあえずは株高による資産効果が期待できるだろう。一方、長期金利は上昇し、債券市場では、買い入れ対象が米国債ではなかったことを失望した可能性がある。

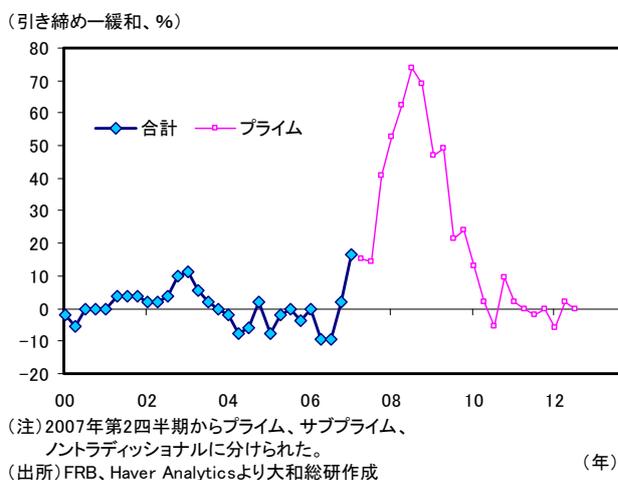
米国債ではなく、MBSの買い入れを行うことにより、①住宅市場の下支え、②信用緩和、が期待できる。足下で住宅市場は改善の兆しがみられる状況だが、依然として水準は低い。そのため、第1にMBSの利回り低下を通じて住宅ローン貸出金利を一層引き下げ、住宅の新規購入や借り換えを促す効果が挙げられる。住宅価格も上昇に転じつつあり、更なる価格上昇によって、家計のバランスシート調整を後押しすることも期待される。

第2に、住宅市場のボトルネックになっていると考えられる住宅ローンの貸出増加にも効果が期待できる。FRBの融資担当者へのアンケート調査によると、住宅ローン需要は今年に入ってから増加傾向にある（図表1）。一方で、銀行の貸出態度はサブプライムローン問題以降に厳格化しており、足下でも更なる厳格化の動きは止まったものの緩和へは向いていない（図表2）。企業向け貸出の増加に対し、住宅ローンの貸出残高やMBSを含む住宅ローン関連債券の発行残高は減少傾向にある。つまり、住宅ローン金利や住宅価格が低く、買い手にとっては好条件の状況でも、住宅ローンの審査が通らないことがボトルネックとなって住宅市場の改善の頭を抑

図表1 住宅ローン需要は改善の動き



図表2 大手銀行の住宅ローン貸出態度



¹ 前回の声明文では、少なくとも2014年終わり（at least through late 2014）であった。

² 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。

えていると考えられる。今回の MBS の買い入れによって銀行の貸出態度が緩和方向に向かうという、信用緩和の効果が期待されよう。

さらに、MBS の金利低下が社債などの金利低下にも波及する可能性がある。声明文にもあるように、足下で設備投資の成長は鈍化しつつあるため、金利低下によって設備投資需要を喚起する狙いが考えられる。政治や財政などの不確実性を低下させることは困難だが、金融面における投資環境を整えることになる。

2012 年の経済見通しを下方修正

Fed メンバーによる経済見通しが発表され、前回（6 月）の見通し発表に比べて 2012 年の実質 GDP 成長率を 1.7~2.0% のレンジへ、前回の 1.9~2.4% から下方修正した（図表 3）。この下方修正は、徐々に迫ってくる「財政の崖」問題の進展がないことや、足下の景気が鈍化傾向にあることから理解できる内容である。一方で、2013 年、2014 年は前回の見通しからそれぞれ上方修正されたことは意外だった。今回の金融緩和策による景気浮揚効果を織り込んでのことかもしれない。しかし、図表 4 にみられるように、2014 年を中心にばらつきがあった前回の利上げ見通しは、メンバーの半数以上が 2015 年を示し、大幅に後退している。これらから、景気が回復しても暫くは金融緩和スタンスを続けるという声明文の文言が理解できる。一方で今の金融緩和スタンスは無制限ではなく、2015 年半ばまでの時間軸効果の延長にも例外があり、それまでに景気回復がより鮮明になれば今のスタンスをやめるというメッセージなのかもしれない。

図表3 Fedメンバーの経済見通し

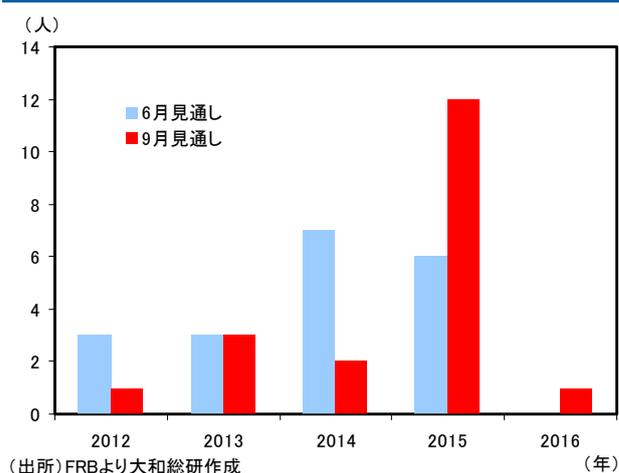
(%)		2012	2013	2014	2015	長期
実質GDP	今回	1.7-2.0	2.5-3.0	3.0-3.8	3.0-3.8	2.3-2.5
	6月	1.9-2.4	2.2-2.8	3.0-3.5	-	2.3-2.5
	4月	2.4-2.9	2.7-3.1	3.1-3.6	-	2.3-2.6
失業率	今回	8.0-8.2	7.6-7.9	6.7-7.3	6.0-6.8	5.2-6.0
	6月	8.0-8.2	7.5-8.0	7.0-7.7	-	5.2-6.0
	4月	7.8-8.0	7.3-7.7	6.7-7.4	-	5.2-6.0
PCE価格指数	今回	1.7-1.8	1.6-2.0	1.6-2.0	1.8-2.0	2.0
	6月	1.2-1.7	1.5-2.0	1.5-2.0	-	2.0
	4月	1.9-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-	2.0
コアPCE価格指数	今回	1.7-1.9	1.7-2.0	1.8-2.0	1.9-2.0	-
	6月	1.7-2.0	1.6-2.0	1.6-2.0	-	-
	4月	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	-	-

(注1) 上位3名、下位3名を除いた数値。

(注2) 失業率は10-12月期平均、その他は10-12月期の前年同期比。

(出所) FRBより大和総研作成

図表4 Fedメンバーの利上げ見通し



8月の雇用統計が追加緩和を後押し？

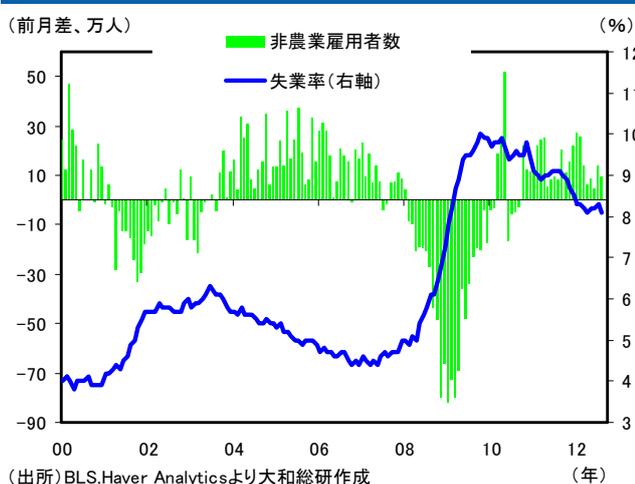
今回の MBS 買い入れは、「労働市場の見通しが改善するまで」実施され、時期や総額に定めはない。景気次第で買い入れ総額も変わることになり、景気後退等の懸念が高まる場合には、

買い入れ額を増やすことも可能である。このため、将来の追加緩和期待を残すことができている。逆に、MBS 買い入れを停止するような労働市場の改善とはなにを指すのであろうか。バーナンキ議長は、特定の数値はないことを述べているが、前回の FOMC から今回までの間に公表された 8 月の雇用統計を振り返りたい³。

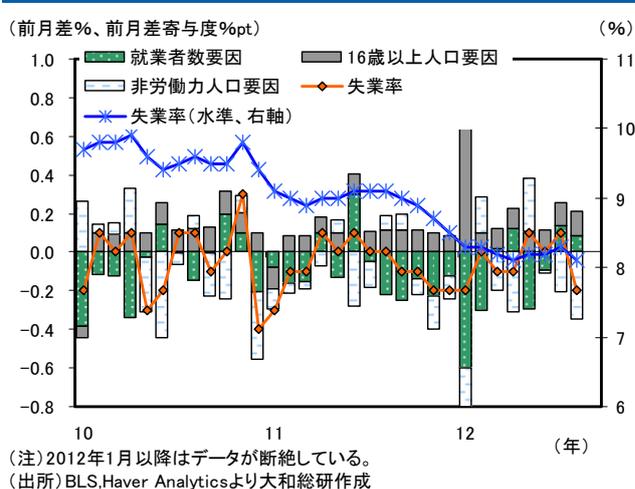
8 月の非農業雇用者数は前月差 9.6 万人増となり、前月を下回り、市場予想にも届かなかった（図表 5）。前月は自動車工場の一時的な閉鎖が少なかったことから製造業の輸送用機器が高い伸びを示していたため、今月はその反動が出たと考えられる。ただし、サービス業の増加ペースが鈍化していることなど製造業の反動減を考慮しても弱い内容であった。雇用の増加ペースが鈍化し始めた 4 月からの平均は 8.7 万人増であり、輸送用機器の特殊要因のあった 8 月の結果を含めても、現在の雇用改善ペースはこの程度だと判断できる。つまり、足下の雇用環境の改善ペースは失業率を低下させるほど良くもなければ、上昇させるほど悪くもない状況といえるだろう。景気の鈍化傾向をうかがわせる内容であったが、景気後退を示唆するような結果ではなかった。

失業率は 8.1%と前月から 0.2%pt 低下したが、主因は非労働力人口の増加であり、労働市場からの退出によって失業率が引き下げられた（図表 6）。失業率の水準を維持するためには非農業雇用者数が月 10 万人程度増加する必要があるとみられ、足下の雇用者数の変動とおおむね一致する。そのため、今後の持続的な失業率低下を示唆するような内容ではなかった。

図表 5 失業率と非農業雇用者数



図表 6 失業率の要因分解



今後の見通し

今回の追加緩和策の発表と雇用統計の結果をあわせると、FRB は足下の雇用改善ペースに満足しているわけではなく、さらに速いペースでの雇用者数の増加、失業率の低下を求めているこ

³ 詳しくは、大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平著「米国の雇用改善の実力はどの程度か」（2012年9月10日）を参照。 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12091001usa.html>

とがわかる。Fed メンバーの多数が利上げを想定する 2015 年の経済見通しでは、失業率は 6.0-6.8%に低下することが期待されている。今後も月 10 万人程度の非農業雇用者数の増加が続くようであれば、失業率はそこまでの低下は期待し難く、追加的な金融緩和の可能性も残されるだろう。ただし、CBO（議会予算局）推計による自然失業率は 5.3%程度だが、ここまでの低下を求めているわけではないようだ。失業率だけで判断することにはリスクを伴うが、一つの目安として、6.0-6.8%前後の失業率が視野に入るまでは、MBS の買い入れは継続することが考えられよう。

労働市場以外では、MBS を買い入れることで、Fed が住宅ローン関連の信用リスクをも背負うことになる。Fed のバランスシート拡大とあわせ、現在の金融政策に批判的な、ロムニー大統領候補とライアン副大統領候補を含む共和党サイドからの批判は免れ得ないだろう。選挙結果次第では、将来の議長交代や金融政策の変更も想定しておく必要があるだろう。

また、米国の緩和的な金融政策によって、原油や穀物といった世界的なコモディティ価格の上昇を通じた、インフレ懸念が強まることが想定される。長期的なインフレの低位安定は、今回の緩和策の前提となっているが、すでに原油価格等は上昇しつつある。また、コモディティ価格の上昇は、米国外にも影響する。海外からの批判が高まることも、更なる追加緩和の阻害要因になることもあろう。