

2012年12月13日 全5頁

FOMC: 年末のサプライズ

時間軸政策に数値目標を導入

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 笠原 滝平
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

[要約]

- Fed は 12 月 11 日、12 日に今年最後となる定例の 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。一方、これまでは時間軸政策の目標を期間で示していたが、失業率とインフレ率の経済指標で示した。
- さらに、年末に期限切れを迎えるオペレーション・ツイストの代替策として、同額の長期国債を買い入れることを決定した。目先のインフレ懸念は小さいものの、長期国債を買い入れることで FRB のバランスシートが拡大し、財政ファイナンスという認識がなされることへの警戒は必要だろう。
- 失業率は必ずしも労働市場の改善によってのみ低下するわけではない。バーナンキ議長は労働市場の実質的な改善が見られるかどうか資産買い入れの期間などに関係するとコメントしている。そのため、失業率の数値とあわせて、失業率変動の要因や非農業雇用者数の増減なども注目されると考えられる。FRB の次の一手を考えるにあたり、労働市場の構造に関する分析や評価、Fed メンバーの発言などが今まで以上に重要となるだろう。

経済指標の数値目標を導入

Fed は 12 月 11 日、12 日に今年最後となる定例の 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。一方で、これまで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）維持するとしていた時間軸政策を、インフレ率と失業率の経済指標による目標へと変更した。具体的には、1~2 年先のインフレ率が 2.5% を上回ることがなく、長期の期待インフレ率が安定する範囲で、失業率が 6.5% を下回るまで、異例なほど低い金利水準を継続する。市場関係者を対象にした調査によると、数値目標の導入は想定されておらず、このタイミングでの導入はサプライズであった。2013 年以降は、数値目標に賛同する者が投票権を得るため想定できたが、今回の FOMC では議論に留まるものとみられていた。

さらに、9 月に決定された月 400 億ドルの MBS（住宅ローン担保証券）の購入を維持しつつ、年末に期限切れを迎えるオペレーション・ツイスト¹の代替策が発表された。オペレーション・ツイストは毎月 450 億ドル程度の規模であり、代替策でも同額の 450 億ドルの長期国債を 2013 年 1 月から毎月買い入れることとなった。最近の Fed メンバーによる発言から、資産の買い入れ額を増額することはコンセンサスとみられており、その資産内容と金額に焦点が集まっていた。

今回の声明文では、景気の現状認識が変わらなかった。しかし、雇用環境の認識が上方修正され（growth in employment has been slow→employment have continued to expand at moderate pace）、インフレ率が下方修正（recently picked up somewhat→has been running somewhat below the Committee's longer run objective）された。今回の現状認識は、インフレ率が下方修正されたことにより、追加的な金融緩和を支持するものであった。

雇用の重要性がさらに高まる

数値目標に関して、2013 年に投票権を得るシカゴ連銀のエバンス総裁は、インフレ率が 2.5% を上回ることがなく、失業率が 6.5% になるまで低金利を続ける案を出していた。また、同じく 2013 年に投票権を得るボストン連銀のローゼングレン総裁はインフレ率が落ち着いている限り、失業率 7.25% まで資産買い入れを行い、6.5% まで低金利を続ける案を出していた。他にも、イエレン副議長が賛成の立場を表明、バーナンキ議長もどちらかといえば賛成の立場とみられた。結果的に、時間軸政策の数値目標についてはエバンス総裁の案がそのまま通った格好だ。一方で、MBS や長期国債などの資産買い入れの期限に関しては具体的な数値目標が発表されなかった。後日公表される議事録の内容にもよるが、とりあえずはローゼングレン総裁の提案による失業率 7.25% が目安となるだろう。

ただし、時間軸政策に失業率を数値目標として掲げることにはデメリットもある。直近 11 月分の雇用統計では、失業率が 2008 年末以来の低水準（7.7%）まで低下した。しかし、失業率

¹ 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。

低下は、労働参加率の低下に起因しており、必ずしもポジティブに捉えられる内容でなかった²。失業率は労働市場の改善に加え、就職を諦めた者が増えるなど、むしろ労働市場の悪化を示唆する動きでも低下する。つまり、失業率だけでは労働市場の変動を正確に表すことが難しく、金融政策の変更に関して混乱を招く可能性がある。そのため、低金利政策の解除よりは先に訪れるだろう資産買い入れの停止についての数値目標を公表しなかったことが考えられる。また、FRBの次の一手を考えるにあたり、労働市場の構造に関する分析や評価、Fedメンバーの発言などが今まで以上に重要となるだろう。

図表1 地区連銀総裁のFOMCにおける投票権

		(年)		
		2012	2013	2014
ニューヨーク連銀	ダドリー総裁	○	○	○
クリーブランド連銀	ピアナルト総裁	○		○
リッチモンド連銀	ラッカー総裁	○		
アトランタ連銀	ロックハート総裁	○		
サンフランシスコ連銀	ウィリアムズ総裁	○		
シカゴ連銀	エバンス総裁		○	
セントルイス連銀	ブラード総裁		○	
カンザスシティ連銀	ジョージ総裁		○	
ボストン連銀	ローゼングレン総裁		○	
ミネアポリス連銀	コチャラコタ総裁			○
ダラス連銀	フィッシャー総裁			○
フィラデルフィア連銀	プロッサー総裁			○

(出所)FRBより大和総研作成

目先のインフレ懸念は軽微だが

時間軸政策の数値目標では、インフレ率の抑制が条件とされているが、オペレーション・リストの代替策にはインフレのリスクが考えられる。実績のインフレ率は限定的であり、米国の個人消費は底堅いものの、インフレを惹起するほどではない。期待インフレ率をみても、ロイター/ミシガン大の消費者信頼感調査に含まれる家計の期待インフレ率は、1年先も5年から10年先も比較的落ち着いた推移である(図表2)。債券市場参加者の期待インフレ率は、5年後の5年先BEI(Break Even Inflation Rate)でみると、QE3開始前後にやや上昇し、その後は横ばい推移となっている(図表3)。やや高めの水準で、債券市場参加者はややインフレへの懸念を持っている可能性はあるが、さらに上昇する傾向にはない。短期的には米国内に端を発するインフレの懸念は軽微だろう。

海外経済の動向も国際商品市況を大幅に押し上げるリスクは当面は限られるとみられるが、地政学的要因でも上昇することもあり、常にリスク要因であり続けるだろう。

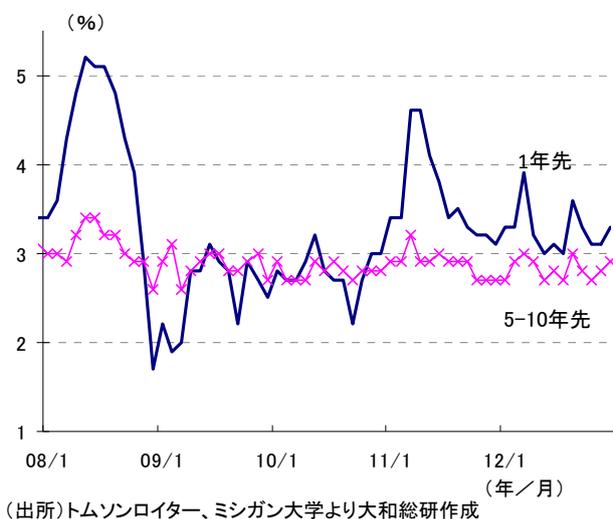
² 詳細は大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平著「米国の失業率は2008年末以来の低水準に」(2012/12/10)

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12121001usa.html>

ただし、長期国債を買い入れることで FRB のバランスシートが拡大し、財政ファイナンスという認識がなされることへの警戒は必要だろう。財政再建策なしで FRB が国債購入を増やすことは、財政ファイナンスとみなされる可能性があり、それはインフレ懸念の台頭につながる恐れがある。米国の財政赤字はすでに 4 年連続で 1 兆ドルを超えており、期待インフレの上昇を通じた金利上昇を招けば、QE3 の拡充は逆効果にもなりかねず、QE3 反対または QE3 拡充反対派の主張の一部と重なるだろう。

一方で、急激な財政再建は景気後退につながる。いわゆる「財政の崖」の回避は短期的には財政緊縮を行わないことだが、景気後退による歳入減というリスクを踏まえれば、回避されるべき、または緩やかな坂に留められるべきだろう。中長期的な財政再建の道筋と短期的で急激な財政緊縮策の回避は、当面の景気回復のみならず、金融緩和のためにも必要だと言えよう。

図表2 家計の期待インフレ率



図表3 債券市場参加者の期待インフレ率



経済見通しは総じて下方修正

Fed メンバーによる経済見通しが発表され、前回 (9 月) の見通し発表に比べて 2012 年の実質 GDP 成長率が 1.7~1.8%のレンジへ、前回の 1.7~2.0%から下方修正された (図表 4)。この下方修正は、足下の景気が鈍化傾向にあることなどによるとみられる。さらに、2013 年、2014 年、2015 年も前回の見通しから下方修正された。また、失業率やインフレ率の見通しも全体的に低く修正された。こうした景気見通しの下方修正を受け、回を追うごとに Fed メンバーの利上げ見通しが先延ばしされている (図表 5)。前述の数値目標に照らしてみると、インフレ率は 2015 年まで 2.5%を上回らないと想定しており、失業率は 2015 年頃に目標の 6.5%に達する見込みになっている。つまり、現状としてはこれまでの時間軸政策に近い期間、異例なほど低い金利水準を維持する見込みとなる。

図表4 Fedメンバーの経済見通し

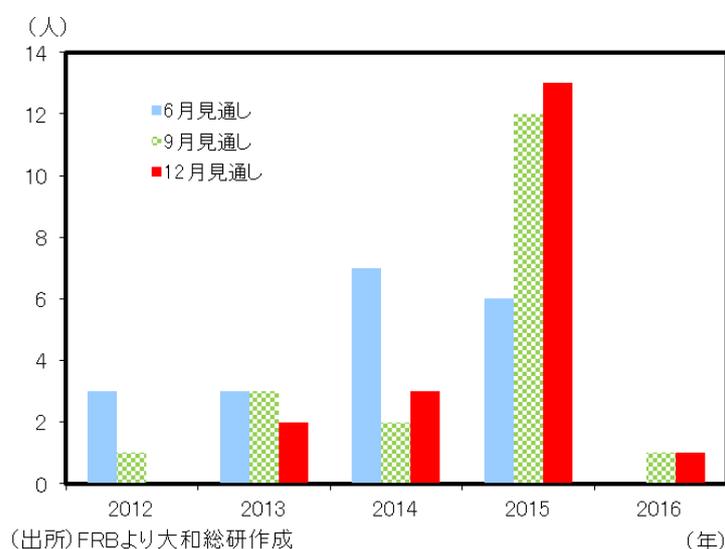
(%)		2012	2013	2014	2015	長期
実質GDP	今回	1.7-1.8	2.3-3.0	3.0-3.5	3.0-3.7	2.3-2.5
	9月	1.7-2.0	2.5-3.0	3.0-3.8	3.0-3.8	2.3-2.5
失業率	今回	7.8-7.9	7.4-7.7	6.8-7.3	6.0-6.6	5.2-6.0
	9月	8.0-8.2	7.6-7.9	6.7-7.3	6.0-6.8	5.2-6.0
PCE価格指数	今回	1.6-1.7	1.3-2.0	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
	9月	1.7-1.8	1.6-2.0	1.6-2.0	1.8-2.0	2.0
コアPCE価格指数	今回	1.6-1.7	1.6-1.9	1.6-2.0	1.8-2.0	
	9月	1.7-1.9	1.7-2.0	1.8-2.0	1.9-2.0	-

(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5 Fedメンバーの利上げ見通し



今後の見通し

足下のインフレが落ち着いているため、当面は緩和的な金融政策が維持される見込み。ただし、財政再建策なしでFRBのバランスシートを拡大するとインフレリスクが生じる可能性がある。また、記者会見にてバーナンキ議長が資産買い取りについては流動的に対応すると発言している。失業率が6.5%を上回っている限り、異例なほど低い金利水準を維持するという数値目標を掲げているが、資産買い取りについては具体的な目標が公表されていない。とりあえずはローゼングレン総裁が提案する失業率7.25%が打ち切りの目安となるだろう。ただし、失業率は必ずしも労働市場の改善によってのみ低下するわけではない。バーナンキ議長は労働市場の実質的な改善が見られるかどうか資産買い入れの期間などに関係するとコメントしている。そのため、失業率の数値とあわせて、失業率変動の要因や非農業雇用者数の増減なども注目されると考えられる。FRBの次の一手を考えるにあたり、労働市場の構造に関する分析や評価、Fedメンバーの発言などが今まで以上に重要となるだろう。