

Fed Watching

米国 長期間に亘り低金利を維持する政策が必要との判断を継続

(2010年4月27、28日 FOMC)

発表日：2010年4月28日 (水)

～現状判断を上方修正も慎重な見方は変わらず～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治
03-5221-5001

FFレート誘導目標を据え置き、“時間軸政策”は継続

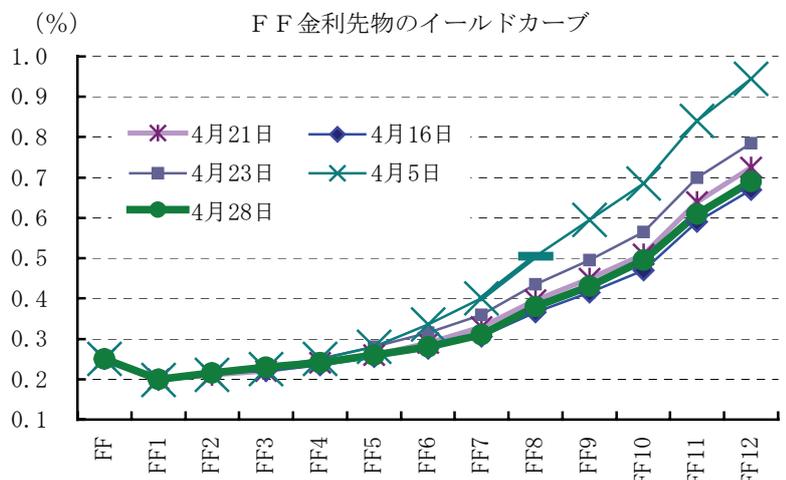
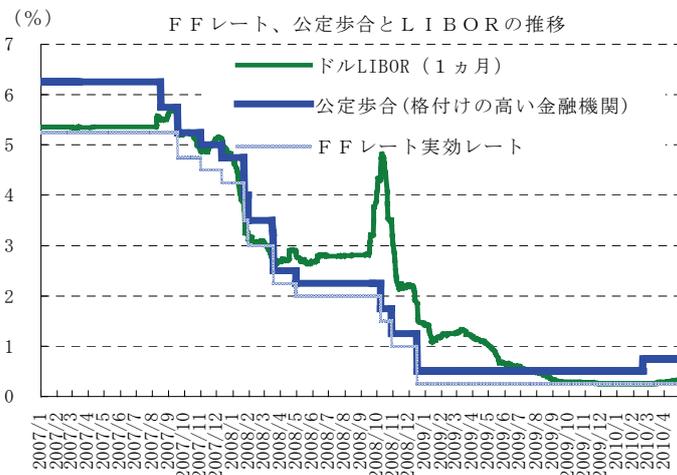
F R Bは、4月27、28日にF O M Cを開催し、F Fレート誘導目標のレンジを0.00%～0.25%に据え置いた。時間軸政策については、3回連続でホーニング・カンザスシティ連銀総裁が反対したものの、「経済状況は長期間の異例な低水準のF F金利を正当化する」との文言は変更されず、F O M Cは低金利が正当化される経済状況が長期間続くとの見方を維持した。

前回会合から、雇用の増加など経済活動の強まりが持続しているが、依然家計を取り巻く環境は厳しいとの現状判断を示したうえ、先行きについても慎重な景気・インフレ見通しを維持した。なお、ターム物資産担保証証券融資ファシリティーに基づく新規発行の商業用不動産ローン担保証証券を裏付けとするローンは、2010年6月30日に予定通り終了することが示された。ただし、これは金融市場の改善によって必要性が薄れたためであり、金融引き締めは意図されていない。

市場は声明文を好感

今回のF O M Cの決定・声明文発表後の市場の動向をみると、今回の決定にサプライズはなかったが、削除を予想する向きもいた「経済状況は長期間の異例な低水準のF F金利を正当化する」との文言が維持されたことから、為替市場では、ドルは対ユーロで弱含んだ。対円では一旦売られた後、直ぐに水準を戻したが、再び弱含んだ。株価は小幅上昇した。10年国債利回りは、ここ数日間大幅に低下していたこともあり上昇した。

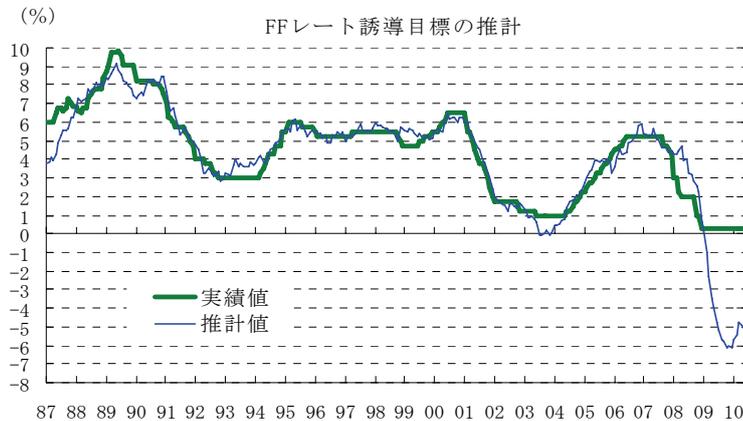
F F金利先物市場は、「経済状況は長期間の異例な低水準のF F金利を正当化する」との文言が残されたこと、慎重な景気・インフレ見通しを維持したことを受け、利上げの織り込み度合いをさらに低下した。3月の雇用統計が発表された4月5日をピークに徐々に織り込み度合いは低下している。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

決定への反対は早期の 政策変更を示唆せず

反対票に関しては、景気回復が続く中、ホーニング総裁のように低金利の長期化による弊害を懸念する意見を数人の地区連銀総裁が持っている。しかし、そのような意見は最近の講演等の発言から判断すると、引き続き少数にとどまっており、大多数のFOMCメンバーは拡大した需給ギャップの残存を背景に、失業率の高止まりやインフレの落ち着きを予想、低金利政策が必要と考えている。実際、ファンダメンタルズからFFレート誘導目標の現在の適正な水準を推計すると、▲5.4%と大幅なマイナスとなっており、事実上のゼロ金利政策が長期間必要なことを示唆している。



(出所) 米労働省、FRBデータより当社推計。

景気の現状判断は上方 修正も、依然慎重。先 行きの景気、インフレ に対する見方も、変わ らず慎重さを維持

足下の景気判断は、経済活動は引き続き強くなったと上方修正されているが、依然慎重な見方を維持している。上方修正の要因としては、労働市場の改善、家計支出の高まり、住宅着工の僅かな増加が挙げられている。一方、これらの要因を慎重にみている背景として、「家計支出は、高い失業率、緩やかな所得の伸び、住宅資産の減少、厳しい信用条件に抑制されたままであること。また、企業の機械・ソフトウェア投資は大幅に増加したが、構築物投資は縮小を続け、雇用の拡大には消極的なままであること。住宅着工は、低水準にとどまっていること」を指摘している。

先行きに関して「経済の回復ペースは、しばらくの間、緩やかなものになりそう」と前回から変わらず、緩やかな回復が続くと予想している。さらに、インフレ見通しは「インフレはしばらくの間、抑制された状態が続く」と前回から変わらず、引き続き物価の安定を想定している。

このようにFRBは、前回会合時から経済情勢が良い方向に向かっていると認識を示す一方で、経済のたるみが大きい中、予想される緩やかな景気回復とインフレの安定を背景に、長期間の異例な低水準のFF金利が正当化されると判断した。

米国経済は 2010 年前半 堅調に推移

米国経済は、2010年前半に、住宅購入支援策による住宅投資の回復、減税・移転所得、株高等による個人消費の拡大、各国での景気対策を受けた世界経済の拡大による輸出の増加、これらの動きを受けた在庫の積み増しによって、潜在成長率である前期比年率+2.5%を上回る成長が予想される。

家計部門では、失業保険給付期間の延長など政府支援や雇用の増加によって、所得の緩やかな拡大が予想される。消費者マインドも景気の先行き拡大期待が支える形で、低水準ながら安定が見込まれる。また、自動車メーカーによるキャッシュバックなど多様なインセンティブの拡大が実施され、自動車販売は1,050万台前後で推移すると予想され

る。このため、個人消費は緩やかに拡大を続けよう。住宅では、住宅ローン向け融資基準の厳格化が和らいでいることや、FRBの非伝統的な金融政策によるモーゲージ金利の低位安定、販売価格の大幅な下落、政府による住宅購入支援策、GSEの住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げ(9,000億ドル)に伴う住宅ローンの拡大などを背景に、住宅販売は緩やかに増加しよう。このため新築の在庫率は低下傾向を辿り、住宅投資は拡大すると見込まれる。

企業部門では、在庫が低水準にとどまっている中で、需要の拡大によって、在庫復元の動きが続くとみられ、在庫投資は数四半期GDP成長率の押し上げ要因となろう。設備投資は、潤沢なキャッシュ、信用逼迫の緩和、先行き不透明感の後退により、緩やかに拡大すると見込まれる。

2010年後半に緩やかな成長に

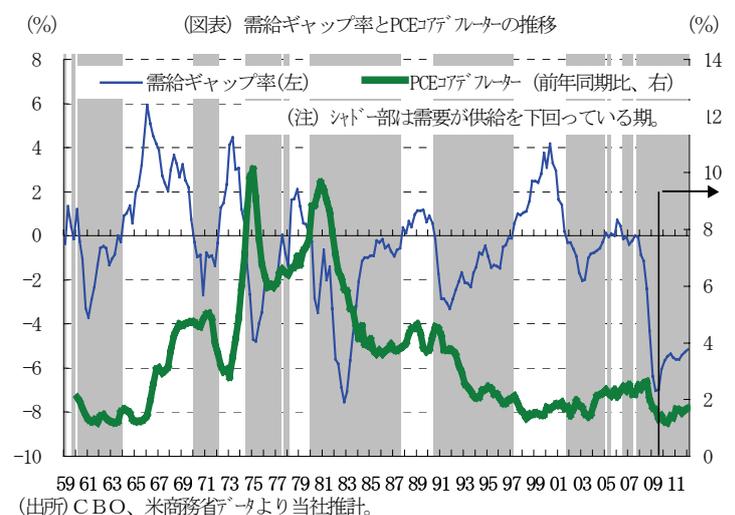
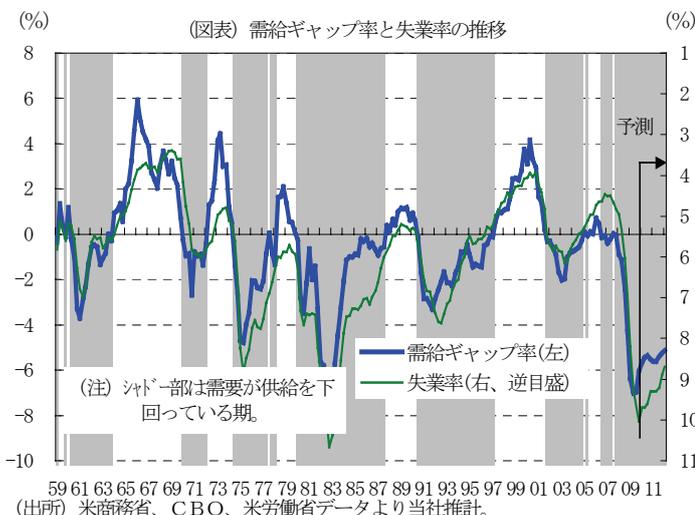
2010年後半以降は、大幅に拡大した需給ギャップの残存、引き締め気味の金融環境などによって個人消費、住宅販売、投資は緩やかな拡大にとどまろう。そのような中、景気対策の息切れや在庫復元の動き一巡から、景気は減速する公算が大きい。

2008年、2009年の急激な成長率の落ち込みによって、需給ギャップは2011年にかけて大幅に拡大した状態が持続することから、失業率の高止まり、高いオフィス空室率、低い設備稼働率が持続し、雇用、増産設備、商業不動産投資の伸びは抑制されよう。さらに、需要の急速な回復には融資基準の緩和が必要であるものの、不良資産の処理に時間がかかると見込まれることから、金融機関の融資姿勢が2010年内に緩和的になる可能性は小さい。引き締め気味の金融環境によって、個人消費、住宅販売、投資の拡大ペースは抑制されると見込まれる。

FRBは事実上のゼロ金利政策を2011年半ばまで維持

今後の金融政策に関しては、大幅な需給ギャップの残存によって、FFレートの適正水準は2011年前半においても大幅なマイナス水準にとどまると予想されることに加えて、コアインフレも需給ギャップの大幅な残存により低位安定が見込まれることから、FRBは2011年前半にかけて事実上のゼロ金利政策を継続すると予想される。

また、時間軸政策を示す文言については、FOMC内で特定の期間を示さないことや、低水準の資源活用、抑制されたインフレトレンド、安定したインフレ期待を含む経済状況の見通しが変わればいつでも政策を変更するとの認識が示されていることから、年内この文言は挿入されたままとなる可能性がある。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

●2010年4月27、28日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所）

3月の会合以降に入手した情報から、経済活動は引き続き強くなり、労働市場は改善を始めたことが示されている。家計支出は最近高まっているが、高い失業率、緩やかな所得の伸び、住宅資産の減少、厳しい信用条件に抑制されたままである。企業の機械・ソフトウェア投資は大幅に増加したが、構築物投資は縮小を続けており、雇用の拡大には消極的なままである。住宅着工は僅かに増加したが低水準にとどまっている。銀行融資が縮小を続けている一方、金融市場の状況は引き続き経済成長を支援している。

経済の回復ペースはしばらくの間、緩やかなものになりそうだが、物価の安定の中でより高いレベルでの資源活用へ徐々に回復すると委員会は予想する。

著しい資源のたるみが引き続き価格圧力を抑え、長期的なインフレ期待は安定しており、委員会はインフレが当面、抑制された状態が続くとみている。

委員会はFFレート誘導目標のレンジを0%~0.25%に維持、低水準の資源活用、抑制されたインフレトレンド、安定したインフレ期待を含む経済状況が長期間の異例な低水準のFF金利を正当化するだろうと引き続き予想している。委員会は、経済見通しと金融市場の状況の監視を続け、景気回復と物価安定を促進するために必要に応じて政策手段を導入する意思がある。

金融市場の機能改善を考慮して、FRBは危機の間に市場を支援するため導入した特別の流動性供給プログラムを終了している。唯一残っているターム物資産担保証券融資ファシリティーに基づく新規発行の商業用不動産ローン担保証券を裏付けとするローンの期限は、2010年6月30日に迎える。その他の担保を裏付けとするローンは2010年3月31日に終了した。

このFOMCの金融政策に対し、バーナンキFRB議長、ダドリーNY連銀総裁、ブラード総裁、デューク理事、コーンFRB副議長、ピアナルト総裁、ローゼングレン総裁、タルーロ理事、ウォーシュ理事が賛成した。一方、ホーニグ総裁は長期間異例な低水準のFF金利を続けることを予想させる表現を続けることは、将来の不均衡を蓄積し長期のマクロ経済と金融の安定に対するリスクを高める可能性があると同時に、緩やかな利上げを開始する委員会の柔軟性を制限することから、もはや正当化されないとして、今回の決定に反対した。

●2010年3月16日のFOMC声明文

1月の前回会合以降に入手した情報から、経済活動は引き続き強くなり、労働市場が安定しつつあることが示されている。家計支出は緩やかに拡大しているが、高い失業率、緩やかな所得の伸び、住宅資産の減少、厳しい信用条件に抑制されたままである。企業の機械・ソフトウェア投資は大幅に増加したが、構築物投資は縮小を続けており、住宅着工は低水準で横ばい、雇用の拡大には消極的なままである。銀行融資が縮小を続けている一方、金融市場の状況は引き続き経済成長を支援している。

経済の回復ペースはしばらくの間、緩やかなものになりそうだが、物価の安定の中でより高いレベルでの資源活用へ徐々に回復すると委員会は予想する。

著しい資源のたるみが引き続き価格圧力を抑え、長期的なインフレ期待は安定しており、委員会はインフレが当面、抑制された状態が続くとみている。

委員会はFFレート誘導目標のレンジを0%~0.25%に維持、低水準の資源活用、抑制されたインフレトレンド、安定したインフレ期待を含む経済状況が長期間の異例な低水準のFF金利を正当化するだろうと引き続き予想している。住宅ローン貸し出しと住宅市場を支援し、さらには民間信用市場全体の状況を改善させるため、FRBは政府機関発行の住宅ローン担保証券を1兆2500億ドル、GSE債を約1750億ドル購入している。これらの購入は終了が近づいており、残りの購入は今月末までに完了する。委員会は、経済見通しと金融市場の状況の監視を続け、景気回復と物価安定を促進するために必要に応じて政策手段を導入する意思がある。

金融市場の機能改善を考慮して、FRBは危機の間に市場を支援するため導入した特別の流動性供給プログラムを終了している。唯一残っているタム物資産担保証券融資ファシリティーに基づく新規発行の商業用不動産ローン担保証券を裏付けとするローンの期限は、2010年6月30日、その他の担保を裏付けとするローンは2010年3月31日と予定している。

このFOMCの金融政策に対し、バーナンキFRB議長、ダドリーNY連銀総裁、ブラード総裁、デューク理事、コーンFRB副議長、ピアナルト総裁、ローゼングレン総裁、タルーロ理事、ウォーシュ理事が賛成した。一方、ホーニグ総裁は長期間異例な低水準のFF金利を続けることを予想させる表現を続けることは、金融の不均衡を蓄積し長期のマクロ経済と金融の安定に対するリスクを高める可能性があるため、もはや正当化されないとして、今回の決定に反対した。

●2010年1月26、27日のFOMC声明文

12月以降に入手した情報から、経済活動は引き続き強くなり、労働市場の悪化ペースが鈍化していることが示されている。家計支出は緩やかに拡大しているが、弱い労働市場、緩やかな所得の伸び、住宅資産の減少、厳しい信用状況のままである。企業の機器やソフトウェア投資は持ち直しつつあるが、構築物投資は縮小を続けており、雇用の拡大には消極的なままである。企業の売上高に合わせた在庫調整は進展した。銀行融資が縮小を続けている一方、金融市場の状況は引き続き経済成長を支援している。

経済の回復ペースはしばらくの間、緩やかなものになりそうだが、物価の安定の中でより高いレベルでの資源活用へ徐々に回復すると委員会は予想する。

著しい資源のたるみが引き続き価格圧力を抑え、長期的なインフレ期待は安定しており、委員会はインフレが当面、抑制された状態が続くとみている。

委員会はFFレート誘導目標のレンジを0%~0.25%に維持、低水準の資源活用、抑制されたインフレトレンド、安定したインフレ期待を含む経済状況が長期間の異例な低水準のFF金利を正当化するだろうと引き続き予想している。住宅ローン貸し出しと住宅市場を支援し、さらには民間信用市場全体の状況を改善させるため、FRBは政府機関発行の住宅ローン担保証券を1兆2500億ドル、GSE債を約1750億ドル購入する過程にある。委員会は市場の変化を円滑にするため、政府機関発行の住宅ローン担保証券とGSE債の購入ペースを徐々に緩め、第1四半期末までに完了することを想定している。

委員会は、経済見通しと金融市場の状況の展開を考慮して、こうした証券の購入について評価を続ける。

金融市場の機能改善が続いていることを考慮して、FRBは先に発表した通り、2月1日でABCP（資産担保コマーシャルペーパー）・MMF（マネーマーケット・ファンド）流動性ファシリティや、CP購入の緊急プログラム、プライマリーディーラー信用ファシリティ、タム物資産担保証券融資ファシリティを終了する。また、FRBは他の中央銀行と協力しながら、一時的な通貨スワップ合意を2月1日までに終了するだろう。さらに、タム・オークション・ファシリティを段階的に終了する過程にあり、2月8日に期間28日の500億ドル供給し、最後に3月8日に期間28日の250億ドル供給を実施する。タム資産担保証券ローンファシリティによる新規発行のCMB S（商業用不動産ローン担保証券）を裏付けとするローンの期限は、引き続き2010年6月30日、その他の担保を裏付けとするローンは2010年3月31日と設定される。FRBは金融の安定と経済成長を支援するために必要であれば、これらの計画を調整する準備がある。

このFOMCの金融政策に対し、バーナンキFRB議長、ダドリーNY連銀総裁、ブラード総裁、デューク理事、コーンFRB副議長、ピアナルト総裁、ローゼングレン総裁、タルーロ理事、ウォーシュ理事が賛成した。一方、ホーニグ総裁は経済と金融の状況が変化したため、FF金利誘導目標を異例の低水準に長期間設定することはもはや正当化されないとして、今回の決定に反対した。

以上