

Fed Watching

米国 QE 2 終了後もバランスシートの水準維持など金融緩和策を継続

(11年6月21、22日FOMC・バーナンキFRB議長の記者会見)

発表日：2011年6月22日（水）

～金融緩和策の強化には現時点では慎重姿勢～

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

○成長率見通しの下方修正も現時点では追加の資産購入には慎重な姿勢

金融政策は一旦様子見
に

F R Bは11年6月21、22日にF O M C（連邦公開市場委員会）を開催し、総額6,000億ドルの国債購入を6月で完了する一方で、G S E（政府支援企業）債・M B S（住宅ローン担保証券）の償還分を長期国債に再投資する「保有証券の償還分の再投資」の継続、事実上のゼロ金利政策と時間軸政策の維持を全会一致で決定した。

F R Bは金融緩和の強化を終了し、バランスシートの水準を保つなどの金融緩和策を維持しながら、景気、インフレ動向を見極める姿勢に転じた。

バーナンキF R B議長のF O M C後の記者会見では、景気減速は一時的な要因による影響が大きいことや昨年と違いデフレリスクが高まっていないことから、現時点でQ E 3を示す追加の資産購入は考えていないとした。また、欧州債務問題はギリシャがデフォルトしても米銀への直接的な影響は小さいとしながらも、欧州中核国の銀行に影響が及べば米銀への影響は大きくなるとし、リスク要因と認識しているようだ。

F O M C参加者の最新予測では、予想通り2011年の成長率見通しが下方修正され、物価見通しは上方修正された。

○金融緩和策の維持を決定

総額 6000 億ドルの長期
国債購入が予定通り 6
月末で完了した後、バ
ランスシートの水準を
維持することを決定

長期国債の6,000億ドルの購入を6月末で予定通り完了する一方で、信用緩和策として購入したG S E（政府支援企業）債、M B S（住宅ローン担保証券）の償還分を長期国債に再投資する「保有証券の償還分の再投資」の継続を決定し、バランスシートの水準を維持する。N Y連銀によると、公開市場操作口座のシステム・オープン・マーケット・アカウントに保有する国内証券の規模は約2兆6540億ドルに維持される。

さらに、フェデラル・ファンド・レート（F F）誘導目標のレンジは0.00%～0.25%に据え置くことも決定した。時間軸政策については、「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。

F O M Cは引き続き金
融面からの景気下支え
が必要と判断している
模様

声明文、記者会見ともに前回から景気認識が慎重になったうえ、F O M Cの成長率見通しも下方修正されたが、追加の資産購入には踏み込まなかった。これは、物価上昇率が長期的な目標水準に回帰している中で、景気減速が一過性の要因によってもたらされているとF O M Cが判断しているためである。ただし、再投資の継続によるバランスシートの水準維持や、時間軸政策の継続を決定したことは、不動産市場の低迷、失業率の高止まりなど景気の先行き不透明感が強いためと判断される。

一方、金融緩和政策を長期間維持するためにも、インフレ期待の高まりを回避する必要があり、資産購入プログラム全体の規模と構成を定期的に見直し、最大限の雇用と物価安定を最も促進できるよう必要に応じてプログラムを調整する準備ができていると、バランスシートのコントロールができることを改めて示した。

○FOMCの景気判断は現状、先行とともに下方修正、物価判断は上方修正

FOMCは今後数四半期での回復ペースの加速を予想

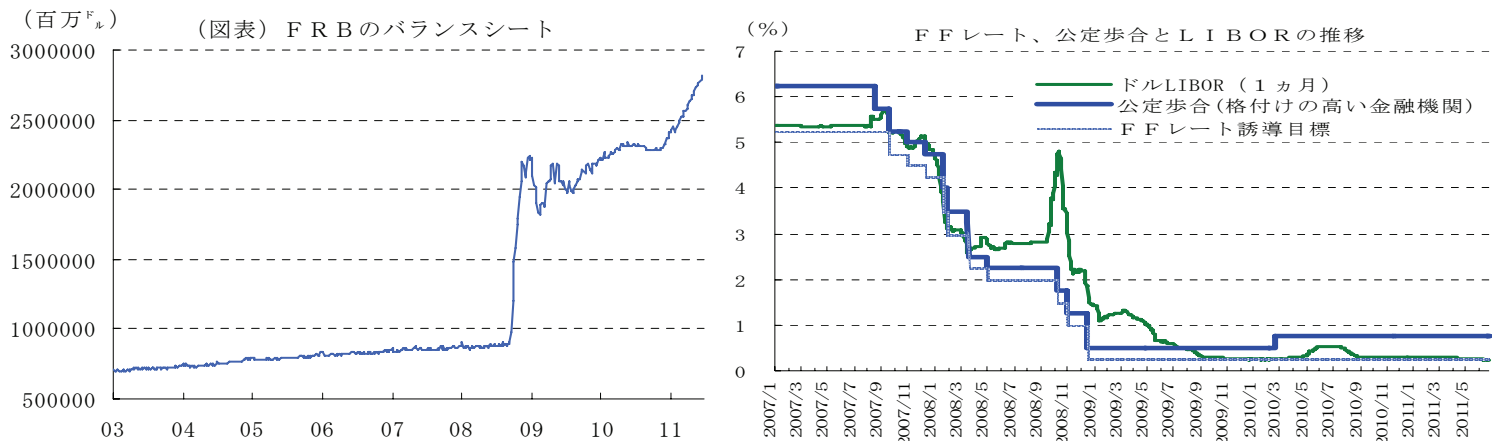
声明文とバーナンキFRB議長の記者会見によると、FOMCの景気の現状・先行き判断は下方修正された。一方、物価判断は現状・先行きともに上方修正された。ただし、景気の拡大傾向、物価の安定といった環境が大きく変化した訳ではない。

現状では、「景気回復はゆっくりとしたペースで続いているが、委員会が予想していたより幾分かペースが遅い。最近の労働市場の指標も予想より弱くなっている」と成長ペースや雇用に対する判断を下方修正した。ただし、エネルギー・食品価格の高騰、東日本大震災によるサプライチェーンの障害など一時的な要因や、非住居用建造物である構築物投資はまだ弱く、住宅部門は低水準にとどまっていることが影響していると指摘した。

先行きもFOMCの2011年成長率見通し（11年10～12月期前年同期比、中央値）が+2.7～+2.9%と前回の+3.1～+3.3%から下方修正されたが、「委員会は回復ペースが今後数四半期に持ち直し、失業率はFRBの二つの責務に一致していると委員会が考える水準に向けて再び低下すると予想している」と楽観的な見方を示した

一方、物価は「インフレは最近数カ月上向きとなっており、一部の商品や輸入品の価格上昇が主な要因であると同時に、最近のサプライチェーンの障害も反映されている」とインフレ圧力の高まりを指摘した。しかし、「長期のインフレ期待は安定したままである」とインフレ期待が抑えられているため、コアインフレへの波及は限定的なものにとどまるとの判断を示した。FOMCの2011年のPCEコアデフレーター見通し（11年10～12月期前年同期比、中央値）は+1.5～+1.8%と前回+1.3～+1.6%から上方修正されたが、「インフレは最近加速したが、過去のエネルギーやその他商品価格の高騰による影響が後退することで、FRBの二つの責務に一致していると委員会が考える水準、あるいはそれを下回る水準に落ち着くと予想している」とコアインフレに波及せずにインフレ圧力が緩和するとの見通しを示した。

以上のように、GDPの成長ペース・雇用の回復ペースが鈍いことから、成長ペースを速め、雇用の拡大ペースを加速させるために、償還証券の再投資やゼロ金利政策など今回金融緩和策の継続が必要と判断した。



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。

○金融市場の反応

株安、債券安、ドル高

今回のFOMCの決定・声明文発表後の市場の動向をみると、概ね予想どおりの声明文だったこともあり、株価は反応薄だった。追加の量的緩和策が示唆されなかったことから、為替市場ではドルが対円、対ユーロで小幅高となった。10年国債利回りは上昇した。声明文発表後に行われたバーナンキFRB議長の記者会見を受けても、株価を除きこれらの方向性に変化はなかった。株価は景気に対する慎重な見方を懸念し、記者会見後、水準を切り下げた。

○当社の金融政策予想は変わらず、2013年1-3月期まで事実上のゼロ金利政策を維持すると予想

市場で2012年の利上げが予想されているが、FRBは2012年も事実上のゼロ金利政策を継続する見込み

当社の金融政策見通しは、金融引き締め開始までにはかなりの時間が必要と予想する。後述のように失業率の低下は鈍く、コアインフレの低位安定が持続する見込みであることから、FRBは6月末に総額6,000億ドルの国債購入を終了した後、11年後半から12年1-3月期にかけてGSE債、MBSなどの償還分を長期国債に再投資する「保有証券の償還分の再投資」を継続し、バランスシートの水準を維持する政策を行うと予想される。

その後、11年の減税策が終了した後も景気拡大していることが確認できる12年3月頃に「保有証券の償還分の再投資」を終了し、バランスシートの縮小を進めると予想される。ただし、12年も経済成長は緩やかであると見込まれるため、事実上のゼロ金利政策は13年1-3月期にかけて継続される公算が大きい。また、保有証券の継続的な売却は、ゼロ金利政策を継続している期間は実施されないだろう。

FOMCスケジュール

2011年	1月25, 26日
	3月15日
	4月26, 27日
	6月21, 22日
	8月9日
	9月20日
	11月1, 2日
	12月13日
2012年	1月24, 25日
	3月13日
	4月24, 25日
	6月19, 20日
	7月31日
	9月12日
	10月23, 24日
12月11日	
2013年	1月29, 30日

景気見通しに関しては、11年前半の成長ペースを鈍化させているエネルギー価格の急騰、サプライチェーンの寸断などは一時的な成長率押し下げ要因に過ぎない。WTI先物は5月をピークに低下している。また、サプライチェーンの復旧は足下で急速に進んでいる。これらの押し下げ要因の剥落により、7-9月期の実質GDP成長率は押し上げられよう。7-9月期の個人消費は、雇用者所得の増加幅が縮小する一方で、エネルギー価格のピークアウトによる物価上昇ペースの鈍化、自動車の供給制約の解消、自然災害要因の剥落によって加速すると予想される。

自動車生産は、サプライチェーンの寸断によって例年実施されるモデルチェンジに伴う工場停止を6月に前倒しする企業があることなどから4-6月期の減少は避けられない。しかし、5月以降徐々に復旧が進んでいることから、7-9月期には反動増が見込まれ、在庫投資や消費の拡大に寄与しよう。竜巻や洪水の被災地域では、復興需要が顕在化すると予想される。

さらに、年後半には投資減税による設備投資の加速、日本での復旧・復興需要やそれに伴うアジア諸国の高い成長による輸出の押し上げが見込まれる。以上から、11年後半は実質GDP成長率が加速すると予想される。

ただし、上記のような成長経路を辿っても、08年、09年の急激な落ち込みによって拡大したマイナスの需給ギャップは限定的な縮小にとどまる。結果、失業率の低下は限られ、高いオフィス空室率も持続するため、雇用・住宅投資・商業不動産投資の伸びは抑制されよう。また、減税の一部は11年末で終了する。世界経済を牽引する新興国は、インフレや利上げの影響等により成長ペースがやや鈍化するとみられる。以上を勘案すると、12年も米国経済は緩やかな成長にとどまると予想される。

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。

インフレ面では、WT I が一時 1 バレル=147ドル台に急騰した08年にはPCEデフレーターが前年同月比+4.5%まで上昇したものの、PCEコアデフレーターは同+2.6%にとどまったように、94年以降エネルギー価格上昇のコアインフレへの波及は限定的となっている。加えて、今回は米国内の需給ギャップが拡大しており、外部要因によるエネルギー価格の上昇は需要を抑制することから、コアインフレ率が急速に上昇する可能性は小さい。コアインフレの安定によりインフレ期待も現状程度で安定するとみられる。

●2011年6月21、22日のFOMC声明文（下線部は前回からの変更箇所）

4月の会合以降に入手した情報は、景気回復はゆっくりとしたペースで続いているが、委員会が予想していたより幾分かペースが遅い。最近の労働市場の指標も予想より弱くなっている。回復ペースの鈍化には、食料やエネルギーの価格高騰が消費者の購買力および支出への下向きの影響や、日本の悲劇的な出来事（東日本大震災）に伴うサプライチェーンの障害など一時的なものと考えられる要素が反映されている部分もある。家計支出や企業の機械・ソフトウェア投資は拡大を続けている。しかし、非住居用建造物である構築物投資はまだ弱く、住宅部門は低水準にとどまっている。インフレはここ数カ月で上向きとなっており、一部の商品や輸入品の価格上昇が主な要因であると同時に、最近のサプライチェーンの障害も反映されている。しかしながら、長期のインフレ期待は安定したままである。

委員会は、法律上与えられた責務に基づき、雇用の最大化と物価安定の促進を追求する。失業率は高い水準のままである。ただ、委員会は回復ペースが今後数四半期に持ち直し、失業率はFRBの二つの責務に一致していると委員会が考える水準に向けて再び低下すると予想している。インフレは最近加速したが、過去のエネルギーやその他商品価格の高騰による影響が後退することで、FRBの二つの責務に一致していると委員会が考える水準、あるいはそれを下回る水準に落ち着くと予想している。しかしながら、委員会はインフレとインフレ期待の動向を注視していく。

継続している経済回復を促し、インフレを目標に合致した水準にすることを支援するため、今日委員会はFFレート誘導目標のレンジを0%~0.25%のレンジに維持することを決定した。低水準の資源活用と中期的には落ち着いたインフレ見通し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。委員会は期間が長い米国債を6000億ドル購入する計画を今月末までに完了し、保有証券の償還元本を再投資する既存の政策を維持する。委員会は資産購入プログラム全体の規模と構成を定期的に見直し、適切に調整する用意がある。

委員会は今後も経済見通しと金融の動向を注視し、最大限の雇用と物価安定を最善に促すために必要に応じて行動する意思がある。

このFOMCの金融政策に対し、バーナンキ委員長、ダドリー副委員長、デューク、エバンス、フィッシャー、コチャラコタ、プロッサー、ラシュキン、タルーロ、イエレン委員が賛成した。

●2011年4月26、27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は、景気回復はゆっくりとしたペースで進行しており、労働市場の全般的な状況は徐々に改善していることを示している。家計支出や企業の機械・ソフトウェア投資は拡大を続けている。しかし、非住居用建造物である構築物投資はまだ弱く、住宅部門は低水準にとどまっている。商品価格は昨年の夏以降大幅に上昇し、また世界的な原油供給に対する懸念によって、3月の会合以降、石油価格はさらに上昇した。最近数週間にインフレは押し上げられたが、長期のインフレ期待は安定したままであり、基調的なインフレはまだ抑制されている。

法律上与えられた責務に基づき、委員会は雇用の最大化と物価安定の促進を追求する。現在、失業率は高い水準のままであり、そして基調的なインフレを示す指標は、責務とする最大限の雇用と物価安定の促進する目標に長期的に一致していると委員会が判断する水準に比べていくらか低い水準にある。エネルギーやその他の商品価格の最近の上昇がインフレを押し上げた。委員会は、これらの影響は一時的と予想しているが、インフレとインフレ期待の動向を注視していく。委員会は、今後も引き続き物価安定の中で、資源活用が徐々に高い水準に戻ると予想している。

経済回復ペースの加速を促し、インフレを目標に合致した水準にすることを支援するため、今日委員会は11月に発表した証券保有の拡大を続けることを決定した。保有証券の償還元本を再投資する既存方針は維持し、2011年4～6月期末までに長期の米国債の6000億ドル購入を完了する。委員会は入手する情報を考慮して、資産購入プログラム全体の規模と構成を定期的に見直し、最大限の雇用と物価安定を最も促進できるよう必要に応じてプログラムを調整する準備ができています。

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、今後も経済見通しと金融の動向を注視し、景気回復を支援し徐々にインフレを責務と一致する水準に戻すため、必要に応じて政策手段を講じる意思がある。

このFOMCの金融政策に対し、バーナンキ委員長、ダドリー副委員長、デューク、エバンス、フィッシャー、コチャラコタ、プロッサー、ラシュキン、タルーロ、イエレン委員が賛成した。

以上