

米国 FRBの金融緩和姿勢に変化なし

発表日：2012年4月18日(水)

～ 目先は6月以降に追加緩和 2014年以降も緩和継続へ ～

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

ポイント

○米国では、2011年10-12月期の実質GDP成長率が加速したほか、12年1-3月期の非農業部門雇用者数が月20万人程度のペースで増加したこと等から、景気楽観論が強まった。また、FOMCでも追加の金融緩和に賛成する参加者が減少したことで、追加の金融緩和期待は後退した。

○今冬は天候が良好だったため建設部門や余暇サービス部門などでの経済活動の結果、これらの部門の雇用が拡大したが、この効果の剥落によって、春先以降に雇用の増加ペースは鈍化傾向を辿るとみられ、景気楽観論も弱まるだろう。また、天候要因で押し上げられているにもかかわらず経済成長ペースは緩やかであるうえ、失業率は依然として高く、景気の実力は決して強くない。オペレーションツイストが終了する6月以降にも、成長ペースの加速、失業率の低下を促すためにFRBは追加の金融緩和を実施すると予想される。インフレ率が低下していればQE3を、低下していなければMBSを対象としたオペレーションツイスト、バランスシートへの時間軸政策の導入などが実施されよう。

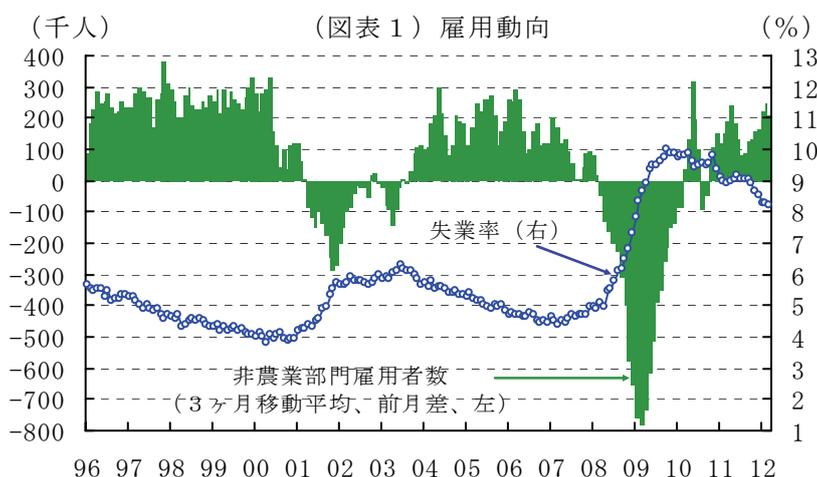
○FRBは、早期の金融引き締めによる経済成長の下振れと成長ペース加速によるインフレの両方のコストを比較しながら政策運営を行っていくことになる。仮にインフレが加速しても金融・財政の引き締め余地は大きいと見られるため、対処し易い。一方、景気が下振れた場合には、財政赤字の拡大により大規模な財政支出を伴う政策が困難な中、金融緩和策の更なる強化も容易ではない。これらを勘案すると、FRBは金融緩和策の終了にはかなり慎重な姿勢で臨む公算が大きい。

○物価の安定と雇用の最大化が責務であるFRBは、90年代、00年代に失業率がそれぞれ6.5%、5.6%まで低下してから金融引き締めへ転じた。また、インフレは現在のほうが安定している。足下で金融引き締めの前倒し観測が高まっているが、FOMC参加者の失業率の予測(中央帯)は14年10-12月期で6.7~7.6%と高く、FRBが94年、04年に金融引き締めを開始した水準を上回っている。さらに、前提となる同時期の実質GDP成長率の予測は3.3~4.0%と高く、下ぶれる可能性が高い。このため14年遅くを過ぎてもFRBは金融緩和を継続している可能性がある。

景気楽観論の台頭 により追加金融緩和 期待は後退

米国では、2011年10-12月期の実質GDP成長率が前期比年率+3.0%と加速したほか、12年1-3月期は雇用が毎月20万人程度のペースで増加を続けており、失業率も8%台前半まで低下した(図表1)。さらに、3月小売売上高が市場予想を大幅に上回ったため、景気の先行きに対する楽観的な見方が強まった。直近開催された3月FOMCの議事録では、追加の金融緩和に賛成する参加者が減少していたことから、追加の金融緩和期待が後退、金融市場では10年債利回りが水準を切り上げ、ドルが小幅上昇した。

09年半ば以降の景気拡大局面で、成長ペース加速期待が高まるのは3度目である。前回2度の成長ペース加速期待は、10年、11年の春先に高まった。しかし、2度とも成長ペースは加速せず、逆にFRBは追加の金融緩和に追い込まれた経緯がある。



バーナンキFRB議長は早計な景気楽観論を戒め

FRBのスタンスは、足下で金融引き締めに前のめりの姿勢になっている訳ではなく、足下の経済環境改善の動きが持続するか否かを見極めている状況にある。実際、FOMCの主要メンバーは「14年遅くまで事実上のゼロ金利政策が維持できる経済環境が続くと想定している」とする時間軸政策を支持する発言をしている。また、オペレーションツイストによる保有国債の償還期限の長期化は着実に進められている。

足下の経済情勢は、今冬の天候が良好だったことから、住宅など建設部門、余暇サービス部門、小売部門などの経済活動の結果、これらの部門での雇用の拡大ペースが速まった。天候要因の剥落によって、夏場の雇用の増加基調は年初より鈍化するとみられ、景気楽観論も徐々に弱まるだろう。また、良好な天候によって押し上げられているにもかかわらず、経済成長ペースは緩やかである。そのうえ、失業率は低下したが依然として水準が高く、景気の実力は決して強くない。

前述のような状況の中で、成長ペース加速期待の強まりによって金利やドルが大幅に上昇すれば、天候要因剥落後の成長ペースの鈍化幅が大きくなる恐れがある。このような動きを回避するため、バーナンキFRB議長は景気楽観論が早期に強まることを戒めている。バーナンキFRB議長は、最近の失業率低下について、景気後退期に大幅に削減された従業員の再雇用の動きが影響している可能性があり、今後失業率の改善ペースが滞る恐れがあると指摘した。さらに、今後失業率が大幅に低下するためには、「成長ペースが加速する必要があり、金融緩和策の継続によってその支援ができる」とし、金融緩和の継続が必要との認識を示した。

6月以降にも景気減速とインフレ率低下を受けQE3を実施する可能性

それでは、追加の金融緩和は実施されるのだろうか。追加の金融緩和の条件をFOMC議事録や主要なFOMC関係者の発言等から探ると、インフレ率が低下傾向を辿る中で、FOMCの予想を下回る緩やかな成長ペースの持続によって失業率が高止まりすること等が挙げられている。このように金融政策は、景気、雇用、物価の動向に左右される。米国の実質GDP成長率が、良好な天候による押し上げ効果の剥落、財政赤字の拡大による歳出抑制等により減速し、雇用の拡大ペースは鈍化すると予想される。また、12年は歳出抑制や住宅部門の低迷等によりGDP成長率は前年比+2%程度にとどまり、FOMC参加者の見通しを下回ると見込まれる。失業率は、低成長率や労働参加率の下げ止まりなどを背景に高止まりを続けると予想される。

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。

さらに、FOMCメンバーは失業率の大幅な低下には4%程度の高い成長が必要であると推測していること、低成長が続き失業期間が長期化すると企業が必要とする技術を身につけられず再就職が困難となることから、早急な成長ペース加速が必要と考えている。

以上のことから、オペレーションツイストが終了する6月以降に、成長ペースの加速、失業率の低下を促すためFRBは追加の金融緩和策を決定する公算が大きい。

具体的には、インフレ面においてエネルギー価格はイランの核開発問題の継続に伴う地政学的リスクを背景に上昇を続けると予想されるが、その結果GDP成長率が抑制され期待インフレ率が低下するような場合は、FRBはQE3を実施すると見込まれる。一方、エネルギー価格の上昇等によりインフレ率が低下せず、期待インフレ率が高い水準で推移していれば、バランスシート水準を維持する政策が選択されよう。すなわち、MBSを対象としたオペレーションツイスト、時間軸政策の強化によって長期金利の抑制を図ると見込まれる。

FRBはコストを比較しながら金融政策を運営

さらに、景気の先行きに関して財政面からの下振れリスクがあり、FRBは金融緩和策の終了には慎重な姿勢を求められている。13年からは自動歳出削減プログラムによる大幅な歳出削減が実施される予定となっており、GDP成長率を大きく鈍化させることになるだろう。12年の議会選挙の結果次第で、経済成長に与える影響は異なってくる。議会のねじれが解消されれば、景気に配慮した財政赤字削減策が策定されるとみられ、自動歳出削減プログラムは停止し、成長率押し下げは一時的なものとなろう。一方で、選挙後も議会のねじれが継続するようであれば、自動歳出削減プログラムが継続するため、成長率への影響は大きなものになるだろう。

また、給与減税など家計向けや企業向け減税なども、延長されなければ12年末に終了する。財政赤字削減のためには、延長は回避されるべきであるが、成長率を下ぶれさせるリスクがある。このような政策の先行き不透明感が、12年の消費や投資などの経済活動を抑制する要因となるだろう。

以上のようなリスクがある中で、FRBは早期の金融引き締めによる経済成長の下振れと成長ペース加速によるインフレ率の高まりの両方のコストを比較しながら政策運営を行っていくことになる。

金融緩和策の終了には慎重にならざるを得ない

仮に、雇用の最大限の拡大を目指し金融緩和を継続することでインフレが加速しても金融・財政の引き締め余地は大きいため対処し易い。一方、早期の金融緩和策の終了によって景気が下振れた場合には、財政赤字の拡大により大規模な財政支出を伴う政策が困難な中で、金融緩和策の更なる強化によって景気を回復させることは容易ではない。

これらを勘案すると、FOMCは金融緩和策からの脱却にはかなり慎重な姿勢で臨む公算が大きい。

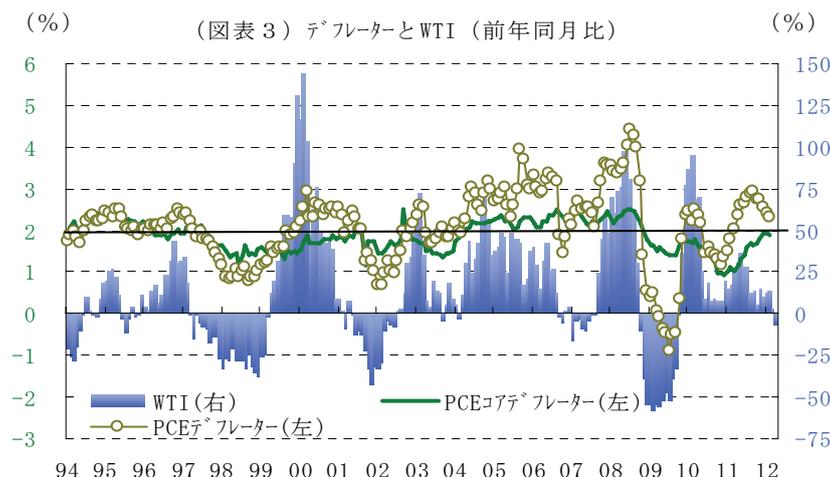
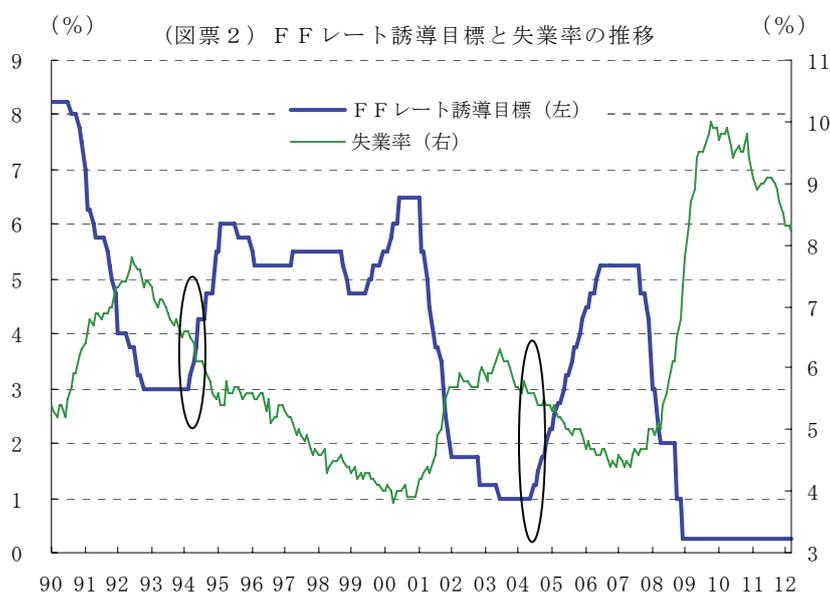
金融引き締めは14年遅くよりも先送りされる可能性

実際、物価の安定と雇用の最大化が責務であるFRBは、90年代、00年代の2回の景気後退に対応した金融緩和策を終了し、金融引き締めに転じたのは、失業率が90年代6.5%、00年代5.6%まで低下してからである（図表2）。

インフレに関しては現在のほうが安定している。緩やかな経済成長が続くなかで、原油などの資源や食料価格の前年比での上昇ペース鈍化によって、個人消費支出（PCE）デフレーターの上昇率は前年同月比+2.3%と鈍化傾向にある。さらに、FRBが重視しているPCEコアデフレーターは前年同月比+1.9%と依然として低い伸びにとどまっており、インフレ期待も安定している。WTI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

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、現状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(図表3)。先進国の量的緩和など多くの国における金融緩和によって、エネルギー価格が高騰する可能性はあるものの、インフレの持続的な上昇リスクは限られよう。

FOMC参加者の失業率の予測(中央帯)は、14年10-12月期で6.7~7.6%と下限見通しでさえ、FRBが94年、04年に金融引き締めを開始した水準を上回っている。加えて、14年10-12月期のFOMCの実質GDP成長率予測(中央帯)は3.3~4.0%と高いため下ぶれる可能性が高い。そうなれば、失業率は予測値よりも高い水準になるだろう。足下で金融引き締めの前倒し観測が高まっているが、14年遅くを過ぎてもFRBは金融緩和を継続していく可能性があると思われる。



(出所) 米商務省、CME

以上

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。