

経済・金融  
フラッシュ米6月FOMCではツイストオペを  
延長、QE3は温存へ

経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋  
TEL:03-3512-1835 E-mail: doihara@nli-research.co.jp

今回のFOMCでは、追加緩和策として6月期限のツイストオペレーションを延長、ゼロ金利政策を2014年遅くまで維持する現行策を再表明した。声明文では最近の景気減速を反映して景気認識を弱めたほか、経済見通しを下方修正した。一方、「QE3」等の追加資産購入については、景気への更なる挺入れが必要な場合の検討措置に含まれるとした。なお、ツイストオペレーションの延長に反対した1委員が反対票を投じている。

## (FOMCの概要)

## 1. ツイストオペレーションの延長を決定

6月19・20日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、最近の経済指標の悪化、欧州債務問題を中心とする国際金融市場の緊張の高まり等による米経済への影響を指摘、6月で終了予定のツイストオペレーションの年末までの延長を決定した。今後、期間6年以上の国債を購入する一方、同額の期間3年以内の国債を売却する。もっとも、市場が注目する「QE3」等の資産購入については、バランスシートを膨らますことによる様々な制約もあり、下ぶれリスクが強まった時のためとして引き続き温存された形となっている。

最近の米国経済は全般に減速が窺われ、雇用の伸びが鈍化、失業率が高止まり状態にあるが、FOMCの討議資料とされるページブックでは「5月遅くまでの米経済活動は緩やかなペースで拡大しているものの、調査先では先行きの慎重さを若干強めていた」と報告していた。こうした中、イエレンFRB副議長を始めFOMC委員から「景気見通しへのリスクが強まっており、追加措置の“検討”が必要」とのハト派的発言が相次ぎ、バーナンキ議長も「米経済は欧州債務危機等の重大なリスクに直面しており、金融市場の緊張が高まれば、米国の金融システムを守るべく追加措置をとる用意がある」と証言していた。こうした発言は欧州問題による足元でのリスク回避の動きを強く意識したものであったが、17日のギリシャの再選挙では緊縮派の政党が勝利、ギリシャのユーロ離脱といった混乱はとりあえず回避された格好だ。

スペインの国債が警戒ラインとされる7%を一時的に上回り、市場に影響を及ぼすなど「目が離せない状況」は続いているが、今回FOMCでは、「鈍化を見せる米景気を加速するためにも追加緩和策は必要だが、強い下ぶれリスクを懸念するほどの状況にはない」現状を踏まえての判断となった。FOMCの開催直前には、ツイストオペレーションの延長のほか、ゼロ金利政策維持期間（現在は2014年後半）の更なる拡大、QE3の実施等、様々な追加緩和策が取沙汰される中で、

ツイストオペレーションの延長が最有力とされていたが、結局、市場の予想通りの展開となった。このため、金融市場の動きも小幅なものとなっている。

なお、最近のリスク回避の動きで米国債の需要が高まり、長期金利がすでに過去最低を更新するなど金利低下が進行、ツイストオペレーションによる長期国債購入による金利低下余地は限定的であるとの見方があるが、この点、バーナンキ議長は、FRBの長期国債購入により、投資家の資金は社債等に振り向けられ、そうした金利の低下を促すとともに、銀行では金利の低い国債から融資を選好する可能性も出てくるとし、同策の効果を主張している。

### （記者会見の概要）

## 2. バーナンキ議長の会見のポイント～必要となれば追加緩和を検討

今年のFOMCでは、1・4・6・9・12月のFOMC時に、記者会見が設定されるとともに見通しの改定が公表される。今回会見の主要ポイントは以下の通り。

### <経済情勢・見通しについて>

- ・FRBは景気の回復ペースについて楽観的過ぎた。経済指標の鈍化には、季節調整やその他の要因が含まれるなど、全体としての方向性は明確ではない。欧州経済の悪化や、欧州への金融市場の懸念が株価を押し下げていることなども、米経済に悪影響を与えている。
- ・失業率は低下しているが、我々の望むペースではない。雇用市場に継続した改善が見られない場合、必要とされる措置を構ずるつもりである。
- ・住宅市場の回復は重要だ。回復の兆候も見られるが景気回復に影響を与えるほどではない。

### <欧州情勢について>

- ・欧州問題は深刻化しており、米経済の足かせの一つ。多くの国がリセッションに陥っており、米国製品への需要に影響を与えている。金融市場でも株価を押し下げるなど影響は大きい。欧州で必要な追加措置が取られることを期待しているが、状況が悪化した場合、米経済や金融システムを保護する用意は出来ている。

### <財政の崖>

- ・この問題を巡る不透明性が経済に影響するだろう。議会には、景気回復に影響を与えるような「財政の崖」を回避し、長期的に維持可能な財政・税制の確立を要請した。

### <追加金融政策について>

- ・FRBの手段は枯渇したわけではない。短期金利がゼロ近辺でも、中央銀行には景気回復に向けた金融緩和を実施する能力があるし、資産購入等による追加措置も可能である。
- ・ただし、非標準的政策は十分理解されておらず、コストやリスクを伴うため安易に着手すべきではないが、必要だと確信に至れば実施に踏み切る。資産の買い入れも、更なる措置が必要となった場合は当然、検討されよう。ただし、金融政策は万能ではない。金融政策のみで経済問題を解決できるわけではない。

### 3、経済見通しはやや大幅な下方修正

今回の見直し改定では、成長率・物価が引き下げられる一方、失業率は引き上げられた。特に、2012・2013年の成長率はそれぞれ0.5%ずつレンジの下限が引き下げられるなど、前回から2ヵ月間にしては変化幅が大きい。これまで、FRBの想定見通しは市場予想の平均を上回るなど楽観的であったが、今回の下方修正ではほぼ市場予想を中心に据えた見直しとなりつつある。

また、参加委員（理事と地区連銀総裁計19名）の金利見直しでは、現行政策金利を初めて引き上げる年の予想は、2012

年と2013年が各3名、2014年が7名、2015年が6名と2014年が最多となった。また、個々のメンバーの今後3年間の年末時点の政策金利の水準と長期的な収束点を示した分布では、ゼロ金利政策が少なくとも2012年末まで維持されるのは16名、2013年末までは13名、2014年末までは6名となる。また、長期的な収束金利は4.0～4.5%の間に16名と大半が集中している。いずれも、議長をはじめ誰の予想であるかは公表されていない。FRBでは、政策金利の見直し公表で、市場は利上げの時期や引上げペースが予測できるなど、金融政策の透明性が改善されるとしている。

### 4. FOMC 声明文の概要

今回、FOMC直後に発表された声明文では、景気認識について雇用と個人消費のペース鈍化、国際金融市場の緊張持続、原油・ガソリン価格の下落によるインフレ低下を指摘した。なお、失業率は依然「高止まりしている」とし、「大幅な下ぶれリスク」を抱えるとした文言は維持した。この結果、景気回復促進に向け、ツイストオペレーションの延長を決定している。

#### < 声明文の要旨 >

FOMCの声明文では、**景気認識**については、「米経済は緩やかに拡大している。しかしながら雇用市場はこの数ヵ月鈍化、失業率は高止まりの水準にある。設備投資は引き続き増加しているが、家計消費には幾分減速が見られる。住宅投資は改善の兆しも見えるものの、落ち込んだ状態が続く」とした。前回から雇用と消費についての表現を弱めている。なお、インフレについては、「原油、ガソリン価格の下落により低下している。長期的インフレ期待は安定している」と、前回から修正した。

**経済見直し**では、「委員会は法令で定められたFRBの責務（mandate）である雇用の最大化と物価の安定を追及している。委員会では、今後の数四半期、景気が「非常に」緩やかに回復すると見ており、それゆえに失業率の適当と判断される水準への低下も「極めて緩やか」である。さらに、

(図表1) FRBの改定経済見直し(中央レンジ、%)

	2012	2013	2014	長期見直し
実質GDP	1.9 to 2.4	2.2 to 2.8	3.0 to 3.5	2.3 to 2.5
2012/4見直し	2.4 to 2.9	2.7 to 3.1	3.1 to 3.6	2.3 to 2.6
失業率	8.0 to 8.2	7.5 to 8.0	7.0 to 7.7	5.2 to 6.0
2012/4見直し	7.8 to 8.0	7.3 to 7.7	6.7 to 7.4	5.2 to 6.0
個人消費価格指数	1.2 to 1.7	1.5 to 2.0	1.5 to 2.0	2.0
2012/4見直し	1.9 to 2.0	1.6 to 2.0	1.7 to 2.0	2.0
コア個人消費価格指数	1.7 to 2.0	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	-
2012/4見直し	1.8 to 2.0	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	-

(資料) FRB、失業率は各年第4四半期、他は各年第4四半期の前年比

注：長期見直しは「適切な金融政策の運営が行われ、経済的な異変も無い状況の下での予測値」

国際金融市場の緊張は緩和したが、依然、景気見通しにかなり大幅なダウンサイドリスク（significant downside risks）をもたらしめている。インフレに関しては、中期的に安定目標ないしそれ以下のレベルに落ち着くと見込んでいる」とした。前回との相違は、景気や失業率の回復スピードがさらに緩慢なものになった点にある。

**金融政策**については、「委員会は、景気回復を一層強めインフレを長期的にFRBの責務に一致した水準とするため、強い金融緩和スタンスを維持するつもりである。特に、今日、FF目標金利を0~0.25%に据え置くことを決定し、経済資源の活用度の低さと中期的にインフレが抑制されていることを含む経済状況が、少なくとも2014年遅くまでFF目標金利を異例の低水準に据え置くことを正当化すると予測している」とした。

また、「委員会は保有証券の平均償還期間拡大策の年末までの持続を決めた。委員会では6年から30年の期間の国債を現在のペースで購入し、同額の3年以内の国債を売却・償還する。この措置の継続は、長期金利の低下圧力を強め、金融状態を幅広くより緩和的にする。さらに、保有している政府機関債や同機関のMBS（住宅ローン担保証券）からの償還金をMBSに再投資する決定を維持する」とし、最後は、前回同様「物価安定の下で、景気回復強化の促進と雇用回復を支えるため更なる行動をとる用意がある」と締めくくっている。

今回の決定は、二名の新メンバーを加えて初のFOMCとなるが、タカ派のラッカー・リッチモンド連銀総裁が、平均償還期間拡大策の延長に反対して反対票を投じた。

## 5. FOMCに新メンバーが参加

今回のFOMCより二人のFRB理事が加わり、2005年以来初めて空席が埋まった。一人はパウエル理事で5/25に就任、投資銀行出身ながら財政・財政政策に詳しい。ブッシュ政権では財務省の長官補を務めた。もう一人はスタイン理事で5/30に就任、ハーバード大学の教授で、企業金融やリスクマネジメント、金融政策等、幅広い研究で知られる。2009年にはオバマ政権の財務長官のシニアアドバイザーを務めた。タカ派の多い地区連銀総裁と異なり、議会承認の必要な連銀の理事にはバランスの取れた発言が多く、これまでの多くの理事は議長をサポートしていた。毎年交代する地区連銀総裁も今年はハト派色が強まったと見られている。

(図表2) 2012年のFOMC議決権保有委員

(理事)	(今年の委員:地区連銀総裁)	(参考:2011年の委員:地区連銀総裁)
バーナンキ議長	ダドリー・NY連銀総裁(FOMC副議長)	ダドリー・NY連銀総裁(FOMC副議長)
イエレン理事(理事会副議長)	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	エバンズ・シカゴ連銀総裁
デューク理事	ロックハート・アトランタ連銀総裁	フィッシャー・ダラス連銀総裁
ラスキン理事	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁
タルーロ理事	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁
パウエル理事		
スタイン理事		

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。