

経済・金融
フラッシュ米FOMC:景気判断を下方修正
も、追加緩和策は見送り

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、追加緩和策を見送り、年末までのツイストオペレーションとゼロ金利政策を2014年遅くまで維持するという現行緩和策の維持を決定した。ただ、声明文では景気認識を下方修正すると共に、今後の追加緩和策を示唆している。このため、市場では、9月FOMCでの追加緩和も有り得るとし緩和期待を持ち越している。このため、市場では、9月FOMCでの追加緩和も有り得るとし緩和期待を持ち越している。4-6月期GDPが1.5%と発表されるなど低調な成長率の中では高水準にある失業率の改善は望めず、“雇用の最大化”を目標とするFRBにとって、追加緩和策の検討を必要とする状況が続いている。もっとも、市場の注目する「QE3」等の追加資産購入策については、景気が失速するなど緊急時の挺入れ手段として温存していくとのスタンスに変更が見られたわけではない。なお、「異例の低水準に据え置くことを正当化する期間の表現に反対し」、1委員が反対票を投じている。

(FOMCの概要)

1. 景気判断を下方修正も追加緩和策は見送り

7月31日～8月1日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、欧州債務問題等を懸念して景気の先行き不透明感を高め、減速を見せる米経済にどのように対応するかが議論された。結果として、景気認識を下方修正したものの追加緩和策は見送った。声明文では、6月発表の通りツイストオペレーション（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）を年末まで実施し、2014年遅くまでゼロ金利政策を維持する、という現行緩和策の継続を表明した。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に引き続き温存された形となっている。

最近の米国経済では、雇用の伸びが鈍化、失業率が高止まり状態にあり、小売売上高は減少に転じるなど減速を強めており、先日発表された4-6月期GDPでは前期比年率1.5%と景気減速を裏付けた。ただ、二番底が懸念されるほど深刻な状況ではないことも示されたため、市場でも、追加緩和策があっても軽度なものに留まるとの観測が強かった。FRBは、（1）現状程度の回復速度では高止まり状況にある失業率を引き下げられないため、思い切った緩和策で景気回復の加速を図り“雇用の最大化”を達成するのか、または、（2）一定の金融緩和策を実施、現状の景気を下支えしつつ、長期間をかけて副作用（インフレ懸念）のない自律的な回復を促すのか、といった選択肢のなか、今回も後者を選択した形と言えよう。

2. 声明文の文言変更が9月追加緩和実施への期待を高める

今回のFOMCでは、政策内容の変更はなかったものの、直後に発表された声明文では、景気認識を「減速した＝decelerated」と明確な表現に変更、今後についても「必要に応じて追加緩和策を提供」とより具体的な行動内容（＝緩和策）を明記、前回までの「更なる行動の準備がある」から変更するなど、追加緩和策に近い状況を示唆する内容となった。このため、市場では、9月FOMCで追加緩和策を実施するとの見方を強めている。

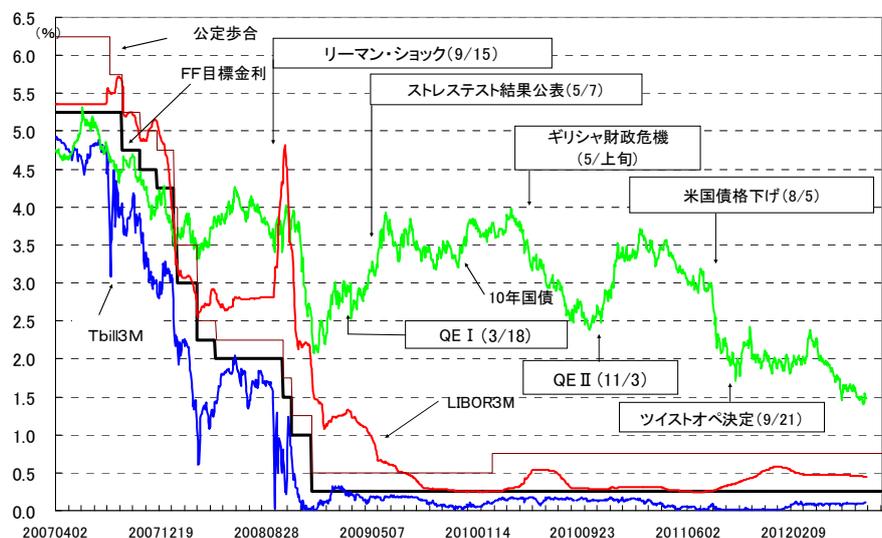
だが、米経済の減速は前回6月FOMCでも想定されており、当時の経済状況とそれほど大きく変化したわけではない。7月11日に発表された6月FOMCの議事録では、参加者の多くが、失業率が目標水準を上回り雇用増の減速が見通しを下回ったとする中、「追加策で労働市場の後押しを行うべき」とする意見と、「景気が緩やかな拡大を見せていることから追加策は景気回復が失速、またはインフレが常に目標を下回る時」とする意見等に分かれ、結局、ツイストオペレーションの延長を決定する一方、QE3等については将来的な実施の可能性を示唆するに留めた。

また、今回FOMCの討議資料とされるページブック（7/18公表）では「6月から7月初めまでの米経済活動はより緩やかなペースで拡大した」とし、「小売低調も省エネ車が好調で旅行も概ね堅調。住宅はすべての地域で堅調、在庫も減少し、貸家が引き続き堅調でボストン等5地区では家賃が上昇。製造業も緩やかに回復しているものの、一部の地域では受注が減少した。半面、雇用の改善は鈍く、一部の業種を除いて賃金上昇圧力は弱く、物価は安定的である。全般的に今後の事業展開については慎重ながらも楽観視（cautiously optimistic）している」と報告していた。全般的にそれほど悲観的でなく、小売や雇用の低調さが窺われる中、住宅の堅調さが目を引いた。

7月17・18日にはバーナンキ議長の議会証言が行われたが、質疑応答の中で、景気浮揚に向けて行動する用意があるとし、選択肢として、MBSを含む追加資産購入、超過準備の付利引き下げ等を挙げる一方、コストとリスクを勘案する必要があるとした。また、急激な緊縮財政は景気を鈍らせるとして、「財政の崖」への漸次的なアプローチと信頼できる赤字削減策等による早急な対処を求めた。さらに「景気の減速が一時的なものかをFOMCが見極めており、雇用改善で進展がないと判断すれば追加的な措置を講ずる」と繰り返した。

なお、FRBと対立を深める下院は、7/25、金融政策の決定を精査できる法案を327対98の多数で可決した。下院共和党ではQE等の非伝統的政策が将来的にインフレを加速する懸念があるとして批判を強めており、FRBでは、金融政策が政治的な影響を受けることはないとしているものの、こうした動きもQE3等実施への

FRB政策金利と長短期金利の推移（日別）



ハードルを高める要因に加えられよう。今の所、上院で同法案を上程する予定はないものの、下院公聴会で同法案に強い懸念を表明したバーナンキ議長との対立は一層明確化した形となっている。

F O M C では、今後も経済指標を睨みながら景気の減速度合いを測ることとなる。Q E 3 等を含めた追加策への準備を整えつつも、強めの緩和策実施にはF O M C 内部でも様々な意見があり、景気が失速懸念を強めるのでなければ、意見統一を図るのは難しい状況と思われる。

3、F O M C 声明文の概要

< 声明文の要旨 >

F O M C の声明文では、**景気認識**については、「上半期の米経済は幾分**減速した**（これまでは、緩やかに拡大）。雇用市場はこの数ヶ月鈍化し、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、家計消費は**年初よりペースダウン**が見られる。住宅投資は改善の兆しが増加を見せているものの、落ち込んだ状態が続いている」とした。前回から景気認識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、年初より低下した。長期的インフレ期待は安定している」と前回とほぼ同様。

経済見通しでは、「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迫及している。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、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、前回と同様とした。

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、**F F 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 F F 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 6 月に発表（注）したように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。さらに、保有している政府機関債や同機関の M B S（住宅ローン担保証券）からの償還金を M B S に再投資する決定を維持する」とした。また、最後に「委員会は今後の経済・金融状況を**緊密にモニターし**、一層の景気加速と労働市場の状況の改善を支えるために必要に応じて**追加緩和策を提供する意向**である」とした。前は「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**更なる行動の準備がある**」としていたが、“行動の準備”を“追加緩和の実施”とより具体的に表現、追加緩和策に一步近づいたことを示唆している。今回の決定は前回反対票を投じたタカ派のラッカー・リッチモンド連銀総裁が、「異例の低水準に据え置くことを正当化する期間の表現」に反対して、今回も反対票を投じた。（注：6 月声明文では「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」としていた。）

(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。