

経済・金融 フラッシュ

米9月FOMC～4千億ドルの ツイストオペを決定

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

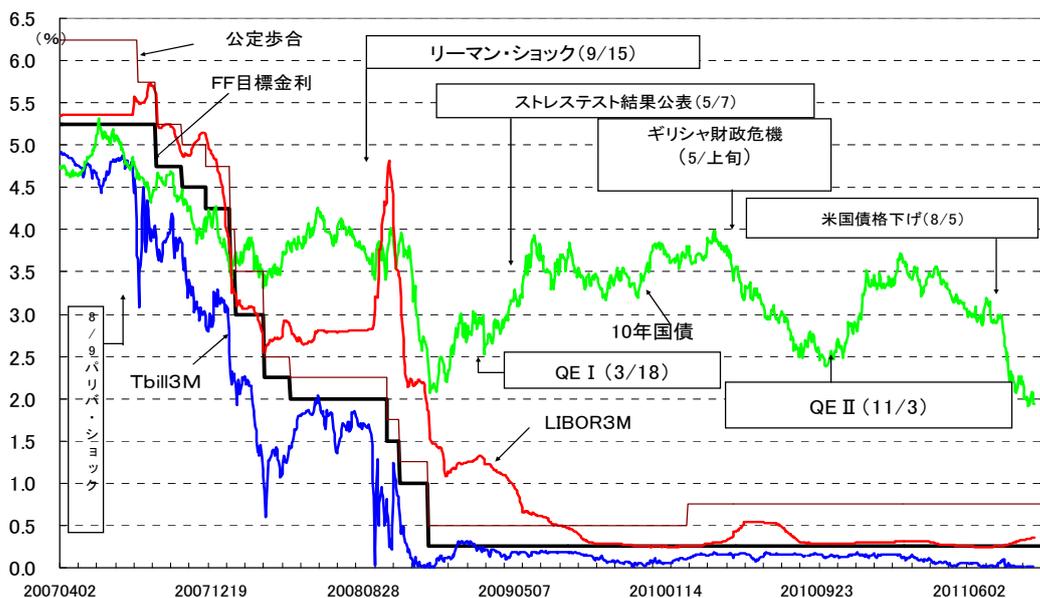
(9月FOMCの概要)

1. 9月FOMCでは、2012年半ばにかけ4千億ドルのツイストオペを決定

9月20・21日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、現在の景気について、“かなり大幅なダウンサイドリスク”を抱えるとし、2012年6月末までに4000億ドルの残存期間6年超の長期国債を買い入れると同時に、同額の残存期間3年以内の国債を売却するツイストオペレーションの実施を決定した。これにより長期金利を一層低下させ、金融緩和を推進する。また、MBS（住宅ローン担保証券）償還金等のMBSへの再投資を決定、住宅市場への支援を維持・強化する。

前回FOMCでは、2013年半ばまでの異例の低金利（0% - 0.25%）据え置きを表明しており、連続しての追加金融緩和策の決定となる。ただし、会期を1日延長して議論したものの、市場の注目度の高い追加の量的緩和策（QE3 = quantitative easing）は見送られた。今回決定のツイストオペは市場の予想通りとなり、加えて“大幅なダウンサイドリスク”の存在を指摘したこと等から株式市場は急落（NYダウ30種で▲283ドル）、8月FOMC後の急上昇（+429ドル）とは対照を成す一方、実施額は想定内ながら超長期債の購入等が評価され、国債金利は大きく低下した。

(図表1) 政策金利と長短期金利の推移（日別）



2. 予想通りの展開で株式市場は下落も、債券価格は上昇

前回8月FOMC（連邦公開市場委員会）では「2013年半ばまでの政策目標金利（0% - 0.25%）据え置き」が決定されたが、その後公表された同FOMCの議事録によると、それ以外に検討された金融政策として、①追加の資産購入（いわゆる量的緩和策＝QE3）、②保有債券の入れ替えによるポートフォリオ償還期間の長期化（ツイストオペレーションの実施）、③超過準備への付利金利の引下げ、等を例示していた。中でも、債券の入れ替えによるポートフォリオの期間長期化は、今回FOMCの本命と目されていた。予想通りの展開と、声明文（後述を参照）での景気が“大幅なダウンサイドリスク”を抱えているとする指摘などから、株式市場では急落の反応を見せた。

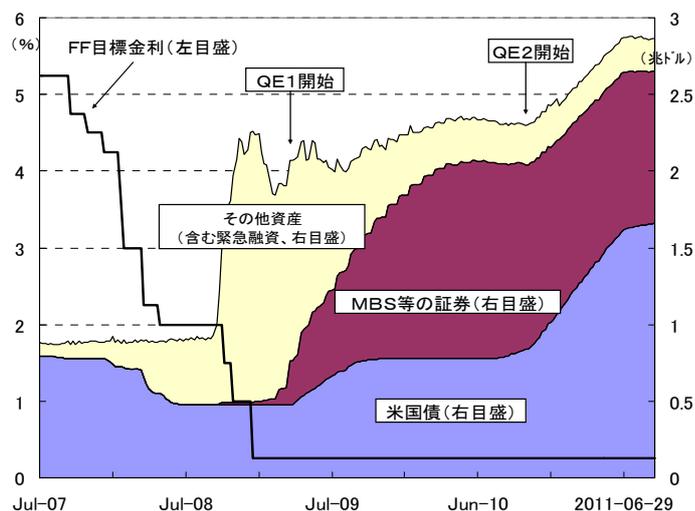
ただし、その他の政策手段についても議論を行い、準備を進めているとするなど、今後の取り組みへの可能性を残した。市場の注目の高い追加の量的緩和策（QE3）は、アナウンスメント効果は高いとみられる一方、昨年QE2が実施された時にはデフレ懸念が強まっていたことを考慮すると、現在の物価上昇（8月CPIは前年比3.8%）が障害と思われる。特に、量的緩和策が商品市場高騰に影響を与えたとの批判もあるなど、現状ではQE3実施への機は熟していないとの見方が根強い。また、膨らんだバランスシートはいずれ縮小方向への修正を迫られることとなる。

半面、債券の入れ替えによるポートフォリオの期間長期化は、QE3のようにFRBのバランスシートを拡大させることなくQE3同様に長期金利低下を促す効果を持つなどQE3反対論者にも受け入れやすく、現状では、ハードルの高いQE3よりも実施の可能性が高いとされていた。この点、詳細は今回FOMCの議事録の発表を待つこととなる。

一方、10年国債金利は1.87%（前日は1.94%）と大きく低下した。ツイストオペレーションの実施にあたり、30年債の購入割合の大きさがサプライズとなり、“大幅なダウンサイドリスク”を抱える景気への警戒も影響した。本来、金利を低位に安定させることの意味は小さくなく、FRBの意図する通りの低下とも言えるが、すでに2%を割り込み、実質マイナス金利となっていることは、投資へのインセンティブが金利以外のところにあることを示している。長期金利の低下による景気への効果は限定されよう。

こうした状況では、財政面の刺激策が求められるところであるが、先頃オバマ大統領が発表した4470億ドルの景気対策は、減税部分を別にすれば、歳出増には共和党の反対もあって成案となるには制約が大きい。結局、財政・金融面とも大胆な政策対応が難しい中では、一時的な景気テコ入れ策により景気底割れが回避できたとしても、成長を押し上げるには力不足であり、その効果も限定的といえそうだ。

（図表2）FRBのバランスシート推移（資産サイド）



（資料）FRB、注：FRBの保有証券のうち、MBS債では、その残存期間が10年超であるのに対し、米国債では5年超の債券は約5割に留まる。今回のツイストオペレーションの実施により、2012年末の保有国債の残存期間は6年超から8年超となる予定。

3. 9月FOMC声明文の概要

今回はFOMC後の記者会見は予定されておらず（次回は11月）、FOMC直後に発表された声明文では、前回通りその他の政策手段についても議論を行い、準備を進めているとするなど、今後の取り組みへの可能性を残した。一方、前回反対した3委員は今回も反対票を投じている。

<声明文の要旨>

9月FOMCの声明文では、**景気認識**については、「経済成長は鈍化したままである。雇用市場は弱く、失業率は高止まりしている」、「家計消費は、サプライチェーンの混乱の緩和で自動車販売が回復しているにも拘らず僅かな増加に留まり、構築物への投資は弱く、住宅投資も停滞したままであるが、設備機器等への投資は拡大している」とした。インフレについては、「エネルギー・商品価格がピークから下落、緩やかになっており、長期的インフレ期待は安定している」とした。

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追及している。委員会では、今後の数四半期、景気が回復するとの見通しを維持するが、失業率の低下は極めて緩慢である。さらに、国際金融市場の緊張もあって、**景気見通しに関しては相当強いダウンサイドリスク（significant downside risks）がある。**インフレについては、エネルギーや商品価格上昇の影響が薄れるに従って、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。委員会は今後もインフレとインフレ期待の進展を注意深く見ていく」とした。

金融政策については、「委員会は景気回復を促進し、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、保有証券の平均償還期間を拡大することを決定した。**今後、2012年6月末までに、残存期間6年から30年までの国債4000億ドルを購入、一方、期間3年以内の国債を同額売却する。**これにより、長期金利に低下圧力をかけ、幅広い金融緩和を支援する。保有証券の構成や規模については定期的に見直していく」

また、「住宅ローン市場の支援のため、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に再投資することを決定した。また、償還国債を入札時に買い換える現行策を継続する」

FF目標金利については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、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2013年半ばまで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」と再表明した。

さらに、「委員会は、物価安定のもと景気加速を推進する政策手段を議論した。経済の概況の評価しつつ、そうした政策手段の適切な活用を準備している」とした。

なお、今回の決定は、今年度メンバーで6度目のFOMCとなるが、前回反対した3委員からの反対票が出た。反対したのはフィッシャー、コチャラコタ、プロッサーの各委員（いずれも地区連銀総裁）で、現時点での追加緩和策を支持しないと主張した。なお、前回FOMCの3委員の反対は、1992年以降のFOMCでは初めてとされていた。

（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。