

経済・金融  
フラッシュ

## 米3月FOMCは現行政策を維持、政策効果と景気動向を注視

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、ゼロ金利政策の2014年後半までの維持等、現行緩和策の維持が決定された。声明文でも景気認識に関して前回よりやや強めにしたことを除くと、特段の変更は見られない。前回FOMCでは、ゼロ金利政策の期間延長、インフレ目標 (inflation goal) の設定、FOMCメンバーの金利見通し公表等、様々な政策を発表した直後のFOMCでもあり、そうした政策の効果や、改善しつつある景気の検証、等のため、様子見に転じたものと思われる。なお、「不胎化QE」策が報道されるなど、追加緩和策についての言及はなく、議事録を待つこととなる。また、2014年後半までの緩和策維持に反対した1委員が前回同様、反対票を投じている。

## (FOMCの概要)

## 1. 現行金融緩和策の維持を表明～1月FOMCの緩和強化策後、様子見の状況

3月13日に開催されたFOMC (連邦公開市場委員会) では、雇用と設備投資のペース、国際金融市場の緊張緩和、等の改善を指摘する一方、ガソリン価格等のインフレ圧力を指摘、また、失業率の高止まりや、大幅な下ぶれリスクを抱えているとするなどの懸念材料も引き続き指摘した。

今回FOMCの資料となるベージュブック (地区連銀報告) では、緩やかながら景気が強まったと評価、さらに、1月報告時には非常に低レベルでの動きとしていた住宅市場について、多くの地区での改善の動きを報告している点が注目されたが、FOMCの声明文では、前回同様に「住宅投資は停滞したままである」との表現に留めた。米景気の足かせとなってきた住宅市場で改善の動きが広がれば、金融政策にも影響するが、現状では、回復水準が低く、暖冬の影響もあることから慎重な表現に留めたと思われる。

2月末のバーナンキ議長の議会証言では、「雇用市場の改善は進んでいるものの失業率の高止まりなど正常な状況には程遠い。最終需要は強いとは言えず、雇用市場改善の持続性を見極める必要がある」としていた。3月FOMCでも、景気が回復への動きを見せる中、その強さと持続性を検証する意味で、現行緩和策を維持したと見られる。

なお、前回1月24・25日開催のFOMCでは、大方の見方に反し、盛りだくさんとも言える発表が行われた。この点は、[1/26号の金融・経済フラッシュ](#)を参考にして頂きたいが、

そのポイントは、「ゼロ金利政策の2014年後半までの延長を決定、それまでの2013年半ばから1年余延長」して金融緩和策を強化したこと、FOMCの見通しでは「向こう2年の成長率・失業率をやや引下げる」など、最近の経済指標に改善を示すものが多い中でFRBの景気への慎重な

見方を維持したこと、「インフレ目標 (inflation goal としており target ではない) を2%」としたこと、さらに、新たな試みとして「FOMCメンバーの金利見通しを公表、こうした開示により金融政策に関する不透明感を薄めて市場の混乱を防ぐとともに、家計や企業の意思決定を容易にし、政策効果を高める」としたこと等である。

前回でのこうした様々な決定や発表の直後でもあり、FRBでは、回復に向いつつある景気とともにそうした発表の効果も含めて状況を検証中とみられ、政策面でも現状維持としたと思われる。

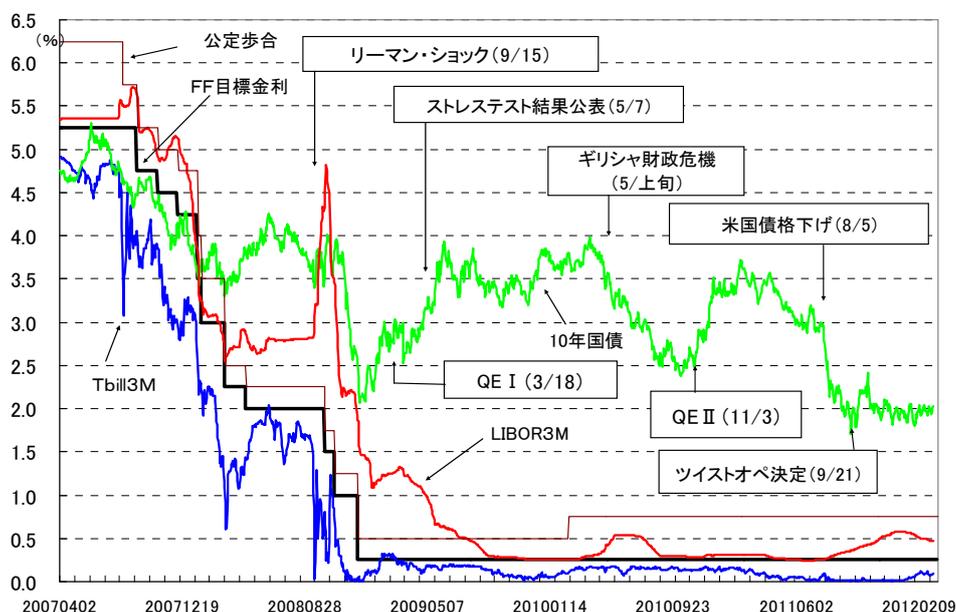
## 2. 景気回復の中で2014年までゼロ金利を続けられるのか？

FOMC開催当日も、2月小売り売上高が6ヵ月ぶりの伸びを見せ株価上昇を招くなど、米景気は回復歩調を強めている。この点、景気回復の中での今後のゼロ金利維持に無理は生じないのかといった懸念も生じよう。実際、当初よりタカ派とされるラッカー総裁が反対票を投じている。声明文から読み取れるFOMCの判断としては、インフレが安定している間は緩和策が続けられるだろうと言うものだ。また、今後想定されるガソリン価格上昇に伴う物価上昇については一時的なものとしており、FOMCの緩和策には影響しないと予測するなどやや予防線を張った形とも言える。

もうひとつの要因は、住宅投資だろう。景気の足かせとされた住宅と雇用であるが、雇用が回復の動きを強める一方、住宅市場の回復に注目が集まっている。今回のFOMCでは、ベージュブックにおける回復への動きの報告にもかかわらず、「住宅投資は停滞したまま」との前回同様の表現を用いた。逆にみると、将来的に住宅市場の回復を確認した時は、出口戦略を見据えての準備期間に入る可能性も指摘されよう。

米景気回復の動きは今回で三度目の正直となる。2010年、2011年とも年半ばのギリシャショック等で回復を阻まれた。特に昨年春先には、今年と同様3ヵ月連続で雇用統計が20万人を超える回復を見せる中、年初から続いた原油価格上昇、日本の震災によるサプライチェーンへのダメージ等に、年央にはギリシャショックのユーロ危機への広がり本格化、夏場には米国の債務上限の引き上げ問題が金融市場を混乱させるなど、多くの要因が重なり、結局、FRBでは、時間軸政策

(図表1) 政策金利と長短期金利の推移 (日別)



やツイストオペレーションの実施等の追加緩和策に踏み切らざるを得なかった。米景気の回復に影響するのは米国内の要因だけではない。特に金融危機からの回復途上にある米経済は、外的ショックに脆弱だ。一方、出口戦略についてはこれまでに何度も議論しており、そうした準備には不安が少ない。2014年まで長期にわたるゼロ金利政策維持の表明には、景気を本格回復に持ち込むまで緩和政策を維持したいとするFRBの強い意志が窺えよう。

### 3. QE 3への言及はなし～「不胎化QE策」の議論の有無は議事録待ち

一方、市場の注目度の高い量的緩和策(QE3)に関しては、声明文では言及がなかった。ただし、今回FOMCでは、後述のように「緊張が緩和された」とする一方で「下ぶれリスク存在」の文言を残すなど、下ぶれリスクが強まった時の対応策としては、依然、QE3を温存していることを示唆したとも解釈できよう。また、QE策に関しては、「不胎化QE策(sterilized QE)」を検討しているとの先日の報道(3/7付WSJ)により俄かに注目が集まっていた。それによると「FRBが新規に長期債を購入する一方、これによって供給された資金については借り入れやFRBへの預金等、何らかの手段を通じて吸収する」とされる。この政策により、インフレへの懸念を招くことなく長期債の金利を低下させ、企業や家計の投資や消費を刺激する効果を狙う。現在実施中のツイストオペレーションと同様の効果が期待されるが、ツイストオペレーションのように保有短期債の枠内に限定されることなく実施が可能となる。この点では、6月に終了予定のツイストオペレーション後に備える意味合いも窺えよう。加えて、そうした追加手段を保持していること自体が市場を安心させ、無用な混乱を避けうる効果を持つ。QE策については、議論の有無を含め今後の議事録発表を待つこととなろう。

### 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設備投資のペース改善、国際金融市場の緊張緩和、等を指摘、また原油・ガソリン価格のインフレ圧力を懸念する一方で物価上昇は一時的とするなどの変更があったものの、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されるなど、主要な点においては前回とあまり変わっていない。また、現行金融政策を維持したため、上記以外の箇所では声明文の文面も前回とほぼ同様のものとなった。

#### <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。雇用市場はさらに改善し、失業率は最近注目される低下を見せたが依然高止まりの水準にある。家計消費と設備投資は引き続き増加しているが、住宅投資は停滞したままである」とした。前回から雇用改善と設備投資について表現を強めている。住宅投資は、ページブックでの改善の報告を評価せず、前回と同様の表現に留めた。なお、インフレについては、「原油、ガソリン価格が上昇しているが、インフレはここ数ヵ月落ち着いており、長期的インフレ期待も安定している」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、景気が緩やかに回復するとの見通しを

維持しており、それゆえに失業率の適当と判断される水準への低下は極めて緩慢である。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、最近の原油・ガソリン価格上昇が一時的にインフレを押し上げるが、その後は、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「国際金融市場の緊張が緩和した」点と、「ガソリン価格上昇等で一時的にインフレ上昇があり得ると指摘した」点であるが、一方、前回同様に「大幅なダウンサイドリスクの存在と今後のインフレ安定の見方」は維持した。

**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、高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年後半まで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9月に発表した保有証券の平均償還期間拡大の持続を決めた。また、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し、償還国債を入札時に買い換える現行策を継続する。保有証券の構成や規模については定期的に適切となるよう見直していく」とし、前回同様の表現で現行政策の維持を表明した。

今回の決定は、今年度の新メンバーで二度目のFOMCとなるが、タカ派と目されるラッカー・リッチモンド連銀総裁が、「経済状況はおそらくFF目標金利を異例の低水準に据え置くことを正当化しない」として、前回に続き反対票を投じた。