

経済・金融 フラッシュ

米12月FOMCでは、ツイストオペに代わり長期国債購入を決定～政策変更の条件に失業率を導入

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

12/11・12開催のFOMCでは、年内のツイストオペレーションの終了に伴い、同額（月450億ドル）の長期国債の買い入れを決定した。これにより、現行のMBSの買い入れ（月400億ドル）と合わせて毎月850億ドルの債券を購入することとなる。

ゼロ金利政策については、失業率が6.5%を上回り、また、1～2年先のインフレ見通しが2.5%以内であれば、継続されるとした。金融政策の変更の目安に経済指標を導入するのは初めてのことであり、金融政策の透明性を一段と高めるものとなる。なお、「追加資産購入と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」、一委員が反対票を投じている。

（FOMCの概要）

1. 長期国債購入と失業率“目標”の導入を決定

12月11・12日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、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年以内の国債売却を年末まで実施）が年末までに期限を迎えるため、その代替策に注目が集まっていた。FRBはツイストオペレーションに代わり、長期国債を毎月450億ドル購入（ツイストオペレーションと同額）することを決定した。また、9月FOMCで決定した毎月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）の購入（いわゆるQE3）と、保有している政府機関債や同機関のMBSからの償還金をMBSに再投資する決定を維持し、国債に関しても1月以降、償還される国債の入札時のロールオーバーを再開するとした。これによりFRBの債券保有額は毎月850億ドルのペースで拡大する。さらに、ツイストオペレーションでは影響の無かったFRBのバランスシートも、毎月、同額が拡大する。FRBでは、当該措置により長期金利に引き下げ圧力をもたらし住宅ローン市場を支援、さらに幅広く金融市場を緩和的にしている。

今回FOMCでのもう一つの主要な決定は、ゼロ金利政策については、少なくとも失業率が6.5%を上回る水準に留まり、1～2年先のインフレが委員会の長期目標（longer-run goal）である2%を0.5%以上上回ることなく、長期インフレ期待が安定している限り維持されるとした。これまではゼロ金利政策を2015年半ばまで維持すると表明していたが、よりわかりやすく、透明性を高める手段として、経済指標に関連付ける方策を採用した。ただし、バーナンキ議長は、「失業率は政策変更の目安であり、6.5%を下回るまで利上げはしないが、下回ったからといってすぐに利上げするわけではない」と説明している。

そのほか、声明文に於ける景気認識に関してはほとんど変更は無く、また、前回9月発表分からの修正となる経済見通しについても、大きな変更は無かった。

なお、バーナンキ議長は、国債購入はバランスシートの規模を拡大するが、それ自体に重要な意味があるわけではなく、その資産構成の内容が重要とした。そのため、今回の措置は、「9月以降続けられている措置の延長」と説明している。また、今回より採用された、経済指標（失業率）と金融政策を関連付ける方策により、市場は、労働市場や失業率等の新たな情報により、金融政策の変更をより早く推察できるなど金融政策の透明性を高める、としている。ただし、この措置により、これまでの時間軸のガイダンスから、その期日等の政策変更を意図したものではないと説明している。

今回措置により、毎月850億ドルの債券購入が決定され、失業率6.5%、インフレ2.5%といった指針となる経済指標が導入された。毎月850億ドルの債券購入は、FRBの目標達成への意欲を示すものと言えよう。また、指針となる経済指標の導入については、FRBが金融政策変更の条件をこれほど明確に打ち出したのは初めてのことであるが、バーナンキ議長の従来主張に基づき、金融政策の透明性を高めるものと言える。市場は、指針となる経済指標に近づくまで、FRBが何を考えているかよりも、より実体経済の動向や見通しに集中することが可能となろう。

（記者会見の概要）

2. バーナンキ議長の会見のポイント

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、併せて見通しの改定が公表される。今回会見の主要なポイントは以下の通り。

- 今回の措置で緩和の規模が拡大されたとは思わない。9月に示した決定の継続と考えており、景気刺激の程度は同等と考えている。重要なのはFRBのバランスシートにどのような資産が記載されているかであり、バランスシートの規模そのものの刺激効果はそれほどではない。
- 資産の購入はインフレ安定化で労働市場の著しい改善を確認するまで継続するつもりだ。改善の判断には、失業率だけでなく、雇用者数、労働時間等一連の雇用指標を検証する。
- 失業率等の数値基準のアプローチは、金利政策と経済情勢の間により明示的な関連付けを行うことが、期日を示す時間軸のガイダンスに比べ、より透明性が高く、わかり易いと考えたからだ。今回の決定は経済の状態と金融政策の関係をより明確にしたもので、金融政策の中身については実質的な変更は無い。
- 金融政策では失業率をコントロールできない。失業率の数値基準は、目標ではなく緩和を変更する目安であり、原則、失業率が6.5%以下になるまで利上げは無い。実際にはそれより遅くなるかも知れないが、それより早くはならない。金利が辿るべき道筋を示したもので、時間軸的には、これまでのゼロ金利政策を2015年半ばまでとする従来見通しと変わっていない。ただし、今後、新たな情報が示された場合、FOMCを待つまでも無く、市場は政策変更を予測・調整することが可能となる。なお、長期的な失業率は、経済見通しで5.2%~6.0%としているように、6.5%を下回る可能性がある。
- 資産購入と金利操作は目的が異なる。資産購入の目的は一段と金融緩和的な状況を作り出すことで短期的に経済に勢いをつける。金利ガイダンスの目的は、FRBが金融政策の巻き戻しを

検討する将来の情報の提供にある。なお、緩和解除がどのような出発点になるかは不明であるが、緩やかな、段階的なものとなろう。ただし、インフレやその他の条件次第であることは言うまでも無い。

- 経済見通しについては、「財政の崖」が解決されるとの見方が、予測の根底にある。崖から転落の場合は経済への影響は大きく、FRBは資産購入の拡大など可能な措置をとるだろうが、全ての影響の相殺は出来ないし、その手段を持っているわけではない。

3、FOMC 声明文の概要

< 声明文の要旨・ポイント >

FOMCの声明文では、**前回 FOMC 以降の米経済**について、「米経済は、天候要因を別にすれば、緩やかなペースで拡大している。失業率は幾分低下したものの高止まりしている。家計消費は改善を続け、住宅部門は一層の改善の兆候が見られたが、設備投資は減速した」としている。インフレについては、「エネルギー価格の影響を大きく受けた一時的な変動を別にすれば、委員会の長期目標 (longer-run objective) を幾分下回って推移している。長期的インフレ期待は安定している」とした。以上、ハリケーン要因を除けば、景気認識に前回 FOMC との変化は見られない。11月の失業率の低下 (7.7%) も、高止まりしているとの判断には影響していない。

先行きの見通しでは、「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、十分な金融緩和策がなければ、経済成長は雇用市場を持続的に改善するほど強くはならないと考えている」。また、「世界的な金融市場の緊張により経済見通しがかなり大幅なダウンサイドリスク (significant downside risks) にさらされる状況が続いている。インフレに関しては、中期的に2%の目標 (objective) ないしそれ以下のレベルで推移すると見込んでいる」とし、前回と同様の表現を用いた。

金融政策については、「強い景気回復を支え、当面のインフレを FRB の責務にほぼ一致した水準とするため、委員会は MBS の月 400 億ドルの購入を続ける」。また、「委員会は保有証券の平均償還期間拡大策 (ツイストオペレーション) の年末終了後、**長期国債を、当初、月 450 億ドルのペースで購入する**。さらに、保有している政府機関債や同機関の MBS からの償還金を MBS に再投資する現行の決定を維持し、1月以降、償還される国債の入札時のロールオーバーを再開する。これらの行動により、長期金利に引き下げ圧力を維持し、住宅ローン市場を支援、さらに幅広く金融市場を緩和的にするだろう」とした。

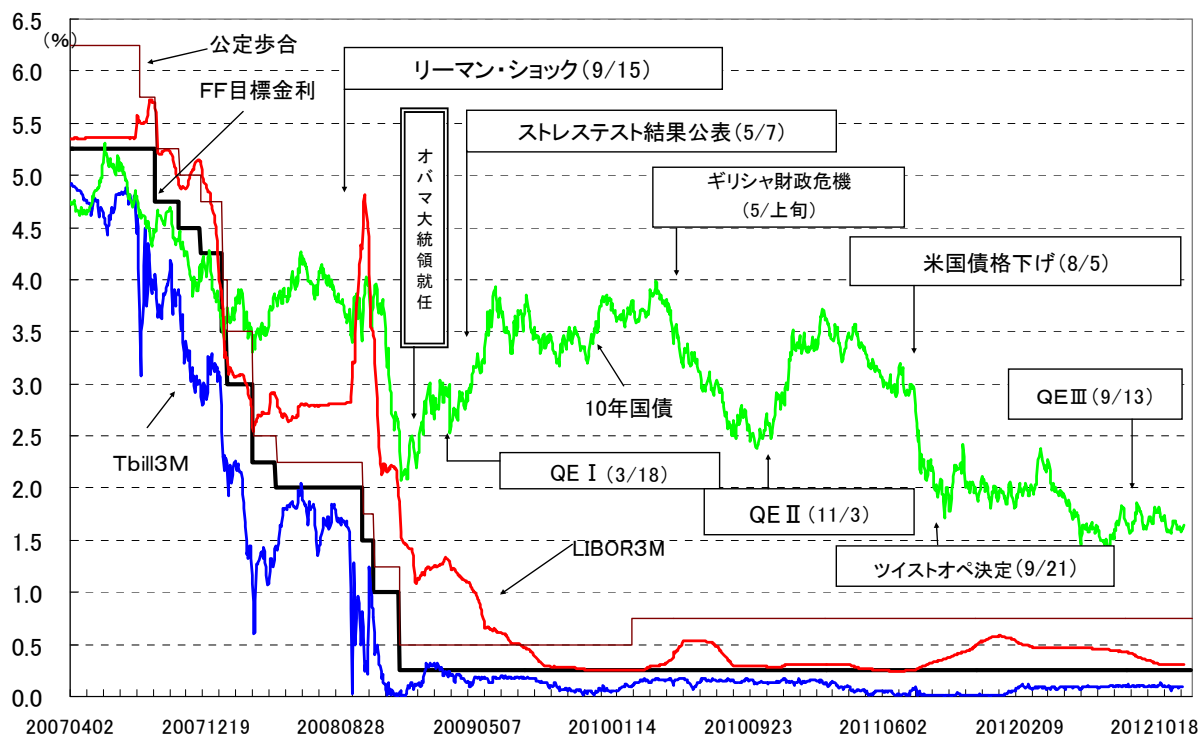
「委員会は今後の経済・金融状況を緊密にモニターし、もし、労働市場の見通しが十分に改善しない場合、国債及び MBS の購入を継続、また、その他の政策手段を用いて、物価安定下で改善が達成されるまで適切な措置を取る」と表明した。

また、「雇用の最大化と物価の安定を支えるため、資産購入プログラムが終了し、景気回復が強まった後も、強い金融緩和策をかなりの期間維持するつもりである。特に、**FF 目標金利を 0~0.25%**に据え置く決定に際し、少なくとも失業率が 6.5%を上回る水準に留まり、1~2年先のインフレが委員会の長期目標 (longer-run goal) である2%を 0.5%以上は上回らず、長期インフレ期待が安定している限り、FF 金利の異例の低水準を維持する。委員会では、こうした設定値はこれまでの期日のガイダンスと同等のものと考えている。高いレベルの金融緩和スタンスをどれほど

長く維持するかは決定では、雇用状況、インフレ圧力やインフレ期待を含むその他の情報や、金融動向の見通し等も考慮するつもりである。また、金融緩和策をやめることを決定する時には、雇用の最大化と2%のインフレという長期目標に一致するバランスのとれたアプローチを取るつもりである」とした。

また、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、「資産購入プログラムとFF金利を異例の低水準金利が正当化する条件の表現」に反対、前回に続き反対票を投じている。

F R B 政策金利と長短期金利の推移（日別）



(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。