

米国経済ウォッチ (No.11-55)

2011年9月22日
広告審査番号 MFB155-110922
MSRC 審査番号 06-B-110922-02**ツイスト・オペの導入を決定**

投資調査部 猿渡 英明

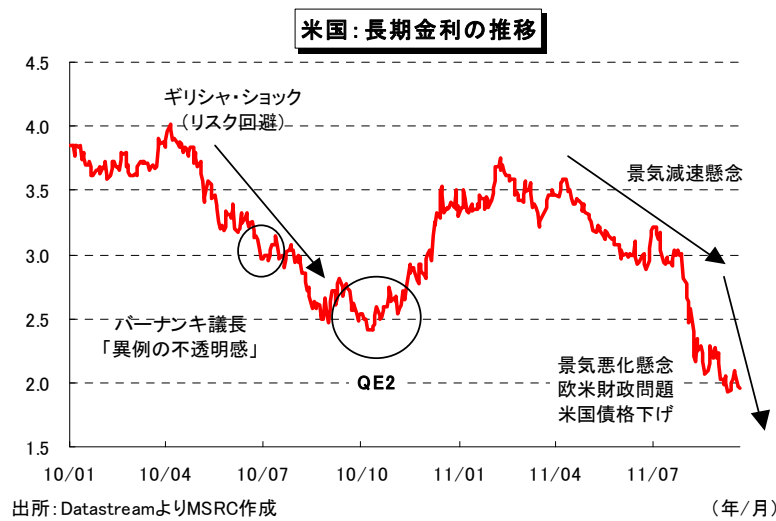
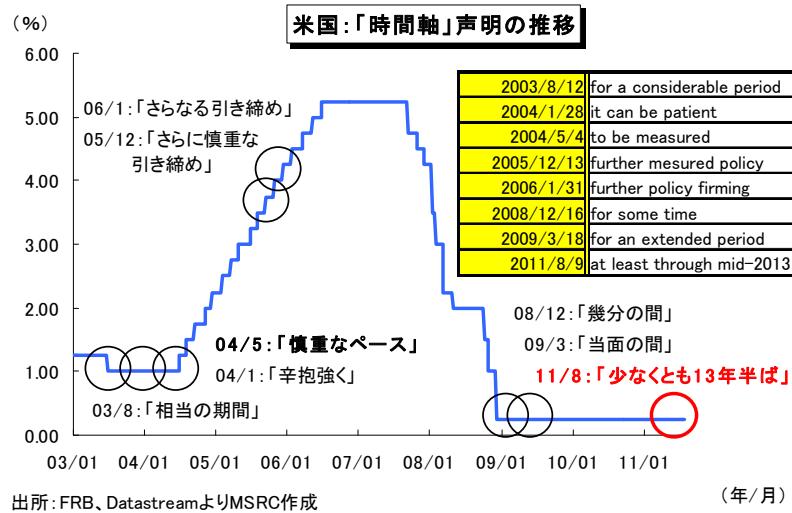
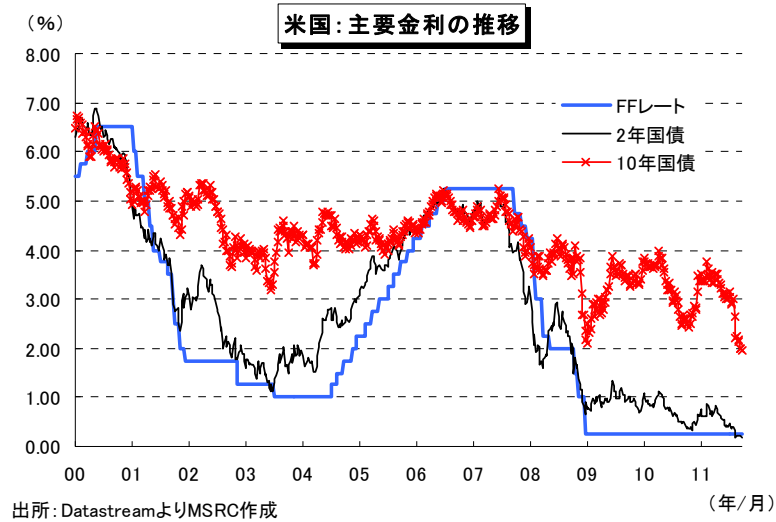
米国 FOMC の概要と評価 (2011年9月20~21日)

- 9/20-21 に開かれた FOMC 会合では、「より強い景気回復をサポートするため」に、追加の金融緩和策としてオペレーション・ツイスト (以下、ツイスト・オペ) の導入が決定された。また、これまで国債に再投資していたエージェンシー関連資産 (エージェンシー債・エージェンシー MBS) の償還分は、10 月からはエージェンシー MBS に再投資されることとなる (これまで実施してきたエージェンシー関連資産の国債への再投資は中止)。その他、国債償還分の国債への再投資 (ロールオーバー) は継続、「少なくとも 13 年中頃まで金融緩和政策の維持が正当化される」という、いわゆる時間軸にも変更はない。今回の決定に関しては概ね想定の範囲内であり、FRB は引き続き経済情勢や金融市場を睨みつつ、さらなる金融緩和措置、すなわち QE3 (量的緩和) の是非について検討していくこととなる。なお、今回の決定に関しては前回会合同様に、プロクサー・フィラデルフィア連銀総裁、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁、フィッシャー・ダラス連銀総裁の 3 名の反対票が入っている。
- 定例の景気・物価判断では、まず現状の景気動向については、雇用情勢は全般的に軟調、失業率は高止まり、個人消費は緩やかな増加が継続、非住宅 (構築物) 投資は依然として弱く、住宅部門は低迷状態、機械・ソフトウェア投資は拡大継続とされた。文言に多少の変化はあるものの、概して景気の現状認識に大きな変化はない。但し、景気見通しについては、「今後、数四半期にかけて回復ペースは幾分、加速する (some pickup)」と予想すると同時に、「グローバル金融市場の逼迫など、強いダウンサイド・リスク (significant downside risks) が存在する」と指摘。前回の「ダウンサイド・リスクが増加した」から、一段と警戒が強まっている。一方、インフレ判断については前回からほぼ変更無し。エネルギー・コモディティ価格がピークアウトしたことでインフレ率の上昇は緩やかになり、かつ長期のインフレ期待は安定しているとされた。また、見通しについても、「今後、数四半期の内に FRB の責務に一致する水準に向け徐々に低下する」との判断に変更はない。
- 以上の景気・物価判断を踏まえ、FRB は「より強い景気回復をサポートするため」にツイスト・オペ (Maturity Extension Program) の実施を決定。①FRB が保有する 3 年以下の国債を売却すると同時に、その売却資金を以って 6 年~30 年の国債を買い入れ、②総額 4,000 億ドルのオペを来年 6 月まで実施することとなる。保有資産を売却した資金で長期ゾーンの国債を買い入れるため、FRB のバランスシートを拡大させずに、つまりインフレ圧力を高めることなく、長期ゾーンの金利を押し下げることができる。FRB によると、当オペにより、FRB の保有国債のデュレーションは、現行の 6 年程度 (75 ヶ月) から 8 年程度 (100 ヶ月) へと長期化する見通し。長期金利が抑制されることで資金調達コストが低下し、かつ FRB は、長期国債に類似する資産への資金シフト、いわゆる「ポートフォリオ・バランス・チャンネル (ポートフォリオ・リバランス効果) を狙っている。なお、売却される短期ゾーンの金利上昇が懸念されるものの、これに対して、FRB は時間軸によって抑制可能であるとしている。
- 今回の会合ではツイスト・オペの他に、エージェンシー関連資産の償還分をエージェンシー MBS に再投資するオペを 10 月から実施することが決まっている。従来はこの償還分を国債に再投資していたものの、このオペは中止となる。但し、国債償還分の国債への再投資については今後も継続することとなっている。

- ツイスト・オペが実体経済にもたらす影響については、どちらかといえば否定的な意見が多いようである。確かに、信用機能の回復が十分でなく、かつ景気が金利への感応度をほぼ失っている状態で、ここからさらに長期金利を押し下げることにはどれだけの効果があるのか疑わしい。しかし、FRBとしては、金融市場に不安定さが残る中で、すでにマーケットがツイスト・オペの実施を織り込んでいることを考慮すれば、今回の会合で当オペを発表する以外に選択肢はなかったといえよう。
- 今後の注目点は言うまでもなく、QE3の有無であろう。今回の声明文は、メインシナリオとしては景気が上向くことを想定しつつも、同時に「強いダウンサイド・リスク」を表明することで、追加緩和への期待をつなぎとめるという内容となっている。この結果、マーケットがQE3期待を持ち続ける限り、長期金利は当面の間、抑制された状態が続くことが期待されるのではないかと。しかし一方で、その追加緩和期待によって今回、株式市場を中心にマーケットがリスク選好的にならなかった点はやや気がかりである。前回のQE2時は、FRBが景気に対して悲観的になった場合や、経済指標が悪化した際に、マーケットは逆に金融緩和期待を高めることでリスク選好的に傾いていった。この点を踏まえると、仮にFRBの量的緩和の狙いが本音では株価の押し上げにあるとしても、QE3によってFRBが期待する通りの結果が得られるか不透明感があるといえるのではないかと。FRBは引き続き、実体経済やマーケットの動向を睨みつつ、QE3の是非について検討を続けることとなろう。実体経済の悪化には歯止めがかかりつつあるものの、米国の財政政策や欧州債務問題など、マーケットに混乱をもたらすリスク要因は依然として存在している。こうした要因により金融市場が不安定すれば、景気が一段と悪化する可能性も残されていよう。実体経済の行方に不透明感が強いことを踏まえると、FRBがQE3の実施に対して結論を出せない状況が当面は続くと思われる。◆

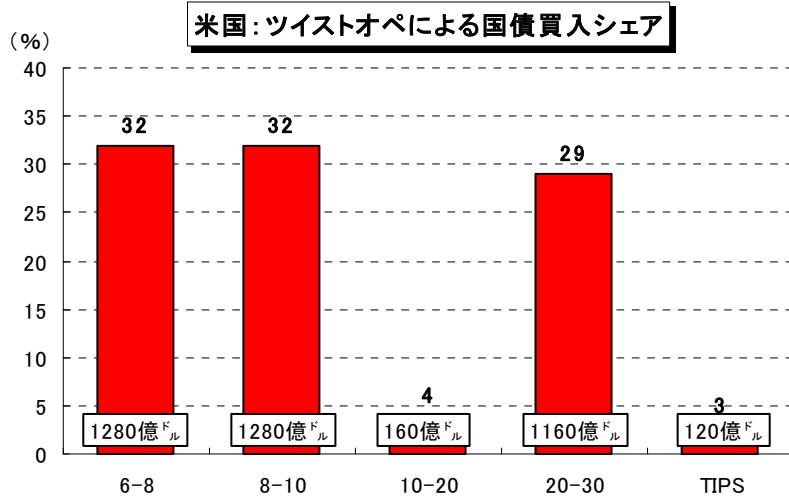
		2011/9/21	2011/8/9	2011/6/22
		据え置き(0.00~0.25%) 賛成:7 vs 反対:3	据え置き(0.00~0.25%) 賛成:7 vs 反対:3	据え置き(0.00~0.25%) 賛成:10 vs 反対:0
景気判断	景気回復ペースは遅いまま (remain slow)	景気回復ペースは予想していたものよりかなり遅い(considerable slower)	景気回復は緩やかなペースで続いている(proceeding at a moderate pace)。	
	目先持ち直すものの、かなりの下方リスクがある。	一時的な要因は部分的な影響に過ぎず、下方リスクがある。	予想していたよりもやや弱いものの、一時的な要因が影響	
物価判断	前回と同じ	前回と同じ	長期的なインフレ期待は安定、一時的な要因が剥落すれば、物価は安定する見通し。	
	前回と同じ	前回と同じ	長期的なインフレ期待は安定	
金融政策	金利政策	前回と同じ	政策金利は0.00~0.25%に据え置く。①低い資源稼働率、②抑制されたインフレ見通し—が、例外的な低金利状態を少なくとも13年半ばまでは正当化する(時間軸の強化)。	政策金利を0.00~0.25%に据え置く。①低い資源稼働率、②抑制されたインフレ見通し—が、例外的な低金利状態を当面の間(for an extended period)正当化する。
	非伝統的手段	エージェンシー債、MBSの償還分をエージェンシーMBSに再投資する。国債の償還分もロールオーバー継続。	前回と同じ	エージェンシー債、MBSの償還分を国債に再投資する。国債の償還分もロールオーバーする(バランスシート規模は一定)
	総額4,000億ドルのツイスト・オペを12年6月まで実施。	景気回復を促進するツールを、必要に応じて採用する。	量的緩和政策(QE2)を予定通り終了	

注:下線は前回会合からの変更点 出所:FRB資料よりMSRC作成

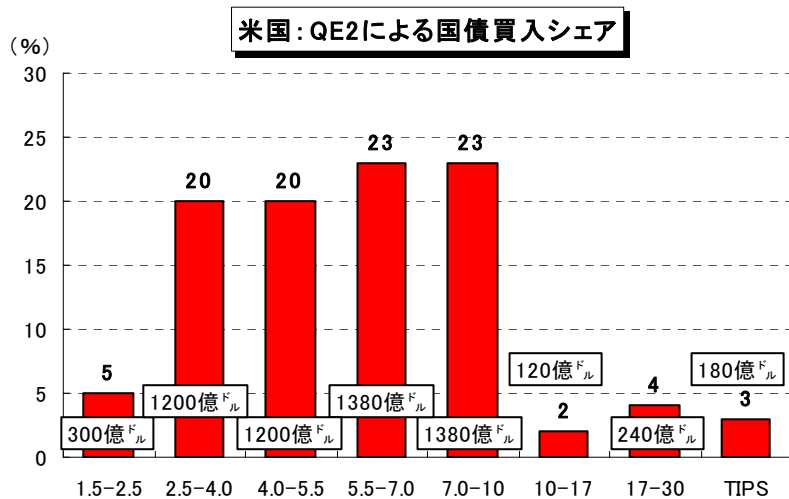


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

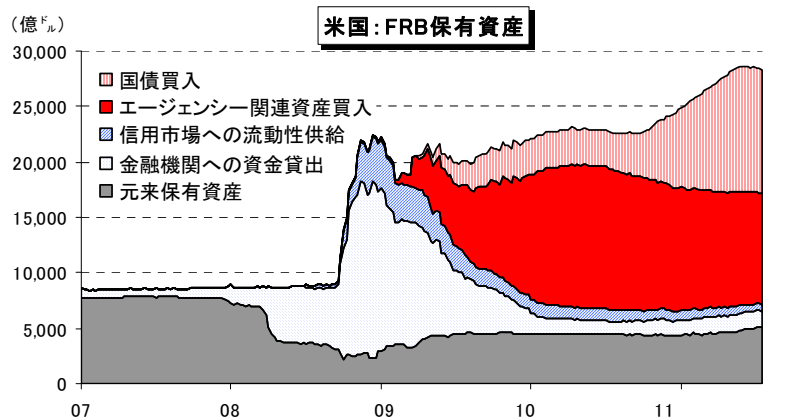
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



注：長期債買入4,000億ドルにおけるシェア
出所：NY連銀資料よりMSRC作成 (残存期間)



注：国債買入6,000億ドルにおけるシェア
出所：NY連銀資料よりMSRC作成 (残存期間)



注：金融機関貸出＝窓口貸出＋レポ＋TAF＋PDCF＋中銀スワップなど
信用市場流動性＝AMLF＋CPFF＋TALF＋MMIFF(利用実績無し)＋Maiden Laneなど
出所：クレーブランド連銀資料よりMSRC作成 (年/月)

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%〔税込み〕、最低2,625円〔税込み〕の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL: 03-5203-6501 FAX: 03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。