

米国経済ウォッチ (No.11-62)

2011年11月4日  
 広告審査番号 MFB155-111104  
 MSRC 審査番号 06-B-111104-01

追加緩和の是非を議論中

投資調査部 猿渡 英明

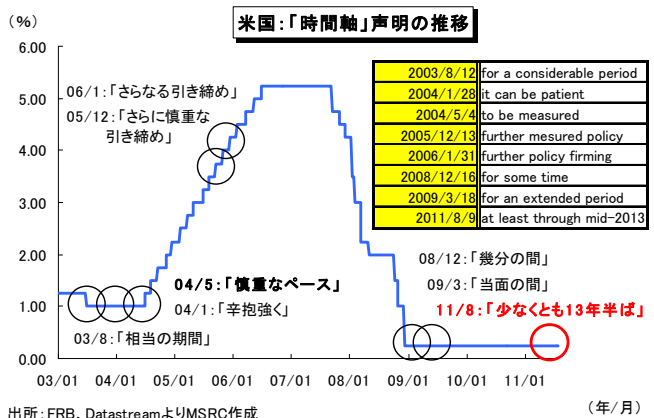
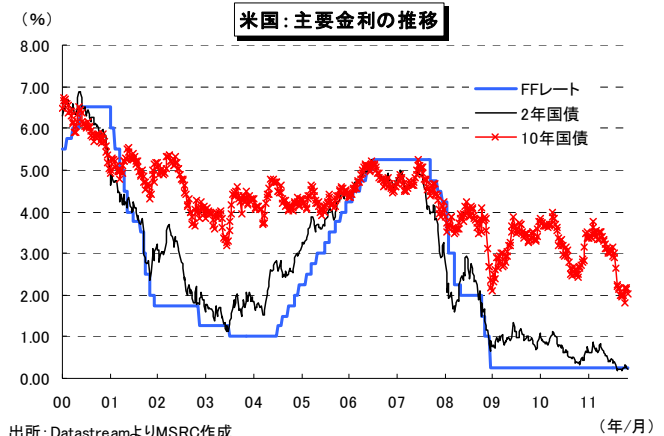
米国 FOMC の概要と評価 (2011年11月1~2日)

- 11/1-2 に開かれた FOMC 会合では、大方の予想通り FRB は現行の金融政策を維持することを決定。一方、注目が高まっている MBS の買入オペについては、「実行可能な選択肢」であるとされ、今後の状況を踏まえつつ導入の是非について議論を続けるとされた。
- 新たな FRB 経済予測では、GDP 成長率が大きく下方修正され、12 年についてはほぼ潜在成長率並みの成長が予想されている。この結果、失業率はこの先も高水準に留まることが予想されている。FRB は責務達成のために、追加緩和の是非について議論を続けるとみられる。
- 当方では、MBS の買入オペについては、現時点ですでに FOMC 内で賛同が集まりつつあることを考慮して、今後、数会合の内に導入される可能性が高いとみている。そして、その後も FRB の経済見通しを考慮する限り、長い期間に渡って少なくとも緩和状態は維持されることになるだろう。

11/1-2 に開かれた FOMC 会合は、現行の金融政策が維持されるという概ね市場予想通りの結果となった。但し、エバンズ・シカゴ連銀総裁は追加緩和を実施すべきであるとして、今回の決定に反対票を投じている。一方、追加緩和の選択肢として注目が集まっていた MBS (住宅ローン担保証券) の買入オペについては実施を見送り。しかし、会合後の記者会見にてバーナンキ議長は「実行可能な選択肢 (viable option)」と発言、状況に応じて導入を検討するとした。

定例の景気・物価評価では、まず景気については「(足元は) いくぶん回復ペースが強まった」と前回会合から評価が改善したもの、その見通しに関しては引き続き「かなりの下方リスク (significant downside risks)」を指摘した。需要項目別の評価では、個人消費が「ここ数ヶ月でやや早いペースの増加がみられた」とされ、「緩やかながらも増加した」という前月の評価から少しだけ前進がみられる。しかし、それ以外の需要項目については前回の評価を踏襲。他方、物価評価については特に変更なし。「エネルギー・商品価格の低下によりインフレ率は鈍化」、「数四半期後には、FRB が責務と一致するレベルにまで落ち着くであろう」とされた。

以上の景気・物価判断を踏まえ、FRB は現行の金融政策を維持した。すなわち、①保有国債の償還期限 (maturity) を長期化するためのオペ、いわゆるツイスト・オペ、②エージェンシー関連資産 (エージェンシー債・MBS) の償還分をエージェンシーMBS に再投資するオペ、③償還を迎えた国債のロールオーバーするオペの継続を決定した。さらに、現行の政策金利 (FF 金利誘導目標) 0



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。

～0.25%を「少なくとも 2013 年半ば」まで据え置くという時間軸の文言も維持された。

なお、今回は FRB から四半期に一度の新たな経済予測が発表された。そこでは、インフレ率の見直しに関してはさほど大きな変更は見られなかったものの、GDP 成長率と失業率の見直しには大幅な修正が入っている。例えば、GDP 成長率（第 4 四半期時点の前年同期比）は、12 年が前回の 3.3%～3.7% から 2.5%～2.9%へ、13 年も前回の 3.5%～4.2%から 3.0%～3.5%へと下方修正されている。特に 12 年に関してはほぼ潜在成長率並みの成長が予想されており、この結果、12 年の失業率は 8.5%～8.7% と現行レベルからほとんど低下しない見通しとなっている。また、13 年についても 7.8%～8.2%と、自然失業率とみなされる長期予想値である 5.2%～6.0%から程遠いレベルにある。新たに発表された 14 年の見通しでも、失業率は 6.8%～7.7%と自然失業率に達しない見通しとなっている。

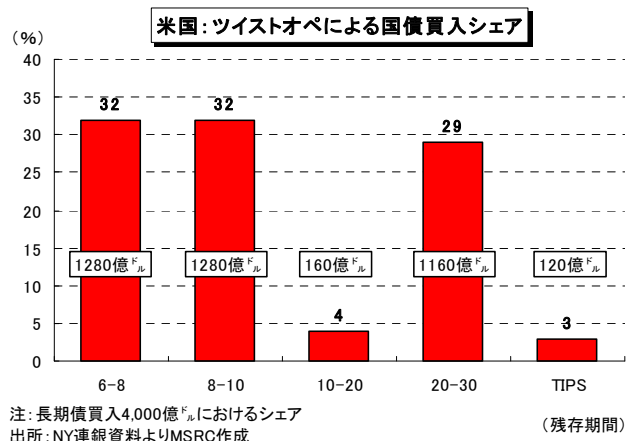
米FRB:経済予想(11年11月)

	11年	12年	13年	14年	長期見通し
実質GDP	1.6-1.7 2.7-2.9	2.5-2.9 3.3-3.7	3.0-3.5 3.5-4.2	3.0-3.9 -	2.4-2.7 2.5-2.8
失業率	9.0-9.1 8.6-8.9	8.5-8.7 7.8-8.2	7.8-8.2 7.0-7.5	6.8-7.7 -	5.2-6.0 5.2-5.6
インフレ率	2.7-2.9 2.3-2.5	1.4-2.0 1.5-2.0	1.5-2.0 1.5-2.0	1.5-2.0 -	1.7-2.0 1.7-2.0
同コア	1.8-1.9 1.5-1.8	1.5-2.0 1.4-2.0	1.4-1.9 1.4-2.0	1.5-2.0 -	- -

注: 下段は前回予測値、GDP、インフレ率(PCEベース)は第4四半期時点の前年比、矢印は前回のレンジ中央値との比較 出所:FRB資料よりMSRC作成

こうした FRB の見通しを踏まえ、俎上に上るのが追加の金融緩和の是非である。FRB は最大限の雇用と物価安定という責務（いわゆる Dual Mandate）を果たすために、何らかの措置をとるべき状況にある。しかし、今回の会合でその措置が見送られたこともあり、今後、どのようなタイミングで FRB が追加緩和に踏み出すかについては見方が分かれるところである。

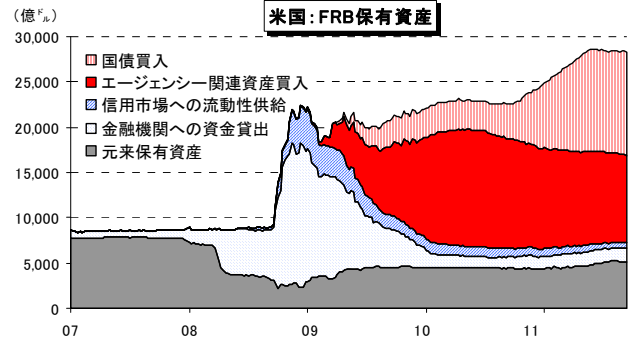
例えば、こうした経済情勢を見通した上で導入されたのが、先日決まった「ツイスト・オペ」であるとするれば、追加措置までにはなおしばらく時間が空く可能性がある。実際、前回の FOMC 議事録では、「多くのメンバーは、さらなる資産買入措置を一段の緩和措置が必要となるイベントに備えて温存すべきであるとみている」とされている。また、FRB に残されている追加手段が限られているという現実、そして「金融政策は万能薬ではない」とのバーナンキ発言、さらには FOMC メンバーの多くが「バランスシートの規模や構成を変える措置が实体经济に与える影響は限定的、かつ一時的である」と考えていることを踏まえると、FRB が一段の追加緩和に踏み切るには、もう一押し何かしらの悪材料が欲しいといったところではないか。ちなみに、現時点で FRB が景気に対するリスク要因として考えているのは、①欧州債務問題を背景とした金融市場の動揺、②過度の緊縮財政などである。FRB がこうしたリスクを見極めたいとすれば、しばらくは様子見姿勢が続く可能性がある。



しかし一方で、バーナンキ議長は目先の景気については「緩やかに持ち直すであろう」と予想しつつも、「その回復ペースはいただつほど遅い」としている。このことを踏まえると、FRB が責務を達成するためにより積極的に行動する可能性もあろう。さすがに 4000 億ドルものツイスト・オペを導入した直後に、その効果も見極めずに追加の国債買入オペが実施される可能性は低いと考えられるが、MBS の買入については可能性を否定することはできない。実際、バーナンキ議長は今回の記者会見において、

MBS の買入オペを「実行可能な選択肢 (viable option)」とし、またその他の理事会メンバーからも、すでに賛成の意が表明されている (ダドリー、イエレン、タルーロ)。さらに、12 年に入れば、タカ派の地区連銀メンバーが現行の 3 名 (プロッサー、フィッシャー、コチャラコタ) から 1 名 (ラッカー) に減ることなど、現在よりも緩和措置をとりやすい状況が生まれることが予想される。

当方では、MBS の買入オペについては、現時点ですでに FOMC 内で賛同が集まりつつあることを考慮して、今後、数会合の内に導入される可能性が高いとみている。それは、FRB がリスク要因として掲げるオバマ雇用対策などの財政政策を確認した後になるのではないかと。また、欧州サイドからの突発的な悪材料に反応する形も考えられよう。そして、その後も米国景気は多くのリスク材料を抱えつつ、緩やかな回復を続けることが予想されるため、FRB は緩和措置の是非について議論を続けることとなる。それが現状の緩和レベルを維持することに留まるのか、もしくは一段と踏み込んだ積極的な緩和措置になるのかについては現時点では定かではないものの、FRB の経済見通しを踏まえる限り、この先長い期間に渡って、少なくとも現行レベルの緩和状態が維持されることは確かであろう。◆



注: 金融機関貸出=窓口貸出+レボ+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: クリーブランド連銀資料よりMSRC作成

		2011/11/2	2011/9/21	2011/8/9
		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:7 vs 反対:3
景気判断		・景気回復ペースはいくぶん強まった(strengthened somewhat)	・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)
	前回と同じ		・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。
物価判断	前回と同じ		前回と同じ	・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 非伝統的手段	前回と同じ		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)。
	前回と同じ		・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。	・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)
	前回と同じ		・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。

注: 下線は前回会合からの変更点 出所:FRB資料よりMSRC作成

**【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。