

米国経済ウォッチ (No.11-70)

2011年12月14日
広告審査番号 MFB155-111214
MSRC 審査番号 06-B-111214-01

注目される来年1月のFOMC会合

投資調査部 猿渡 英明

米国FOMCの概要と評価 (2011年12月13日)

- 12/13に開かれたFOMC会合はほぼ無風。景気判断が一步前進したものの、金融政策の変更は行なわれなかった。注目された「コミュニケーション戦略の透明性強化」や追加緩和に関しても、全く言及がなかった。
- 追加緩和措置は、財政政策の混乱一巡やFOMCメンバーが変わる12年に入ってからの実施を予想。但し、それは住宅市場への挺入れを念頭に置いたもので、ポートフォリオ・リバランス効果を狙った従来の量的緩和とは性格を異にするオペになるのではないかと見られる。

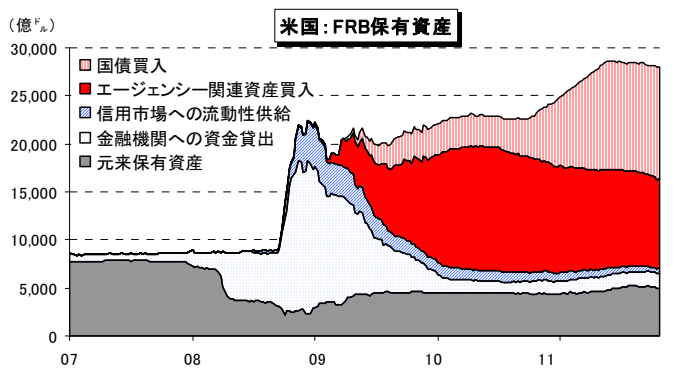
ほぼ無風のFOMC会合

12/13に開かれたFOMC会合では特に真新しい変化はなく、ほぼ無風に終わった。唯一、景気判断に改善がみられたものの、「かなりの下方リスク (significant downside risks) がある」というリスク評価は残されており、政策変更を強いるまでの変化ではない。

なお、今回の会合では、検討が進められている「コミュニケーション戦略の透明性強化」について何らかの発表があり、それと同時に追加緩和の可能性が示唆されるという展開を予想する声もあった。しかし、こうした新たな政策に関しても全く言及はなく、マーケットからは失望の声も出たようである。もっとも、その「コミュニケーション戦略の強化」が何を指すのか定かではなく、かつ追加緩和に関しても、現行のメンバーでは実施されないことはほぼ想定範囲内であったといえるのではないかと見られる。

景気判断では、全体として「緩やかに拡大している (expanding moderately)」とされ、前回の「幾分、成長ペースが強まった (strengthened somewhat)」からやや前進した感がある。具体的には、雇用情勢に対する評価が前月の「弱い」から「改善」に変更され、個人消費は「前進し続けている (continue to advance)」とされている。

政策面では引き続き、①保有国債の残存期限の拡大 (ツイスト・オペ)、②保有国債のロールオーバー、③エージェンシー関連資産 (エージェンシー債・MBS) の再投資—の継続が発表された。保有資産の種類や量を定期的に見直すというスタンスにも変更はない。ただ、この決定に対して、エバンズ・シカゴ連銀総裁は前回同様に反対票を投じている。



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

追加緩和政策の是非

今後の最大の注目点は、追加緩和措置の有無とそのタイミングであろう。前回のFOMC議事録(11/1-2開催分)などを参考にすれば、FRBが追加緩和の是非について検討中であることは確かである。但し、現時点で「現行の経済見通しは追加緩和を正当化する」と考えているFOMCメンバーは数名(a few)に留まっているとされており、実行に踏み切るには少なくとも現行メンバーの入れ替えが必要である。

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。

FOMC 内は今現在、「責務を達成するために追加緩和の実施すべきである」とするメンバーと、「さらなる景気悪化がみられた場合に追加緩和を実施すべきである」と考えるメンバーに分かれている。この内、前者の「責務の達成」に忠実な姿勢を示しているのが、イエレン、ダドリー、タルーロ、エバンスの4名である。

追加緩和の選択肢となり得るのは、住宅市場への梃入れを目的とした MBS（住宅ローン担保証券）の買入であろう。実際、バーナンキ議長は前回会合後の記者会見で、「MBS の買入は実行可能な選択肢（viable option）である」と発言している。

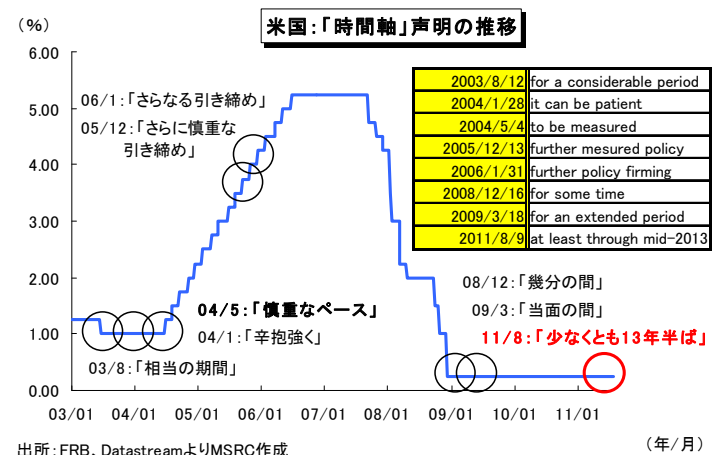
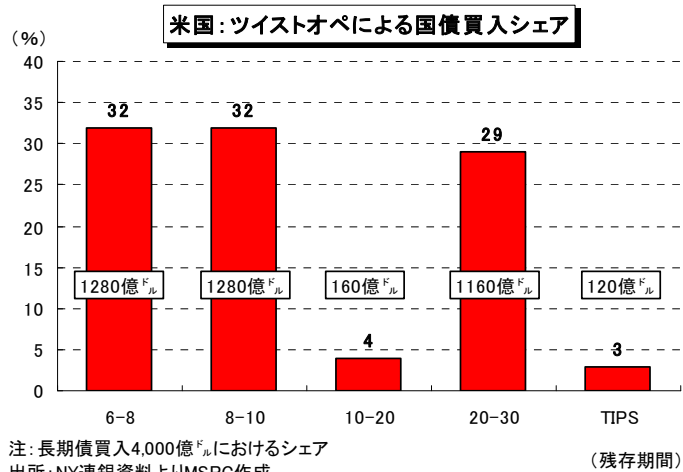
一方、国債買入オペの可能性は低いであろう。そもそも FRB は、夏場の景気後退リスクに対して国債買入オペの代わりにツイスト・オペを選択したのであって、かつその金額は 4,000 億ドルと大規模なものである。そのツイスト・オペの効果を確認せずに、期限とされる 12 年 6 月以前にさらに国債買入を積み増していくことはおよそ考えづらいであろう（仮に国債買入オペに踏み切る事態が発生した場合は、現行のツイスト・オペにおいて短期債の売りを止める形をとるのではないか）。

また、ダドリーは MBS 買入オペを選択する理由として、①住宅市場に直接的な影響を与えることができる、②国債買入オペよりも他の金融市場の影響が限定的である—などを挙げている。となれば、FRB が MBS 買入オペに求めるのは、純粋に住宅市場への梃入れであって、ポートフォリ・リバランス効果を念頭に実施してきたこれまで量的緩和とは性格を異にするものになるのではないか。

コミュニケーション戦略の強化

もう一つの注目点が、「コミュニケーション戦略の透明性の強化」である。もっとも、この「コミュニケーション戦略」の強化策は多岐に渡っており、どのような変更が実際に発表されることになるのか、いまいち明確ではない。例えば、FRB は現時点で、①金融政策の中長期目標（long-run goal）として数値的なターゲット（インフレ率や失業率）を設ける、②政策金利の変更に数値目標を付与する（ガイダンス・時間軸の透明化）、③将来の政策金利のパス（経路）を提示する、④金融政策に対する FOMC メンバーの評価を公表する—などを検討している。

また、こうした「コミュニケーション戦略」の強化は、必ずしも金融緩和の強化を意味しない。例えば、時間軸を示す



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のものに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。

文言に具体的な数値が付与されたとしても、それが現行の「少なくとも13年半ば」よりも緩和度合いを強める結果になる保証はない。しかし、前回の議事録では、「コミュニケーション戦略の強化とともに追加緩和を実施すれば、より効果が得られる」とされており、この2つの変更は同時発表となる可能性が指摘される。

12年に入れば財政政策の混乱も一巡し、かつFOMCメンバーも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（但し、ロックハート・アトランタ連銀総裁は、資産買入に対して否定的）。また、政府サイドも新たな住宅対策（住宅ローン借換条件の緩和など）を検討しており、財政政策との協同步調を示すこともできる。

こうした発表が、仮に記者会見や経済見通しが公表される会合にて行なわれるとすれば、政策変更の実施は、来年の1月（1/24～25）、4月（4/24～25）辺りが有力候補となるのではないかと。◆

米国:FOMC会合メンバーの政策スタンス

| 理事会メンバー | 2011年メンバー | 2012年メンバー |
|------------------|-----------|-----------------------|
| バーナンキ 議長 | ？ | エバンス (シカゴ) ○ |
| ダドリー (NY) 副議長 | ○ | プロッサー (フィラデルフィア) × |
| イエレン 理事(副議長) | ○ | フィッシャー (ダラス) × |
| デューク 理事 | ？ | コチャラコタ (ミネアポリス) × |
| ラスキン 理事 | ？ | ラッカー (リッチモンド) × |
| タルーロ 理事 | ○ | |

注: 追加の資産買入に対して積極的なメンバーは○
状況に応じて容認の構えを示しているメンバーは△
明確に否定しているメンバーは×
スタンスを明示していないメンバーは？
出所: FRB発表資料よりMSRC作成

米国:FOMC開催日

| 2011年 | | 2012年 | |
|----------|---------|----------|-----------|
| 1/25-26 | 8/9 | *1/24-25 | 7/31 |
| 3/15 | 9/20 | 3/13 | 9/12 |
| *4/26-27 | *11/1-2 | *4/24-25 | *10/23-24 |
| *6/21-22 | 12/13 | *6/19-20 | 12/11 |

注: *はFOMC後に記者会見を予定 出所: FRB資料よりMSRC作成

| | 2011/12/13 | 2011/11/2 | 2011/9/21 |
|--------|---|--|--|
| | 据え置き(0.00~0.25%) 賛成:9 vs 反対:1 | 据え置き(0.00~0.25%) 賛成:9 vs 反対:1 | 据え置き(0.00~0.25%) 賛成:7 vs 反対:3 |
| 景気判断 | ・景気回復は緩やかに拡大中 (expanding moderately) | ・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) |
| | 前回と同じ | 前回と同じ | ・グローバル金融市場の逼迫による、「かなりの下方リスク」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 | 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)。 |
| 非伝統的手段 | 前回と同じ | 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。 |
| | 前回と同じ | 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。 |

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のものに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。