

経済情報

FRB のスタンスに変化なし（11 月 FOMC）

連邦公開市場委員会（FOMC）は、11 月 3-4 日に開催された定例会合で政策金利である FF 金利誘導目標（現行レンジ 0.00-0.25%）の現状維持を全会一致で決定した。住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れ枠と期限についても据え置きを決めたが、エージェンシー債については供給量を考慮し、買い入れ枠が減額された（2000 億ドル→約 1750 億ドル）。景気・物価の判断は、前回は概ね踏襲した。注目された時間軸を示す文言では、「長期にわたって（for an extended period）」という表現を維持したが、長期にわたり異例の低金利を続ける条件を具体的に示した。これは市場とのコミュニケーション（対話）をより丁寧にすることを図ったもので、連邦準備制度理事会（FRB）のスタンスに実質的な変化はない。当面は現在の緩和策が継続され、利上げ開始は来夏以降になると予想する。

1. 景気・物価の判断：

（1）景気判断は概ね前回は踏襲

声明文では、景気判断に大きな変化はなかった。前回の表現を概ね踏襲し、景気は引続き上向き（picked up）とした。セクター別では、家計消費の表現を前回の「安定」から「拡大」へと強めたものの、他部門については表現を据え置いた。見通し部分についても、前回の見方を維持。当面、経済活動は弱いままだが、これまでの政策措置や市場の調整力が経済成長力を高め、緩やかにデフレギャップを埋めていくとの見方を変えなかった（第 1 表）。

第 1 表 : FOMC 声明文①〔景気判断〕

前 回 (2009.9.23)	今 回 (2009.11.4)
8月のFOMC以降に入手した情報は、経済活動が <u>厳しい落ち込みから上向いた</u> ことを示している。金融市場の状態はさらに改善し、住宅部門の活動は拡大した。家計消費は安定しつつあるように見えるが、継続する雇用減少、所得の伸び低迷、住宅価値の低下、信用逼迫により抑制されたままである。企業は依然、設備投資や雇用に削減しているが、ペースはより緩やかになった。より出荷に見合った水準へ在庫調整が進展中である。経済活動は当面、弱いと見られるが、委員会は金融市場、金融機関を安定させる政策措置、財政・金融による刺激策、市場の調整力が、物価安定の中で、経済成長を高め、より高い資源利用率に緩やかに戻ることを後押しすると予想している。	9月のFOMC以降に入手した情報は、経済活動が <u>引続き上向いた</u> ことを示している。金融市場の状態は前回会合以降、 <u>全般的にみてほとんど変化しない</u> 。住宅部門の活動は <u>ここ数月にわたり拡大した</u> 。家計消費は拡大しているように見えるが、継続する雇用減少、所得の伸び低迷、住宅価値の低下、信用逼迫により抑制されたままである。企業は依然、設備投資や雇用に削減しているが、ペースはより緩やかになった。より出荷に見合った水準へ在庫調整が進展中である。経済活動は当面、弱いと見られるが、委員会は金融市場、金融機関を安定させる政策措置、財政・金融による刺激策、市場の調整力が、物価安定の中で、経済成長を高め、より高い資源利用率に緩やかに戻ることを後押しすると予想している。
Information received since the Federal Open Market Committee met in August suggests that economic activity has <u>picked up following its severe downturn</u> . Conditions in financial markets <u>have improved further</u> , and activity in the housing sector has increased. Household spending <u>seems to be stabilizing</u> , but remains constrained by ongoing job losses, sluggish income growth, lower housing wealth, and tight credit. Businesses are still cutting back on fixed investment and staffing, though at a slower pace; they continue to make progress in bringing inventory stocks into better alignment with sales. Although economic activity is likely to remain weak for a time, the Committee anticipates that policy actions to stabilize financial markets and institutions, fiscal and monetary stimulus, and market forces will support a strengthening of economic growth and a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability.	Information received since the Federal Open Market Committee met in September suggests that economic activity has <u>continued to pick up</u> . Conditions in financial markets <u>were roughly unchanged, on balance, over the intermeeting period</u> . Activity in the housing sector has increased <u>over recent months</u> . Household spending <u>appears to be expanding</u> but remains constrained by ongoing job losses, sluggish income growth, lower housing wealth, and tight credit. Businesses are still cutting back on fixed investment and staffing, though at a slower pace; they continue to make progress in bringing inventory stocks into better alignment with sales. Although economic activity is likely to remain weak for a time, the Committee anticipates that policy actions to stabilize financial markets and institutions, fiscal and monetary stimulus, and market forces will support a strengthening of economic growth and a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability.

(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 物価の見方は不変

物価については、前回から変更なし。大幅な資源の緩み（デフレギャップ）とインフレ期待の安定が物価上昇を抑制するとの見方を維持した（第2表）。前回9月のFOMC議事録によれば、デフレギャップとインフレ率の関係について懐疑的な委員が複数存在する一方で、インフレ期待安定の重要性については全員が認めていることから、物価安定の見通しは、インフレ期待の安定がカギを握っているとみられる。

第 2 表 : FOMC 声明文②〔物価判断〕

前 回 (2009.9.23)	今 回 (2009.11.4)
かなりの資源の緩みが引続きコスト上昇圧力を抑えるとみられること、長期的なインフレ期待が安定していることにより、委員会はインフレ率が当面、抑制されると見込んでいる。	かなりの資源の緩みが引続きコスト上昇圧力を抑えるとみられること、長期的なインフレ期待が安定していることにより、委員会はインフレ率が当面、抑制されると見込んでいる。
With substantial resource slack likely to continue to dampen cost pressures and with longer-term inflation expectations stable, the Committee expects that inflation will remain subdued for some time.	With substantial resource slack likely to continue to dampen cost pressures and with longer-term inflation expectations stable, the Committee expects that inflation will remain subdued for some time.

(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策：

(1) 政策金利は据え置き、時間軸文言には条件が付与

FF金利の誘導目標については、現行レンジの0.00-0.25%を据え置いた。また、時間軸を示す文言である「長期にわたって（for an extended period）」の表現も維持された（第3表）。一方、長期にわたり異例の低金利を続けることを正当化する経済情勢について、①低い資源の利用率、②抑制されたインフレ動向、③安定したインフレ期待、と具体的な説明が加えられた。これは、緩和政策を解除する条件を丁寧に説明したもので、出口戦略の発動時期などに関するFRBの政策スタンスが変化したことを示すものではない。前回FOMCの議事録ではインフレ期待の安定維持にはFRBが金融政策の進め方についてコミュニケーション（対話）を続けていくことが重要であることに全員が同意したと記されており、今回の声明文変更もこうした方針に基づくものとみられる。

第3表：FOMC 声明文③〔政策金利〕

前回 (2009.9.23)	→	今回 (2009.11.4)
このような状況の下、FRBは、景気回復を促進し、物価安定を維持するために幅広い手段を利用し続ける。委員会はFF金利の目標レンジ0-0.25%を維持する。そして、経済情勢が、異例に低いFF金利を長期にわたって続けることを正当化すると引続き見込んでいる。		このような状況の下、FRBは、景気回復を促進し、物価安定を維持するために幅広い手段を利用し続ける。委員会はFF金利の目標レンジ0-0.25%を維持する。そして、 <u>低い資源の稼働率、抑制されたインフレ率、安定したインフレ期待を含めた</u> 経済情勢が、異例に低いFF金利を長期にわたって続けることを正当化すると引続き見込んでいる。
In these circumstances, the Federal Reserve will continue to employ a wide range of tools to promote economic recovery and to preserve price stability. The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period.		In these circumstances, the Federal Reserve will continue to employ a wide range of tools to promote economic recovery and to preserve price stability. The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, <u>including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations,</u> are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period.

(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) エージェンシー債の購入枠を減額

MBSの買い入れ枠と期限については現行方針（1兆2500億ドル、来年3月末まで）を維持したが、エージェンシー債は購入枠が減額された（2000億ドル→1750億ドル）。これは、エージェンシー債の供給量を考慮したテクニカルな変更で、金融政策の変更を示すものではない。声明文でも、最近の購入方針と一致したものであることか記されている。なお、米国債買い入れについては、10月末で予定の3000億ドルに達し、終了していることから、声明文から削除されている。

第 4 表 : FOMC 声明文④〔その他金融政策〕

前 回 (2009.9.23)	今 回 (2009.11.4)
<p>住宅ローン貸出や住宅市場を支援するために、また、民間信用市場全体の状況を改善するために、FRBは1.25兆ドルのMBSと最大2000億ドルのエージェンシー債を購入する。委員会は市場のスムーズな移行を促進するために購入ペースを徐々に鈍化させるとともに、2010年3月末までに購入を完了させることを見込んでいる。前回、公表したように、FRBは3000億ドルの米国債購入を2009年10月末までに完了する予定である。委員会は、経済見通しの変化と金融市場の状態に照らし合わせて、証券購入のタイミングと総額を引続き評価する。FRBはバランスシートの規模と構成を監視し、信用・流動性プログラムを必要に応じて調整していく。</p>	<p>住宅ローン貸出や住宅市場を支援するために、また、民間信用市場全体の状況を改善するために、FRBは1.25兆ドルのMBSと約1750億ドルのエージェンシー債を購入する。エージェンシー債の購入総額は依然公表した2000億ドルよりは幾分少ないものの、最近の購入方針と一致したものであり、エージェンシー債の限られた入手可能性を反映したものである。委員会は市場のスムーズな移行を促進するために購入ペースを徐々に鈍化させるとともに、2010年3月末までに購入を完了させることを見込んでいる。委員会は、経済見通しの変化と金融市場の状態に照らし合わせて、証券購入のタイミングと総額を引続き評価する。FRBはバランスシートの規模と構成を監視し、信用・流動性プログラムを必要に応じて調整していく。</p>
<p>To provide support to mortgage lending and housing markets and to improve overall conditions in private credit markets, the Federal Reserve will purchase a total of \$1.25 trillion of agency mortgage-backed securities and <u>up to \$200 billion of agency debt</u>. The Committee will gradually slow the pace of these purchases in order to promote a smooth transition in markets and anticipates that they will be executed by the end of the first quarter of 2010. <u>As previously announced, the Federal Reserve's purchases of \$300 billion of Treasury securities will be completed by the end of October 2009.</u> The Committee will continue to evaluate the timing and overall amounts of its purchases of securities in light of the evolving economic outlook and conditions in financial markets. The Federal Reserve is monitoring the size and composition of its balance sheet and will make adjustments to its credit and liquidity programs as warranted.</p>	<p>To provide support to mortgage lending and housing markets and to improve overall conditions in private credit markets, the Federal Reserve will purchase a total of \$1.25 trillion of agency mortgage-backed securities and <u>about \$175 billion of agency debt</u>. The amount of agency debt purchases, while somewhat less than the previously announced maximum of \$200 billion, is consistent with the recent path of purchases and reflects the limited availability of agency debt. In order to promote a smooth transition in markets, the Committee will gradually slow the pace of its purchases of both agency debt and agency mortgage-backed securities and anticipates that these transactions will be executed by the end of the first quarter of 2010. The Committee will continue to evaluate the timing and overall amounts of its purchases of securities in light of the evolving economic outlook and conditions in financial markets. The Federal Reserve is monitoring the size and composition of its balance sheet and will make adjustments to its credit and liquidity programs as warranted.</p>

(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 市場の反応

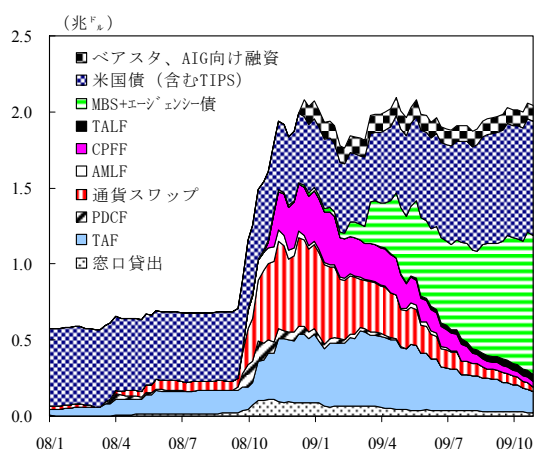
今回の FOMC では、事前に複数のメディアから、時間軸を示す文言が変更される可能性があるとの報道があったため、市場では警戒が強まっていた。しかし、変更が見送られたことで、短期債では利回りが低下した。しかし、長期債利回りはエージェンシー債の購入枠が減額されたこと、翌週に過去最大の国債入札を控え需給悪化に対する警戒が強まったことから上昇し、ステイプニングが進んだ。株価は、超低金利が継続されることによる安心感から声明文発表直後は上昇したが、FRB が景気判断を据え置くなど景気の先行き不透明感も強いことから、その後は値を下げた。為替市場では、超低金利政策が長期化するとの観測からドルは対ユーロなどで軟調に推移している。

4. 今後の見通し

景気・金融情勢が好転する中、FRB は徐々に出口戦略の環境整備を進めている。前述の米国債買い入れ終了など、金融危機対応の非伝統的な措置は今後、徐々に解除されていく見通しである。また、10月19日にはニューヨーク連銀からリバース・レポの試験取引を実施しているとの声明が発表された。FRB のバランスシートの規模は足元でジリジリと拡大している。短期流動性供給プログラムの残高の減少テンポが一頃に比べて鈍る一方、MBSなどの長期資産残高が着実に増加しているためだ（第1図）。負債サイドでは、連邦債務残高が法定上限に近付き財務省の補完調達勘定残高（注）が減らされた結果、準備預金残高はバランスシート全体を上回るスピードで増加している（第2図）。FRB が本格的に出口戦略を進める際は、利上げと同時に、こうした過剰流動性を吸収しなければならず、リバース・レポは流動性吸収のための有力なツールとなる。

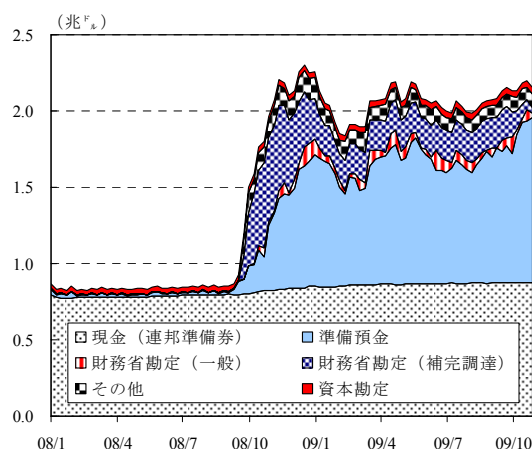
（注）FRB が市場から資金を吸収する有力な手段を持たないため、AIG 支援などで大量の資金供給を行う FRB の金融調節を容易にするために昨年9月に創設された。財務省が証券を発行して市場から資金を吸収し、FRB（ニューヨーク連銀）に預けるというもの。

第1図：FRBのB/S（資産）



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：FRBのB/S（負債）

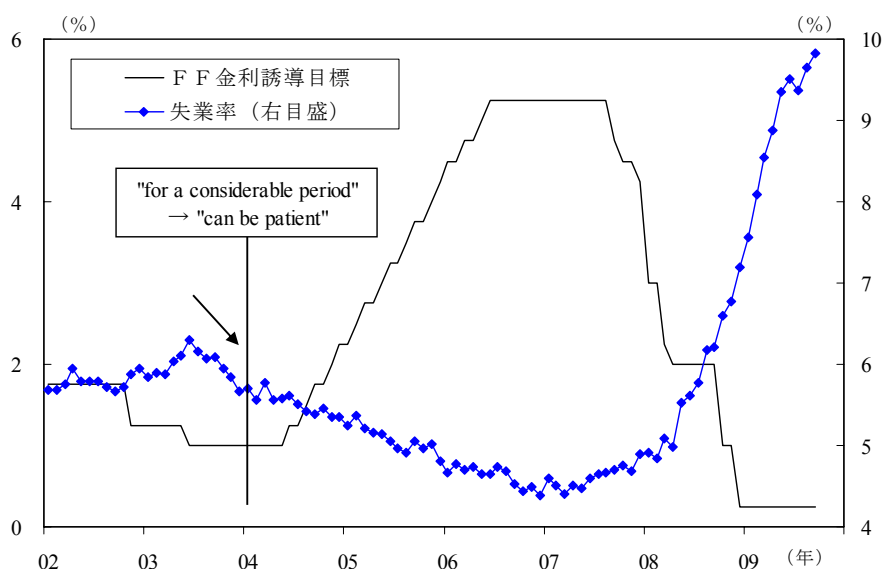


（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

しかし、今回、時間軸の文言が変更されなかったように、FRB は現時点で出口戦略を急がなければならないとは判断していないとみられる。リバース・レポの試験取引実施も、必要になった時に支障なく実施できるよう準備しておくためのもので、出口戦略の発動とは関係ないとニューヨーク連銀自身が強調している。米国景気は底入れから拡大に転じ、7-9月期の実質GDP成長率も5四半期振りにプラスに転じたが、現時点では景気対策に支えられている部分が依然大きく、民間の自律回復力については不透明感が強い。

ちなみに、前回利上げに転じる局面では、2004年1月のFOMCでそれまでの時間軸を示す文言「緩和策をかなりの期間維持できる（policy accommodation can be maintained for a considerable period）」が「緩和策の解除に対して辛抱強くいられる（can be patient in removing its policy accommodation）」に変更され、その5カ月後の6月のFOMCで利上げ開始が決定された（第3図）。しかし、2004年1月の時点では、失業率がすでに前年の6月にピークをつけ低下基調に転じていたのに対して、現在は失業率がまだ上昇を続けている。経済情勢は大きく異なっており、今はまだFRBが利上げに動き出すタイミングではないとみられる。失業率のピークアウトは来年初頃になるとみられるため、利上げ開始は来夏以降になると予想される。

第3図：失業率と政策金利



(資料) 米労働省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(H21.11.5 山中 崇 takashi_2_yamanaka@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1