

経済情報

11 月 FOMC : 追加緩和（QE 2）を決定

【要 旨】

- ◇ 連邦公開市場委員会（FOMC）は 11 月 2-3 日に開催された定例会合で、政策金利である FF 金利の誘導目標（現行レンジ 0.00-0.25%）を据え置くとともに、住宅ローン担保証券やエージェンシー債など保有証券からの償還資金を米国債に再投資する政策についても維持することを決めた。加えて、米国債の追加購入（2011 年 6 月末までに 6000 億ドル、月間約 750 億ドルの購入ペース）を決定し、量的緩和策第 2 弾（QE 2）の実施に踏み切った。購入ペースと購入総額については、今後、定期的に見直されることになる。投票結果は 10-1 の賛成多数。カンザスシティ連銀のホーニグ総裁だけが、「証券購入は、リスクが利益を上回る。将来の金融不均衡のリスクを増大させ、インフレ期待を上昇させる。」として反対票を投じた。
- ◇ 声明文では、景気判断はほとんど変わらず、緩やかな景気回復が続くとの見通しを維持したものの、目標に向けての進展は失望するほど遅いとして現状への強い不満を表明した。物価については、長期的なインフレ期待は安定しているものの基調的なインフレ率がここ数四半期で下がったと判断。金融政策に関する記述では、時間軸を示す文言「長期にわたって（for an extended period）」が維持された。
- ◇ 家計のバランスシート調整など各種構造調整圧力が残る下では、QE 2 に即効性を求めることは難しく、景気・物価指標が早期に上向くことは期待しにくい。このため、QE 2 が来年後半も継続され、購入総額が 6000 億ドルを超える可能性もある。

1. 量的緩和策第2弾の実施を決定

連邦公開市場委員会（FOMC）が量的緩和策第2弾（QE2）の実施を決定した。QE2については、効果が疑問視されることやコストが大きい（将来のインフレリスク等）ことなどを理由にFOMCメンバーの中でも慎重論が少なくなかった。今回の会合でも激しい議論があったと推測されるが、連邦準備制度理事会（FRB）の2つの使命（物価安定と最大雇用の達成）から大きく外れた経済の現状に危機感を強めたバーナンキ議長が指導力を発揮し、導入に踏み切ったとみられる。

量的緩和策は既に第1弾（QE1）が実施済みである。2008年末にスタートし、米国債、住宅ローン担保証券（MBS）、エージェンシー債合わせて1.7兆ドル強を購入して今年3月末で終了した。QE1では金融市場が強いストレス下にあったため1.7兆ドルという巨額の買い入れが行われた。今回は、金融市場が安定していることに加えて金融政策の柔軟性を損なわないよう、2011年6月末までに6000億ドルという比較的小額で始め、その後、FOMCごとに購入ペースと購入総額を見直す方法が採用されたとみられる。

なお、8月のFOMCで導入した住宅ローン担保証券やエージェンシー債など保有証券からの償還資金を米国債に再投資する政策も継続されており、この購入分が来年6月末までに2500-3000億ドルと見込まれるため、これを含めるとFRBによる米国債の購入は総額で8500-9000億ドル、月当たり約1100億ドルに達する見込みである。購入される米国債はMBSの平均満期に近い残存期間5-6年の債券が中心になると公表されており、住宅ローン金利に対する押し下げ効果を期待しているとみられる。

FRBの資産規模は現在、約2兆ドルと未曾有の水準に拡大しているが、QE2により2011年6月末までに2.5兆ドルを超えることが予想される。

2. 声明文の内容

（1）景気・物価の判断：現状に強い不満

声明文では、景気判断に関する記述はほとんど変更されなかった。景気見通しについては、物価安定が続く下で資源の利用率が高い状態に緩やかに戻っていくとして従来の見方を維持したが、目標への進展は失望するほど遅いとして、景気の現状に強い不満を表明した。

物価については、長期的なインフレ期待は安定しているが、ここ数四半期で基調的なインフレ率が低下したとし、前回同様、委員会の目標をやや下回って

いるとの判断が示された（第1表）。

なお、3週間後に発表される議事録の中で FOMC 委員の最新の経済・物価見通しが公表される予定である。

第1表：FOMC 声明文①〔景気・物価判断〕

前 回 (2010.9.21)	今 回 (2010.11.3)
<p>8月のFOMC以降に入手した情報は、生産や雇用の回復ペースがここ数カ月の間に減速したことを示している。家計消費は緩やかに拡大しているが、高水準の失業や緩やかな所得の伸び、住宅価値の低下、信用逼迫により抑制されたままである。企業の機械・ソフトウェア投資は、今年の早い時期に比べると減速しているが、増加を続けている。一方、非住宅建設投資は弱いままである。企業は雇用を増やすことに依然、消極的である。住宅着工は抑制された水準にある。銀行貸出はここ数カ月は落ち込みのペースが鈍ったものの減少が続いている。景気の回復ペースは当面、緩慢と見られるが、委員会は、物価安定を維持したまま、資源の利用率がより高い状態に緩やかに戻ると予想している。</p> <p>現在の基調的なインフレ率は、最大雇用と物価安定という委員会の目標に、長期的にみて最も見合っていると判断される水準をやや下回っている。かなりの資源の緩みが引続きコスト上昇圧力を抑えること、長期的なインフレ期待が安定していることにより、インフレ率は、委員会が目標に見合っているとみなす水準にまで上昇する前に、しばらく抑制された状態が続きそうだ。</p>	<p>9月のFOMC以降に入手した情報は、生産や雇用の回復ペースが引き続き遅いことを確認するものである。家計消費は緩やかに拡大しているが、高水準の失業や緩やかな所得の伸び、住宅価値の低下、信用逼迫により抑制されたままである。企業の機械・ソフトウェア投資は、今年の早い時期に比べると減速しているが、増加を続けている。一方、非住宅建設投資は弱いままである。企業は雇用を増やすことに依然、消極的である。住宅着工は引き続き抑制された水準にある。<u>(銀行貸出に関する記述を削除)</u>長期的なインフレ期待は安定したままであるが、基調的なインフレ率はここ数四半期で低下基調を強めた。</p> <p>その使命に則り、委員会は最大雇用と物価安定の促進することを求める。現在、長期的にみて委員会の目標に見合っていると判断される水準を失業率は上回り、基調的なインフレ率はやや下回っている。委員会は、物価安定を維持したまま、資源の利用率がより高い状態に緩やかに戻ると予想しているが、目標に向けての進展はこれまでのところ失望するぐらい遅い。</p>
<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in August <u>indicates</u> that the pace of recovery in output and employment <u>has slowed in recent months</u>. Household spending is increasing gradually, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software is rising, though less rapidly than earlier in the year, while investment in nonresidential structures continues to be weak. Employers remain reluctant to add to payrolls. Housing starts <u>are at a depressed level</u>. Bank lending <u>has continued to contract, but at a reduced rate in recent months</u>. The <u>Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, although the pace of economic recovery is likely to be modest in the near term</u>.</p> <p><u>Measures of underlying inflation are currently at levels somewhat below those the Committee judges most consistent, over the longer run, with its mandate to promote maximum employment and price stability. With substantial resource slack continuing to restrain cost pressures and longer-term inflation expectations stable, inflation is likely to remain subdued for some time before rising to levels the Committee considers consistent with its mandate.</u></p>	<p>Information received since the Federal Open Market Committee met in September <u>confirms</u> that the pace of recovery in output and employment <u>continues to be slow</u>. Household spending is increasing gradually, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software is rising, though less rapidly than earlier in the year, while investment in nonresidential structures continues to be weak. Employers remain reluctant to add to payrolls. Housing starts <u>continue to be depressed</u>. <u>Longer-term inflation expectations have remained stable, but measures of underlying inflation have trended lower in recent quarters.</u></p> <p><u>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Currently, the unemployment rate is elevated, and measures of underlying inflation are somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. Although the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, progress toward its objectives has been disappointingly slow.</u></p>

(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 金融政策：時間軸文言は変更なし

金融政策に関する記述では、「声明文を修正することで市場の利上げ予想を後ズレさせ、長期金利の低下を促すことにより、金融の緩和度合いをさらに強めることが可能である」とバーナンキ議長が講演で発言したことから、時間軸を示す文言「長期にわたって (for an extended period)」が変更されるとの期待も一部にあったが、今回は据え置かれた(第2表)。

第2表：FOMC 声明文②〔金融政策〕

前 回 (2010.9.21)	今 回 (2010.11.3)
<p>委員会はFF金利の目標レンジ0-0.25%を維持する。そして、低い資源の稼働率、抑制されたインフレ動向、安定したインフレ期待を含む経済情勢が、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公算が大きいと引き続き見込んでいる。委員会はまた、保有証券からの償還資金を再投資するという現在の政策を維持する。</p> <p>委員会は経済見通しや金融市場の動向を引き続き監視する。そして、目標に見合った水準まで景気を回復させ、インフレ率を戻すために必要ならば、追加緩和措置を実施する用意がある。</p> <p>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, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. The Committee also will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings.</p> <p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and <u>is prepared to provide additional accommodation if needed to support the economic recovery and to return inflation, over time, to levels consistent with its mandate.</u></p>	<p>景気より力強い回復ペースを促し、インフレ率が長期的に委員会の目標に見合った水準にあることを確かなものにするために、委員会は本日、証券保有の拡大を決定した。委員会は保有証券からの償還資金を再投資するという現在の政策を維持する。加えて、委員会は2011年第2四半期末までに6000億ドル、月間約750億ドルのペースで米国債を追加購入する意向である。委員会は今後入手する情報に照らして、証券購入のペースと資産購入プログラムの全体の金額を定期的に見直し、最大雇用と物価安定を最も促進するために必要なものになるよう同プログラムを調整する。</p> <p>委員会はFF金利の目標レンジ0-0.25%を維持する。そして、低い資源の稼働率、抑制されたインフレ動向、安定したインフレ期待を含む経済情勢が、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公算が大きいと引き続き見込んでいる。</p> <p>委員会は経済見通しや金融市場の動向を引き続き監視する。そして、景気を回復させ、インフレ率を長期的に目標に見合った水準にあることを確かなものとするのを助けるために必要な政策手段を用いる。</p> <p><u>To promote a stronger pace of economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to expand its holdings of securities. The Committee will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings. In addition, the Committee intends to purchase a further \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of the second quarter of 2011, a pace of about \$75 billion per month. The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information and will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability.</u></p> <p>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, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.</p> <p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and <u>will employ its policy tools as necessary to support the economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate.</u></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：超長期の金利が上昇

ほぼ大方の予想通りの結果となったことから市場への影響は限定的となった。債券市場では、超長期ゾーンの購入額が予想を下回ったため、30年債の利回りが上昇。一方、10年より短い債券の利回りは購入額の多い中期債を中心に小幅低下した。株式市場では、FOMCが予想通り量的緩和に踏み切ったことを好感。声明文発表後に材料出尽くし感から売られる場面もあり相場はやや乱高下したが、最後は底堅さを見せ小幅高で引けた。為替市場では発表直後、ドルが対円、ユーロなどで下落したが、直後に買戻しの動きもみられ小幅安に止まっている。

4. 今後の見通し：QE2の効果は当面、限定的

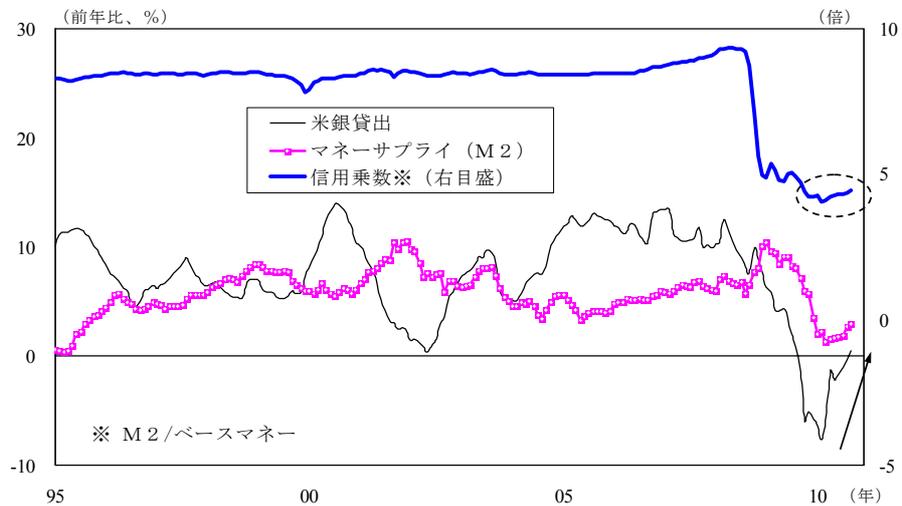
QE2は、長期金利低下や資産価格上昇などの経路を通して景気を刺激し、物価下落圧力を緩和する効果が期待される(ポートフォリオ・リバランス効果)。

ニューヨーク連銀では、QE1による長期金利の押し下げ効果を0.30%~1.00%と試算しているが、QE1導入時に市場の流動性が低下していたことが大きな効果を得られた要因であると分析している。この点、金融市場が安定を取り戻した現状では、QE2による長期金利の押し下げ効果はQE1に比べて限定的になるとみられる。

景気浮揚効果についても過度の期待は禁物である。住宅ローン債務者の4分の1がネガティブ・エクイティ(住宅価格がローン残高を下回る)の現状では、ローン金利が下がっても住宅の買換えやローンの借換えは難しく、住宅投資や個人消費に対する刺激効果は抑えられる。また、資産価格の上昇についても、家計がバランスシートの修復を優先している下では、消費刺激効果は減殺されよう。このため、景気・物価指標が早期に上向くことは期待しにくく、QE2は来年7月以降も継続され、総額が6000億ドルを超える可能性がある。

もともと、明るい材料もある。金融危機により遮断された金融緩和の波及経路が修復されつつあることだ。米銀の貸出態度厳格化に歯止めがかかり貸出の伸びが底打ち、マネーの伸びも回復しつつある。この結果、大幅に低下した信用乗数にも底打ちの兆しが出ている(第1図)。家計・企業の手元流動性が歴史的な高水準にあることから貸出の本格回復には時間がかかろうが、こうした金融機能の回復に加え、家計のバランスシート調整などの各種構造調整が進展するのに伴って、QE2の実体経済への効果が徐々に顕現化すると期待される。

第1図：貸出、マネーサプライと信用乗数



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(H22.11.4 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すよう、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おります。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