

今月の焦点

海外経済金融

長期緩和姿勢を強めた米国の金融政策

～景気次第では追加緩和策を打ち出す可能性が高い～

木村 俊文

ゼロ金利政策を2014年後半まで延長

米連邦準備理事会（FRB）は、1月24～25日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、金融政策の現状維持（異例の低金利政策の継続、保有証券の平均残存期間延長と償還資金の再投資）を決定するとともに、新たな方針や見通しなどを発表した。

新年入りに伴いFOMCで投票権を持つ4人の地区連銀総裁が交代したことにより、緩和策の実施を支持するハト派的な姿勢が強まるなか、FRBが今回変更した点は次の4つである。

第一は、「少なくとも2014年後半まで異例の低金利を維持する可能性が高い」と、これまでの時間軸（13年半ば）を1年半ほど延長する方針を決定した。第二は、最新の経済見通しを公表し、12～13年の成長率見通しを下方修正した。第三は、金融政策の透明性向上のために、将

来の利上げ時期予想と向こう3年間の政策金利見通しを新たに発表した。第四は、長期的なインフレ目標（ゴール）を明確化し、前年比の個人消費支出（PCE）デフレーターを2%に設定した。

以下では、注目する必要があると思われる主なポイントを概説するとともに、金融政策の先行きについて展望してみたい。

経済見通しを下方修正

FOMC後に公表された最新の経済見通し（年4回発表）によれば、FRB理事と連銀総裁の17人による12年の実質GDP成長率（予想中心帯）は2.2～2.7%と、前回11月時点の予想（2.5～2.9%）から引き下げられた（図表1）。同様に13年の成長率についても2.8～3.2%と、前回予想（3.0～3.5%）から下方修正された。また、12～13年の失業率についても、足元

で改善していることを踏まえて引き下げられた。

一方、今回初めて公表された利上げ時期予想によれば、17人が予想する利上げ時期は12年と13年が各3人、14年が最も多く5人、次いで多かったのが15年の4人で、

図表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(12年1月時点)

(各項目のカッコ内は11年11月時点) (%)

年次 項目	2012	2013	2014	長期
実質GDP	2.2～2.7 (2.5～2.9)	2.8～3.2 (3.0～3.5)	3.3～4.0 (3.0～3.9)	2.3～2.6 (2.4～2.7)
失業率	8.2～8.5 (8.5～8.7)	7.4～8.1 (7.8～8.2)	6.7～7.6 (6.8～7.7)	5.2～6.0 (5.2～6.0)
PCE デフレーター	1.4～1.8 (1.4～2.0)	1.4～2.0 (1.5～2.0)	1.6～2.0 (1.5～2.0)	2.0 (1.7～2.0)
コアPCE デフレーター	1.5～1.8 (1.5～2.0)	1.5～2.0 (1.4～1.9)	1.6～2.0 (1.5～2.0)	未集計

(資料)FRB資料より作成

(注)メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。その他の数値は各年第4四半期の前年同期比

16年は2人だった。

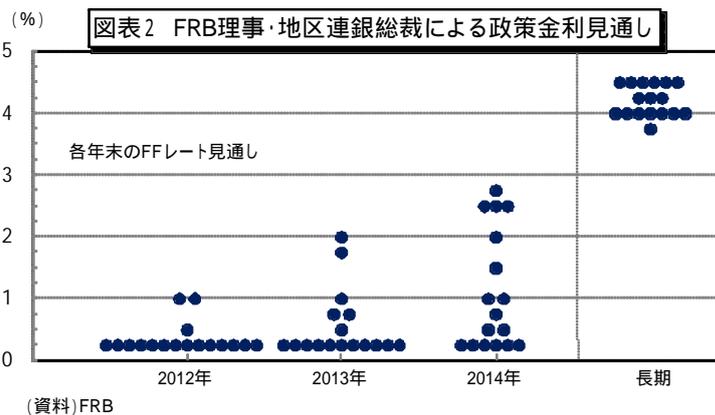
ただし、17人のうち11人が14年末までの利上げを予想しており、FOMC声明の「2014年後半まで異例の低金利維持」とズレがある。これは声明作成に関わったのがFOMCで投票権を持つ10人に限定されることによるものであり、バーナ

ンキ議長が後に会見で釈明しているとおり、利上げ時期予想よりも声明の方が優先される。

もう一つ、今回から初公表された金利見通しでは、向こう3年間の年末時点の政策金利（FF金利）と長期的な金利誘導水準が示された（図表2）。予想範囲は12年が0.25～1.00%、13年は0.25～2.00%、14年は0.25～2.75%と幅があるものの、いずれの年も最も頻繁に出現する値（最頻値）は0.25%となっている。一方で、長期的な金利誘導水準は3.75～4.5%（予想中心帯は4.00～4.5%）と示されたが、利上げ時期予想やその後の利上げペースを勘案すると、この誘導水準に達するには、かなりの期間を要すると見込まれる。

なお、2月15日に公表された議事録によれば、「政策金利予想の提示は一段と緩和的な金融環境の提供に役立つ」と公表に至った背景が説明された。また、少数のメンバーは「政策金利予想は景気見通しの大幅な変化に応じて修正の対象になる」と主張したことも判明している。

FRBは、前述の経済見通しと同様、今後とも利上げ時期予想と政策金利見通しを年4回公表する予定である。



インフレ目標は2%

今回とりわけ注目されたのは、「PCEデフレーターに基づく年間2%のインフレ率が物価安定と雇用の最大化を実現するために最も妥当な水準である」と、長期的なインフレ目標の設定を表明したことである。

FRBは、声明で「年間2%のインフレ目標を一般の人々に明示することにより、家計や企業が意思決定をしやすくなり、経済や金融に関する透明性が向上して、金融政策の効果が高まる」としている。その上で、「長期的なインフレ期待を抑制することが物価安定と長期金利の穏やかな動きをもたらし、著しい経済混乱に直面しても最大限の雇用実現につながる」とインフレ目標を導入した狙いを説明している。

なお、長期的な目標設定や政策手順については年1回、毎年1月の会合で見直しを行う予定である。

なぜコアPCEではないのか？

ところで、FRBはこれまで、変動の大きい食品とエネルギーを除いた「コアPCEデフレーター」を重視しているとされて

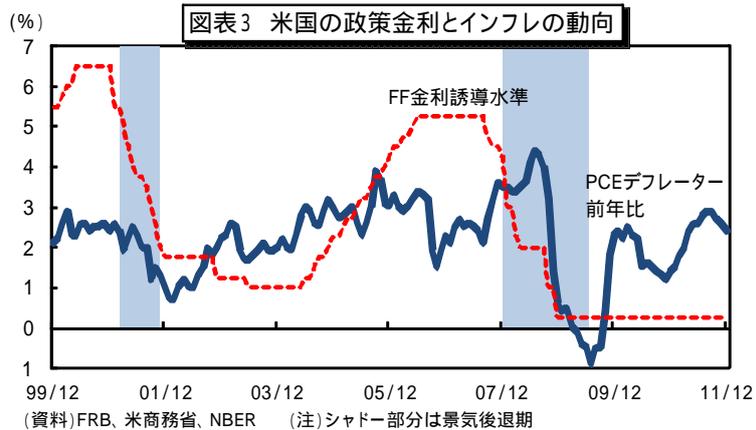
きた。しかし、今回、FRBが示した長期インフレ目標では、コアではなく、総合指数の PCE デフレーターが採用された。

これは標的とする指標を変えたわけではなく、短期的な足元のインフレ動向を見るにはバイアスが生じにくいコアの方が優

れ、長期にわたる基調的な動きを見る場合には総合指数の方が都合がよいと判断したものと思われる。

ちなみに、今回から長期目標に設定された PCE デフレーターの動きをみると、11 年前半のエネルギー価格高騰を受けて 9 月に前年比 3.9%まで上昇した後は、下落傾向を示しているものの、直近の 12 年 1 月は 3.0%と依然として長期目標の 2.0%を上回っている（図表 3）。

FRB は、前年に上昇した反動もあり、12 年から 13 年にかけて 2.0%を下回ると見込んでいる。バーナンキ議長は議会証言で、「今後数年間は 2%程度、もしくはそ



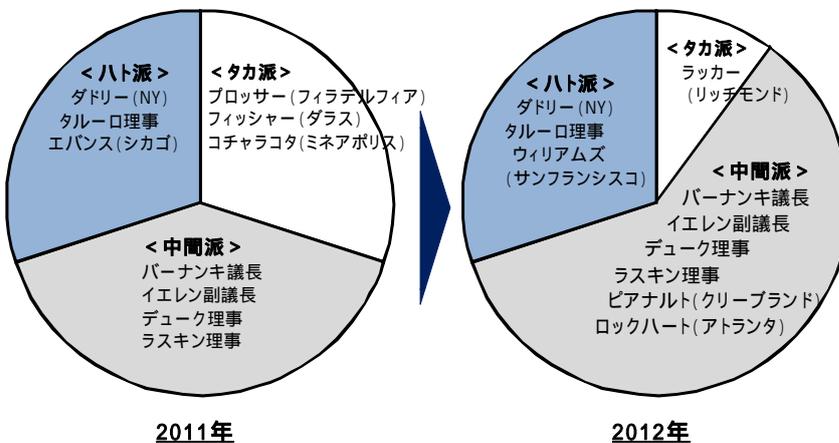
れを下回って推移すると予想しているため、このまま異例の金融緩和策を継続しても整合的である」との認識を示している。

FOMC は新メンバーに交代

今回の FOMC から投票権を持つメンバーのうち地区連銀総裁 4 人が入れ替わった。11 年 9 月の緩和強化策をはじめ、FRB が進めてきた異例の金融緩和政策に反対したプロッサー・フィラデルフィア連銀総裁、フィッシャー・ダラス連銀総裁、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁のタカ派 3 人がメンバーから外れた（図表 4）。

12 年の新メンバーでは、明らかなタカ派として知られているのは、ラッカー・リッチモンド連銀総裁のみである。一方、新メンバーでハト派のウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁は「景気が失速するような事態に陥った場合には住宅ローン担保証券（MBS）の

図表4 FOMC投票メンバーの変化



(資料)FRB公表資料や報道等から作成 (注)FRB理事は現在2人欠員。 は新メンバーを示す。

買い入れ再開が最善の手段である」と表明（2月8日）している。

また、中間派ながらもロックハート・アトランタ連銀総裁は「米経済が強くなりつつある兆候があるものの、労働市場の改善ペースの鈍さから、2014年までの事実上のゼロ金利政策は正当化される」とハト派寄りの発言（2月14日）をしているほか、ピアナルト・クリーブランド連銀総裁も「インフレ率は今年低下する見通しであり、その結果、一段の緩和余地ができる」との認識を示す（1月11日）など、FOMCは前年に比べハト派的な姿勢が強まったと言える。

なお、今回のFOMCで反対票を投じたのはラッカー・リッチモンド連銀総裁のみであり、異例の低金利が正当化される「期間」を明記しないよう主張した。

欠員補充の人事案件は難航か

オバマ大統領は11年12月末、現在空席となっている2人のFRB理事に元財務次官のジェローム・パウエル氏とハーバード大学教授のジェレミー・スタイン氏を指名することを発表した。

パウエル氏は、投資会社カーライル・グループの元パートナーであり、現在シンクタンク「超党派政策センター」で連邦政府と州政府の財政問題を研究している。同氏はブッシュ（父）政権で財務次官を務めた経験を持つことから、共和党の同意が得られやすいと見られている。一方のスタイン氏は、金融が専門の経済学者であり、国家経済会議（NEC）のメンバーや財務長官の上級顧問を務めるなどオバマ政権に仕えた人物である。

この人事案件は、上院の承認を得れば正式就任となる。ただし、過去にはFRB理事に指名されながらも、上院で共和党の度重なる反対から承認手続きが進まず、結局11年6月に辞退したマサチューセッツ工科大学のダイヤモンド教授の例があり、審議が難航する恐れもある。

追加緩和策の可能性

米国では、このところ雇用情勢が改善するなど、回復を示す経済指標が目立っている。しかし、FRBは欧州債務危機が金融市場に不透明感や不安定さをもたらすとして、下振れリスクを警戒する姿勢を変えていない。

また、バーナンキ議長はFOMC後の記者会見で「さらなる金融緩和を行う用意がある」と言及したほか、FOMCの少数のメンバーが失業率の高止まりとインフレ圧力の欠如を理由に「追加の資産購入が近く正当化される可能性がある」と発言したことも議事録で明らかになっている。

1月の失業率が8.3%と前月に比べ0.2ポイント改善したことが発表されたのはFOMCの翌週だったが、それでもバーナンキ議長は議会証言で「失業率が8.3%に低下したが、歴史的な水準で見れば依然として極めて高い」と指摘し、労働市場が弱いという認識を改めて示している。

こうしたことから考えると、FRBは金融緩和姿勢を長期にわたって維持すると見込まれ、労働市場の動向など今後の景気次第では今年前半にも追加緩和策第3弾（QE3）を打ち出す可能性があると予想される。

（12.2.17 現在）