

## FRBは量的緩和の縮小を見送る： 緩和姿勢強調で長期金利の低下を促す 2013年9月

### 要旨

- 米連邦準備制度理事会（以下、FRB）は17-18日の連邦公開市場委員会（以下、FOMC）で、市場の予想に反して、量的緩和第3弾の縮小を見送った。
- 最新の経済見通しでは、最初の利上げ時期に関する見通しは「2015年」で6月時点から変わらず、2015年末および2016年末時点での政策金利の中央値は0.75%および1.75%とされた。これは2回に1回のFOMCで各0.25%という、非常に緩慢なペースでの利上げ実施を意味する
- 非常に緩和的な金融環境が維持されることが改めて示唆されたことから、実体経済とリスク資産市場の堅調さを見込むが、目先はリスク要因もある

### FOMCは量的緩和の縮小を見送る

FRBは17-18日のFOMCで、量的緩和第3弾の縮小を見送りました。米国債およびモーゲージ証券の買い入れ金額はそれぞれ現行の月額450億ドルおよび400億ドルで維持されます。市場はこのところ量的緩和の小規模な縮小（月額50-150億ドル程度の縮小）に向けて着々と織り込みを進めていたことから、今回の縮小見送りは市場の大勢にとっては予想外の出来事であったと見られます。かかる決定を受けた直後に、市場ではリスク資産の買い安心感が広がってS&P500指数は上昇して最高値を更新した一方、米国10年国債利回りについてはFRBによる米国債およびモーゲージ証券の買い入れ金額が維持されたことから低下しました。また、米国金利の先高感が薄れたことからドルが全面安となり、ドル・円は低下しました（円高となりました）。

米国： S&P500指数と米国10年国債利回り（2006年1月1日から2013年9月18日まで）



出所：Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management

上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

## 縮小見送りの背景と縮小開始のタイミング

FOMCは声明文の中で、経済活動と労働市場の状況について「底堅さが増しつつある」とした一方で、「債券買い入れのペースを調整する前に経済状況の改善が今後も続くことになるという根拠を待つ」としています。また、前回7月31日に公表された声明文に新たに付け加える形で、「ここ数ヶ月に見られる金融状況の引き締まりが続く場合には、経済と労働市場の改善ペースが鈍化する可能性がある」としています。FRBが実施した4-6月期の銀行融資担当者調査では、国内の銀行による融資基準の緩和が確認されているものの、過去数ヶ月における住宅ローン金利の上昇や住宅価格の反発、加えて名目所得の相対的に低調な伸びによって、全米不動産業協会が算出する住宅取得能力指数(住宅の買い易さを示す指数)は2009年7月以来の水準にまで低下しています。住宅市場は米国経済を支える個人消費の最も重要な要素の1つであることから、FRBは金利の上昇によって足元の住宅市場の順調な回復が阻害される状況を懸念しているものと見られます。

また、縮小開始のタイミングについては、同じく声明文の中で、「今後得られる情報が、労働市場の改善が持続し、インフレ率が中期的な目標水準に戻るという委員会の見通しを支持するものであるかどうかを、向こう複数回の会合において精査する」としています。さらには、FOMC後の記者会見においてバーナンキ議長は「今後得られるデータが、FOMCの基本的な見通しと整合性があれば年内にも縮小を開始できるだろう」と述べていることから、縮小開始は12月のFOMCまでずれ込む可能性があります。

米国：住宅取得能力指数(2004年1月から2013年7月まで)



出所：Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management

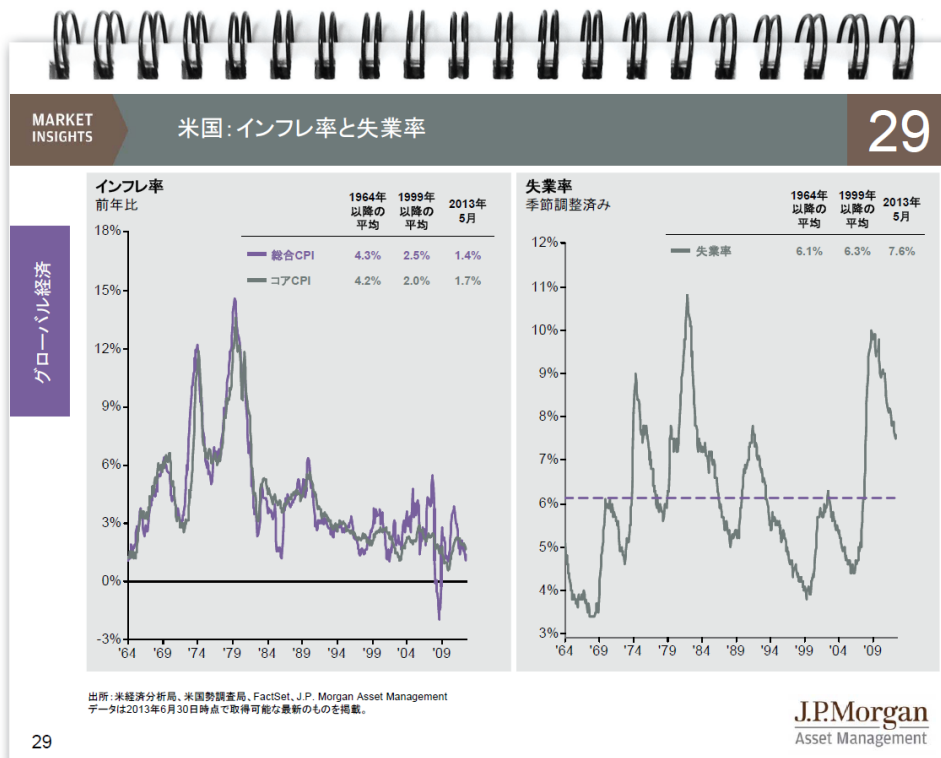
上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

「失業率が6.5%をかなり下回るまで利上げは実施されない可能性がある」

FRBは3、6、9、12月に開かれるFOMCの後で、向こう2-3年の経済見通しを公表しています。これはFRBの理事会メンバーおよび地区連銀総裁による各人の見通しを集計してとりまとめたものであり、FRBが合意した単一の見通しではありません。しかしながら、議長に近い主要メンバーがどのような見解をしているかを示す重要な手がかりとなります。さらにはFRB自身も、市場がかかる経済見通しを重視していることを認識していることから、主要メンバーそれぞれの見通しについては事前に水面下で「調整」をした上でとりまとめ、公表しているものと見られます。中でも特に重要なのは、最初の利上げのタイミングと各年末時点における失業率および政策金利の水準に関する見通しです。

まず、最初の利上げのタイミングについて、最新の見通しによれば、メンバーの大勢(17人中12人)は「2015年中」と見えています。FRBは失業率が6.5%を上回っている限り、「非常に緩和的な金融政策の姿勢」(ゼロ金利)を維持する旨を確約していますが、2014年末および2015年末時点での失業率見通し(中央値)がそれぞれ6.60%および6.15%であることから、FRBは2015年の早いうちにも失業率が6.5%に達し、その後2015年中に利上げを開始することを見込んでいます。

ただし、バーナンキ議長はFOMC後の記者会見の中で、利上げは失業率が「6.5%をかなり下回るまで」実施されない可能性があるとしており、バーナンキ議長は最初の利上げのタイミングは早くても2015年の半ばあたり、また、同年の後半となる可能性も十分にあると見ているようです。

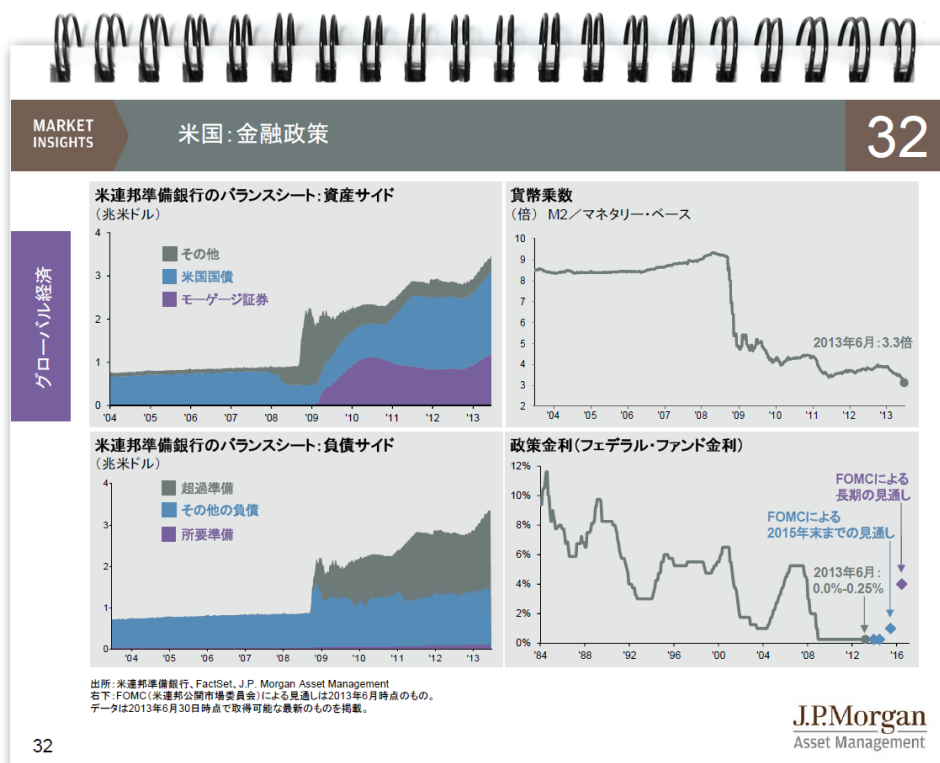


FRBは量的緩和の縮小を見送る：  
緩和姿勢強調で長期金利の低下を促す

一方で、2015年末および2016年末時点での政策金利の水準に関する見通しについては、それぞれ0.75%および1.75%と見ていることが示されています（最頻値と中央値のいずれも同じ水準にあり、先にも述べたように意図してこのように設定しているものと見られます。また今回の9月分から2016年の見通しが新たに加わっています）。この点については次の2つの示唆があります。

まず1点目として、2015年末の政策金利の水準に関する見通し（最頻値と中央値）は6月時点の1%から0.75%へと0.25%ポイント引き下げられています。これは最初の利上げのタイミングが6月時点から、（2015年の中で）おそらくは四半期程度（同年半ばから後半へ）、「後ずれ」された結果と見られます。これは市場にとっては、利上げがわずかながらも遠のいたという意味でポジティブな材料であり、また実際には長期金利を引き下げる効果があります。

次に2点目として、FRBは利上げを開始する見込みである2015年の翌年（2016年）1年間の利上げの幅について、1%程度と見ていることとなります（1.75%マイナス0.75%）。これは年に8回開かれるFOMCのうち、4回の会合で政策金利をそれぞれ0.25%ずつ引き上げることを意味します。前回の利上げ局面（2004年6月-2006年6月）においては、毎回のFOMCで利上げを実施していたことから（年間2%の利上げ）、前回と比べると半分のペースであり、FRBは非常に緩慢なペースでの引き締めを見込んでいることとなります。こちらも先と同様に、市場にとってはポジティブな材料であり、また長期金利を引き下げる効果があります。



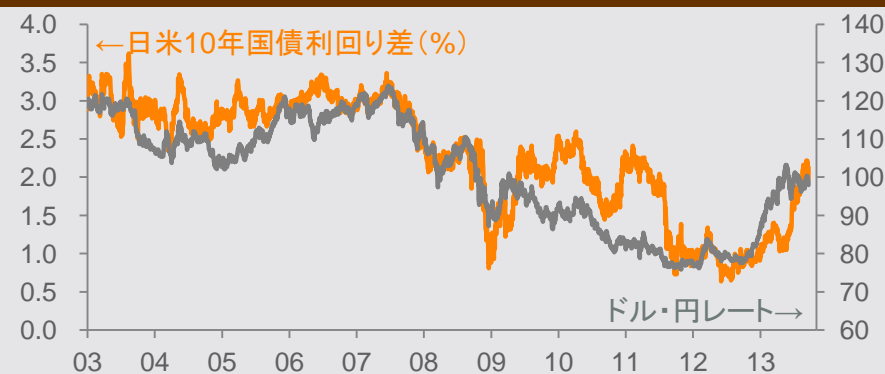
## 今後の市場見通し： 実体経済は堅調に拡大する方向。ただし目先はリスクも

今回のFOMCでは量的緩和の縮小見送りに加えて、利上げのタイミングの後ずれと、利上げのペースの(かなりの)緩慢さが示されたことで、改めて市場に対して温厚な政策決定であったということができ、実際の市場の反応にも表れていると考えられます。見送りの背景には経済市場の見通しをもう少し見極めたいという意図がありますが、それでも市場は既に十分に織り込みを進めていただければ、量的緩和縮小の開始自体は市場にとっての悪材料にならなかつたと見られ、かかる点を踏まえれば、長期金利を低位に抑制したいとの意図がより大きかったものと見られます。言い換えれば、長期金利の現在の居所はFRBの見通しと比べれば高く、同じく現在の居所から導かれる経済の見通しも、FRBの経済見通しとは整合性が取れなくなってしまう(おそらくは低調なものとなってしまう)と考えている可能性があります。

加えて言えば、次期FRB議長の人事が影響している可能性もあります。来年1月末で退任することが濃厚と見られるバーナンキ議長の後任人事を巡っては、先週末に最有力候補として急浮上していたサマーズ元財務長官が議長職の指名を辞退しています。量的緩和縮小や利上げのペースが速まる可能性のあったサマーズ氏が議長候補から外れたことは、市場にとっては今後の不確実性を低めるという意味では好材料となっています。現時点では、イエレン副議長が最有力候補ですが、このほかの有力候補が後任となるとしても、いずれもバーナンキ議長と考えが近いと見られるため、政策の継続性は担保される見込みです。一方で、バーナンキ議長は次の議長に誰が指名されるかを待ってから(9月ないし10月と見られる)、政策の転換あるいは維持を判断したいという意図があった可能性もあります。

いずれにせよ、今回の決定そのものはリスク資産にとっては好材料であったと言えます。ただし、ドル・円相場についてはサマーズ氏が辞退したことに加えて、量的緩和の縮小が見送られて非常に緩慢なペースでの利上げが示唆されたこともあり、目先は上値の重い展開が続く可能性があります。

米国：ドル・円レートと日米10年国債利回り差  
(2003年1月1日から2013年9月18日まで)



出所：Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management

上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

全体観として、緩和的な金融政策の継続によって、米国主導のグローバルな景気回復が期待され、総じて、リスク資産の中長期の方向性については強気に見ています。こうした中、日本や欧州、中国では自律的な景気回復が見られているところです。その一方、リスク要因も存在します。今後の米国発のリスク要因としては、シリア問題の長期化と一連の財政問題が挙げられます。オバマ大統領はシリアへの武力攻撃の可能性を残すために、FRB議長の後任人事では上院民主党に譲歩した格好となりましたが、いずれにせよ、国民の多くは武力介入を支持していないことからシリアによる化学兵器の廃棄が進まない場合には(イランの核開発という同様の問題を念頭に置くと)大変難しい判断を迫られることとなります。中東情勢の放置も介入も市場にとっては好材料ではありません。一方の財政問題についても10月中旬以降、連邦債務上限の引き上げを巡って民主党と共和党の瀬戸際戦略が繰り返されることで、市場の懸念が一時的に高まる可能性があります。

S&P500指数は、スタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーが発表しており、著作権はスタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーに帰属しています。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2013年9月19日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見直しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見直しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場に関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見直しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港：証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド：証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール：金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾：金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本：金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会)、韓国：金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(韓国)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア：証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080)(AFSL376919)(Corporation Act 2001(Cth)第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断の際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。