

# FRB

## 14年内に緩和縮小を終了 ゼロ金利継続へ「指針」は見直し

量的緩和の縮小に着手した米連邦準備制度理事会。イエレン新体制は金融市場の動揺を抑えながら、緩和縮小をやり抜く構えだ。

土屋 貴裕 (大和総研ニューヨークリサーチセンターシニアエコノミスト)

**米** 連邦準備制度理事会(FRB)は2014年、量的緩和第3弾(QE3)に伴う資産買い入れ規模の縮小(テーパリング)を粛々と進める。これがメインシナリオである。

13年12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で、毎月の資産買い入れ規模を100億ドル減らし、750億ドルとするテーパリングの開始が決ま



議長就任の宣誓に臨むイエレン氏(右) Bloomberg

った。さらに1月のFOMCでも100億ドルの縮小を決めた。14年には8回のFOMCが予定されているため、毎回の会合で100億ドルずつ資産買い入れ規模を減らし、年内に量的緩和を終了するとみられる。

QE3は住宅市場の改善に貢献した可能性は高いが、コストとしてはバブルへの懸念が挙げられる。QE3による株価やハイイールド債(投機的格付けの高利回り債券)市場などの活況がバブルの兆候である可能性もある。イエレン新議長下のFRBは、バブル的な要素を縮小させつつ、金融政策の出口戦略を遂行しなければならぬ。これは極めて困難であり、13年5月、バーナンキ前議長がテーパリングを示唆しただけで金利が上昇し、世界経済は投資資金の引き揚げを警戒して株価が下落するなどの事態となった。

FRB議長承認に向けた上院での

公聴会でイエレン議長は、株価はバブルではないとしたが、同時に、金融監督の強化に積極的な姿勢も示している。

### 利上げはまだ先

課題は、事実上のゼロ金利を継続する期間を市場に信じてもらえるかどうかだ。

FOMC参加者の多くは15年以降の利上げを予想しているが、利上げ時期はフォワードガイダンス次第である。フォワードガイダンスとは金利見通しの指針を示し、ゼロ金利政策を継続することで長期金利の上昇を抑制することを目指す、いわば市場との約束である。

昨年12月に設定された現在のフォワードガイダンスは、実質ゼロ金利の継続期間を「インフレ見通しが2%を下回っていれば、失業率が6・5%

5%になって十分な時間がたつまで(well past the time)「待つ」。

本来、利上げ時期とテーパリングのペースは必ずしも関係ないが、想定される利上げ時期が前倒しされると、テーパリングを先んじて終了させるために、ペースが加速するという思惑が台頭する可能性がある。テーパリングのペースや利上げ時期のタイミングが適切でなければ、米国の経済の回復ペースを反映しない金利上昇が生じて、成長を阻害しかねない。

リスクが顕在化するとすれば、経済指標がFOMCで示された想定を外れた場合だろう。

1月の半ば以降、米国株や新興国通貨などが一時大幅に下落した。しかし、これはFRBのメインシナリオを変化させることにはならない。FRBの目的は米国の物価の安定と雇用の最大化であり、海外の経済や市場動向は、米国経済に波及しない限り、目的とすべき対象ではない。米国経済の基調がどうなっていくかが重要であり、世界銀行や新興国の中央銀行総裁らの発言はあっても、FRBは国内要因をベースに政策を検討することを前提とすべきだ。

では、米国経済の基調はどうか。最近公表されている米国の一部の経済指標は軟調で、今冬はノイズが含まれる可能性に留意が必要だ。どこまでが天候要因なのか、わかりにくいのも事実だが、FOMCでは寒波の影響でさまざまな経済活動が支障を来していることを踏まえ、基調を判断することになる。

### 失業率6・5%近く達成

ただ、早ければ今年3月にもフォワードガイダンスの見直しが必要になつてくるかもしれない。緊急失業保険給付が13年末に打ち切られたことで、失業者としてカウントされていた受給者のうち、職探しをあきらめる人が出る。つまり失業者としては数えられなくなり、失業率が大きく低下、失業率は早晩6・5%に達する可能性があるためだ。6・5%になつてもすぐに利上げは実施せず、当面はゼロ金利を継続することを市場に納得させるためには、フォワードガイダンスの見直しに着手する必要がある。

金融政策が有効に機能するには、市場がFRBの政策に信託を置くことが第一となる。特にフォワードガイダンスは、口約束であるため、頻繁な変更は信託を失う恐れがある。金融政策の円滑な正常化の成否は、フォワードガイダンスをいかに変更するかにかかっている。