

2013年2月22日 全4頁

# FOMC 議事録を読む：QE3 の効果とコスト

## 労働市場のみならず資産買い入れの効果とコストも論点

ニューヨークリサーチセンター  
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

### [要約]

- 1月開催の FOMC 議事録が公表され、資産買い入れペースの縮小が論じられ、タカ派的内容とみなされたことから、株価は下落、ドルは上昇した。
- 労働市場の改善見通しが得られる前に資産買い入れペースを縮小させる点が注目された。FOMC での論点は労働市場のみならず、資産買い入れの「効果とコスト」も議論されただけであり、FOMC メンバーの言動ではすでに述べられてきた内容である。
- FRB の国債保有額が増加しているが、民間銀行が保有する準備預金なども増加している。FRB が供給した資金は金融システム内部に留まっているとみられるが、銀行の過剰な融資拡大が資産バブルにつながるリスクは、資産買い入れのコストとして扱われよう。
- 農地価格の上昇、低格付のハイイールド社債の発行増なども指摘される。金融全般に安定的な状況にあるか、3月7日にはストレステストの結果公表もあり、FRB スタッフの分析と合わせて、次回、3月に予定される FOMC で議論の対象となるかもしれない。

## 「タカ派」的に捉えられた FOMC 議事録<sup>1</sup>

政策変更はなく現状維持が決まった 2013 年最初（2013 年 1 月 29 日-1 月 30 日）の FOMC<sup>2</sup>（連邦公開市場委員会）の議事録が公表された。いわゆる「QE3（量的緩和第 3 弾）」の早期の規模縮小や終了を求める意見があったことから、「タカ派」的とみなされ、株価は下落、ドルは上昇した。特に関心を集めたのは、以下の部分だろう。

“多くの参加者が、労働市場の見通しに大幅な改善があったと認められる前に、現在継続的に行っている資産買い入れの効果とコスト、リスクの分析によって、FOMC が資産買い入れを徐々に減少、または終了させる可能性がある」と述べた。”（大和総研仮訳）

*“A number of participants stated that an ongoing evaluation of the efficacy, costs, and risks of asset purchases might well lead the Committee to taper or end its purchases before it judged that a substantial improvement in the outlook for the labor market had occurred.”*

### 現行金融政策の確認

現行の金融政策は、①政策金利を「異例の低水準」とする事実上のゼロ金利政策と、②QE3（資産買い入れ）の二本立てになっている。内容と終了までの条件を確認すると以下ようになる。

①事実上のゼロ金利政策は、今後 1~2 年のインフレ率が 2.5%を上回らない限り、失業率が 6.5%になるまで継続。

②QE3（資産買い入れ）：月 400 億ドルの MBS（住宅ローン担保証券）と月 450 億ドルの長期国債を買い入れる。終了時期は明示されておらず、「労働市場の見通しが著しく改善」することが条件であり、「効果とコスト」を勘案することになっている。

2 つとも終了に向けた条件に労働市場が含まれており、これまでは労働市場、とりわけ失業率が注目されてきたと考えられる。前述した意見は、「労働市場の改善」ではなく、「改善の見通し」が得られる前に、効果やコスト次第でフォワード・ルッキングな対応として、資産買い入れの規模縮小や、終了の可能性に言及したものである。しかも、そうした意見は多くの参加者の意見であったことが驚かれた理由だろう。だが、もとより資産買い入れには、「効果とコスト」を勘案することになっており、当然の論点である。今回の議事録では、労働市場の改善傾向はポジティブに評価したうえで、まだ不十分であることを確認し、加えて資産買い入れの「効果とコスト」の議論が活発化したとみられる。

<sup>1</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130220a.htm>

<sup>2</sup> 大和総研ニューヨークリサーチセンター 土屋 貴裕、笠原 滝平著「FOMC：ジョージ総裁が反対も政策変更なし」（2013 年 1 月 31 日）を参照。[http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130131\\_006755.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130131_006755.html)

また、前述の意見の前段では、金融緩和に伴う過剰なリスクテイクや、長期金利の急上昇による金融の不安定化への懸念も示されていた。2012年12月のFOMC議事録でも多くのメンバーは懸念を示していた。金融緩和に反対するFOMCメンバーは、QE3導入以前から懸念を示していた内容であり、決して新しい話題ではない。

一方で、前述の意見の後には、数名の参加者が過度に資産買い入れの縮小または終了させた場合のコストについても論じており、労働市場の見通しに顕著な改善がみられるまで資産の買い入れを継続すべきであるとしている。必ずしも一方向の議論ではなく、まさに効果とコストを勘案していると言えるだろう。

## 資産買い入れの効果とコスト

数名の参加者は、経済見通しまたは資産買い入れの効果とコストの評価に変更があれば、FOMCは資産買い入れのペース変更を準備する必要があると強調した。当然の話を改めて表明することで、金融市場の参加者に対し、資産買い入れの規模変更に備えるよう地ならしを行った可能性もある。いわゆる「市場との対話」の一部と言えるかもしれない。

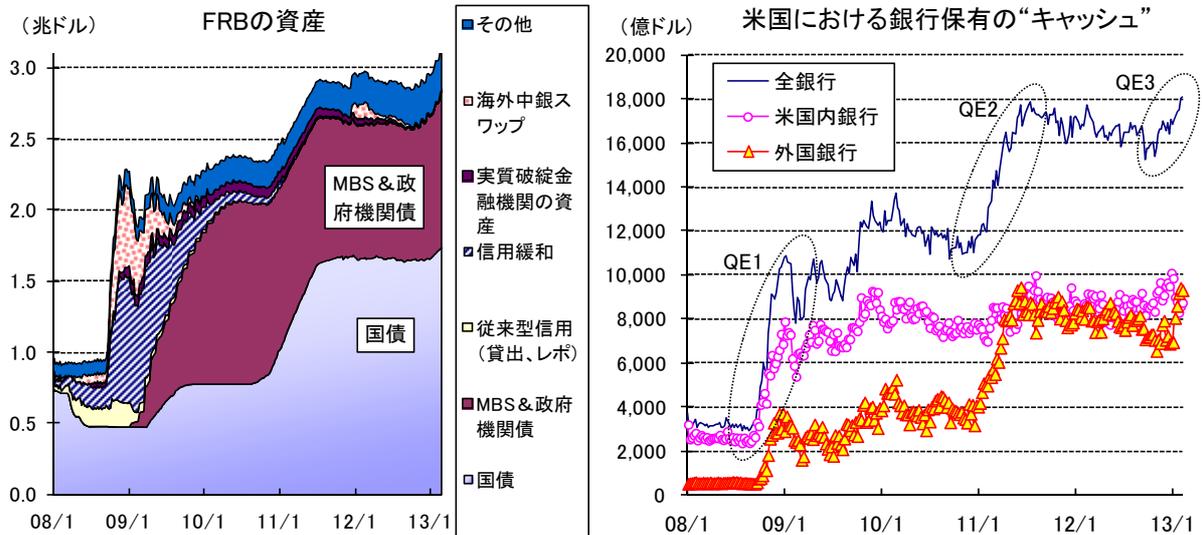
このうち、経済見通しについては、今後のFOMCメンバーの発言などに加えて、FOMC開催時に公表される経済見通し（SEP: Summary of Economic Projections）が主な判断材料となろう。すでにFRBは、低金利によって住宅投資や自動車などの耐久財消費が拡大したことを前向きに評価し、欧州経済と米国財政問題というリスクが後退したことで、見通しをやや上方に修正した感がある。前回のFOMC議事録でも指摘された住宅市場の改善などに、資産買い入れの効果という面が含まれるだろう。次回のSEPは、3月のFOMC（3月19日-20日）終了後に公表予定である。

## FRBが供給した資金の行方

一方で、資産買い入れのコストはどうだろうか。QE3によって、FRBの国債保有額が増加しているが（図表1左）、民間銀行が保有するキャッシュ（≒準備預金）も増加している（図表1右）。すなわち、長期国債の買い入れなどで供給された資金は、民間銀行がFRBの負債にあたる準備預金で保有していることになり、大部分が金融システム（FRB+民間銀行）の内部に留まっているとみられる。

だが、銀行の融資の審査基準は緩和方向にあり、特に議事録のなかでは、企業向けあるいは自動車ローン向けの融資は銀行間の競争状況にあって堅調さが指摘されている。民間銀行が経済の拡大に伴って融資を拡大させることは好ましいことであるが、過剰な融資が資産バブルにつながるリスクは考慮しておくべきだろう。

図表1 FRBのバランスシートと銀行が保有する“キャッシュ”

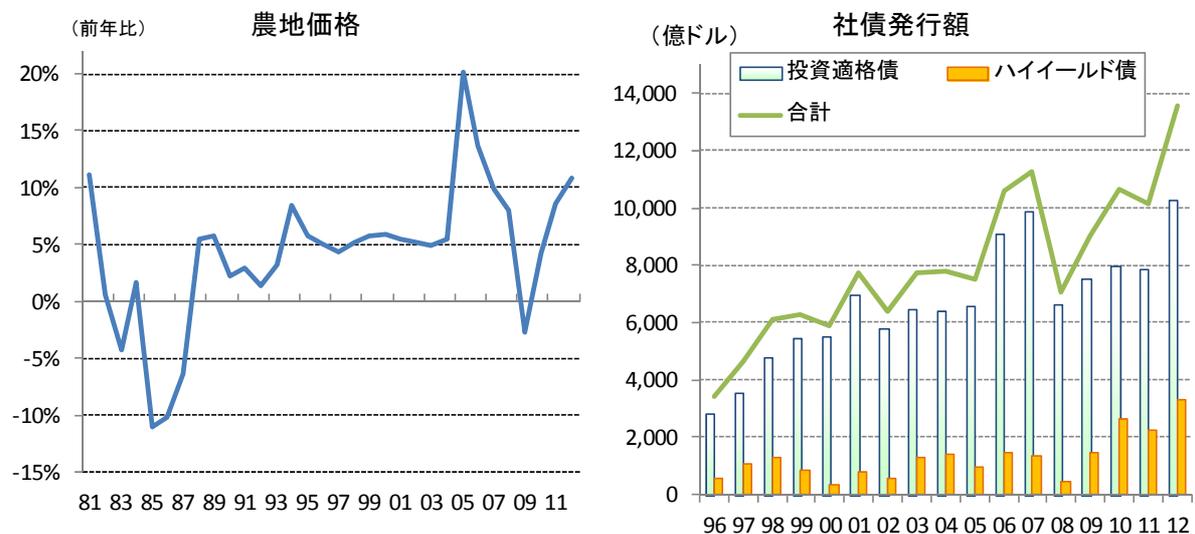


(注) 左図内の「信用緩和」は、TAF、PDCF、AIG 向け貸出、TSLF、CPFF、MMIFF、TALF の合計。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

また、しばしば指摘されるところとしては、今回の議事録やセントルイス連銀のブラード総裁も講演で触れていた農地価格の上昇と、低格付のハイイールド社債の発行増であろう(図表2)。資産バブルの兆候として、資産買い入れのコストとみなされるかもしれない。FOMCの参加者は、資産買い入れの効果とコストについて、FRBのスタッフに追加の分析を依頼した模様である。金融全般が安定した状況にあるか、3月7日にはストレステストの結果公表が予定されており、次回、3月に予定されるFOMCでは、金融市場の安定性がQE3のコストとして議論される可能性がある。

図表2 米国における農地価格と社債の発行額



(出所) USDA, SIFMA より大和総研作成