

2013年3月21日 全5頁

FOMC：資産買い入れ規模は流動的と強調

今後は財政問題と資産買い入れの「効果」と「コスト」に注目

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 笠原 滝平
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

[要約]

- 2013年2回目のFOMCでは、政策変更はなく、事実上のゼロ金利政策とQE3の資産買い入れ規模が維持された。声明文では、経済活動が緩やかな成長に戻ったと現状認識を上方修正した。
- Fedメンバーによる金利見通しでは、利上げのタイミングを2013年と予想する者が一人減り、2014年と予想する者が一人増えた。大勢は2015年の利上げを予想しており、メンバーの意見が収束しつつある。
- 資産買い入れの規模縮小や停止の時期に関して、Fedメンバーの間で意見が割れている。ただし、投票権を持つメンバーの多くや、バーナンキ議長らは引き続き資産買い入れの継続を支持しているとみられる。
- バーナンキ議長は資産買い入れ規模が流動的であると強調している。ただし、高水準の失業率や財政問題の不透明感から、すぐに資産買い入れ規模が縮小、停止することはないとみられる。今後の金融政策は財政問題次第と考えられるが、議事録でFedメンバーによる雇用環境、資産買い入れの「効果」と「コスト」の認識も確認する必要がある。

金融政策は維持

2013年2回目（2013年3月19日-3月20日）のFOMC（連邦公開市場委員会）では、政策変更はなく現状維持であった。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、いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」が継続された。また、ゼロ金利政策は引き続き、インフレ率が2.5%を上回らないかぎり、失業率が6.5%に低下するまで継続することになる。資産買い入れに関しても、月400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）と450億ドルの長期国債と、内訳にも変更はない。声明文では、経済活動が昨年末の足踏み状態から脱却し、緩やかな成長に戻ったと現状認識を上方修正した。

景気見通しは僅かな修正に留まる

Fedメンバーによる経済見通しが発表され、前回（2012年12月）の見通しに比べて、修正は小幅に留まった。2013年、14年、15年の実質GDPが僅かに下方修正されたものの、失業率は同期間において若干の改善見通しとなった。実質GDPの見通しに関しては、財政問題による下押しを織り込んだ可能性があり、失業率に関しては、足下の雇用環境の改善を反映させたとみられる。また、PCE価格指数やコアPCE価格指数は2013年が下方修正されたが、2014年、15年は前回の見通しからほぼ修正がなかった。

Fedメンバーによる金利見通しでは、利上げのタイミングを2013年と予想する者が前回から一人減り、2014年と予想する者が一人増えた。引き続き大勢は2015年を利上げのタイミングと予想しており、徐々にFedメンバーの意見が収束してきた印象。数値目標を導入する以前の時間軸政策（少なくとも2015年中ごろまで政策金利を「異例の低水準」とする）と大きく違わないとみられる。

図表1 Fedメンバーによる経済見通し

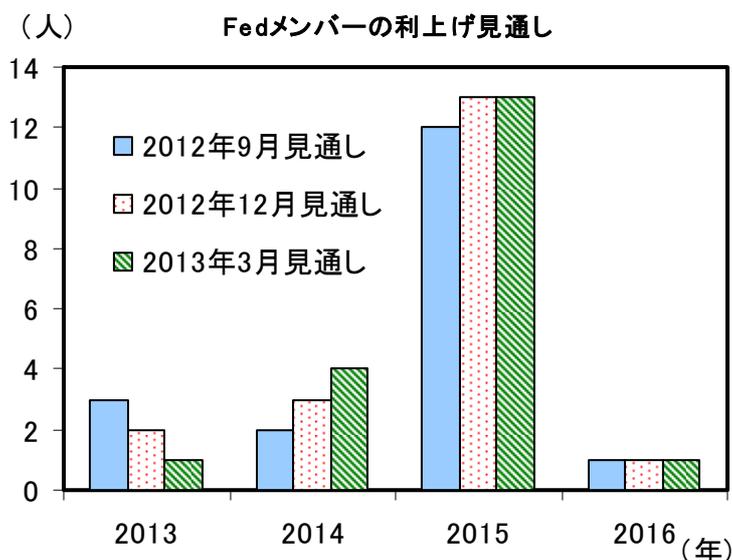
	(%)	2013	2014	2015	長期
実質GDP	今回	2.3-2.8	2.9-3.4	2.9-3.7	2.3-2.5
	12月	2.3-3.0	3.0-3.5	3.0-3.7	2.3-2.5
失業率	今回	7.3-7.5	6.7-7.0	6.0-6.5	5.2-6.0
	12月	7.4-7.7	6.8-7.3	6.0-6.6	5.2-6.0
PCE価格指数	今回	1.3-1.7	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
	12月	1.3-2.0	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
コアPCE価格指数	今回	1.5-1.6	1.7-2.0	1.8-2.1	-
	12月	1.6-1.9	1.6-2.0	1.8-2.0	-

(注1) 上位3名、下位3名を除いた数値。

(注2) 失業率は10-12月期平均、その他は10-12月期の前年同期比。

(出所) FRBより大和総研作成

図表2 Fedメンバーの意見が収束？



(出所) FRB より大和総研作成

ページブックにみる米国経済は引き続き改善

今回のFOMCの討議資料となるページブック（地区連銀景況報告）では、経済活動の認識は前回（1月）と変わらず、総じて拡大したと報告された。特殊要因としては、給与税減税の廃止などが個人消費を下押ししたものの、多くの地区で個人消費は拡大したと報告された。また、ハリケーンの影響が引き続き報告されている。ポジティブな影響としては、被災によって毀損した自動車の購入需要が挙げられた。一方で、ハリケーンの影響で冬休みの一部を授業に充てるなどしたために、観光需要にネガティブな影響を及ぼしたと報告された。

こうした特殊要因を除いても、個人消費、雇用環境、企業活動、住宅市場は緩やかな改善が続いているとみられる。また、一部の原材料価格などを除けば物価上昇圧力も緩慢なままと報告されている。ページブックの内容からは、米国経済は緩やかな改善が続いていると総括できるだろう。

資産買い入れに意見のばらつき

それでは、米国経済の緩やかな改善が続いている中、今後の金融政策はどのような舵取りが行われるのだろうか。前回（1月）のFOMC以降のFedメンバーの発言を確認すると、ゼロ金利政策は当面継続されると考えられるが、資産買い入れに関しては発言にばらつきがみられる。今回のFOMCでも唯一反対票を投じたカンザスシティ連銀のジョージ総裁は、いずれ来る資産売却が住宅ローン金利の上昇を招く可能性があるとして、資産買い入れには懐疑的な発言を行った。また、リッチモンド連銀のラッカー総裁は、インフレ圧力は抑制されていると判断しているものの、引き続き現行の金融緩和政策に懐疑的な立場とみられる。ほかにも、ダラス連銀のフィッシャー総裁やフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁など投票権を持っていないメンバーも

資産買い入れの規模を早期に縮小・停止することを望んでいるようだ。

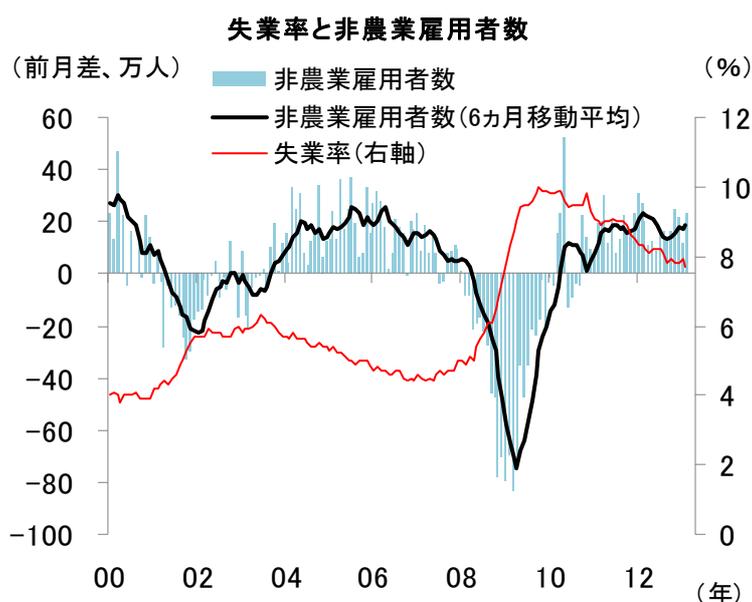
一方で、投票権を持つボストン連銀のローゼングレン総裁やシカゴ連銀のエバンス総裁は少なくとも年末まで資産買い入れを継続すべきとの考えのようだ。また、スタンスがつかみづらいセントルイス連銀のブラード総裁も、インフレ圧力が抑制されていることから資産買い入れ継続の見通しをもってしていると発言した。

地区連銀総裁の発言からは、資産買い入れの是非について意見が割れている印象だが、投票権を持つメンバーでは、資産買い入れ継続が大勢を占めているようにみえる。さらに、バーナンキ議長らは引き続き、資産買い入れの「効果」が「コスト」を上回ると判断しているようだ。

雇用環境は改善ペースが加速しているが、依然として失業率は高水準

ゼロ金利政策の数値目標に挙げられている失業率は、直近の2月が7.7%と2008年12月以来の低水準となった。また、非農業雇用者数も前月差23.6万人増と、2ヵ月ぶりに20万人台を超えた。雇用環境の改善ペースは加速しているとみられる。ただし、エバンス総裁は、雇用者数の増加幅が20万人を6ヵ月連続で超えるまで資産買い入れを継続すべきだと主張している。足下で、非農業雇用者数の増加幅の6ヵ月移動平均は18.7万人増で、エバンス総裁の指摘する水準には届いていない。また、2月の失業率低下の要因は労働参加率の低下であり、本来の雇用環境は失業率の改善ほどによくはなっていないだろう。改善が続いているものの失業率7.7%は依然として高水準であり、労働需給が十分に引き締まっているとは判断しがたい。

図表3 失業率は依然高水準



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

財政問題と資産買い入れの「効果」と「コスト」に注目

FOMC 後の記者会見で、バーナンキ議長は資産買い入れの規模が労働市場の見通しによって変動しようと繰り返し発言していた。足下の雇用環境が改善しているとの認識を示しつつも、それが一時的か持続的かの見極めを行う必要があると考えているようだ。ただちに資産買い入れ規模が縮小するとは考えにくいものの、買い入れ規模が流動的であると市場に認識させたいことがうかがえる。

ただし、米国経済の改善が続くものの、雇用環境の改善ペースは鈍く、失業率は依然として高水準なままだ。3月1日に歳出の強制削減がはじまり、筆者の試算では2013年の個人消費を0.5%ポイント下押しする可能性がある¹。また、今後も予算や債務上限問題など財政関連に不透明感が残る。今後は出口戦略についての議論が活発化するとみられるが、現行の資産買い入れ規模は雇用環境の著しい改善やインフレ高進が起こらないかぎり、財政問題次第と想定される。また、今回のFOMCでは資産買い入れの「効果」と「コスト」について議論されたようだ。資産買い入れに対する各メンバーの意見にばらつきがみられることから、財政問題の影響が大きいと考えられるものの、こうした議論の内容も今後の金融政策を占う上で参考になるだろう。引き続き雇用環境の改善ペースの持続性に加えて、財政問題と、約3週間後に公表予定の議事録で、Fedメンバーによる足下の雇用環境に対する認識、資産買い入れの「効果」と「コスト」の見方などを確認する必要があるだろう。

¹ 詳しくは大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平「『歳出の強制削減』による個人消費への影響」(2013年3月18日)を参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130318_006944.html