

2013年5月23日 全5頁

QE3の縮小は時期尚早ながら本格検討

4月30日～5月1日開催のFOMC議事録とバーナンキ議長の議会証言

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]

- 4月30日～5月1日開催のFOMCでは金融政策が維持された。当該FOMCの議事録が公表され、Fedメンバーにおいて次回6月のFOMCから資産買い入れ規模の縮小・停止を求める声も一部でみられた。
- 足下で警戒感は弱いものの、デフインフレ傾向が鮮明になっている。さらにインフレ率の伸びが鈍化すれば、労働市場の状況にかかわらず金融政策に影響を及ぼす可能性がある。
- QE3の政策効果を認めるか、認めないかという軸以外にも、景気見通しやデフインフレへの効果など評価の軸が多岐に亘っており、Fedメンバーの意見がばらついている可能性がある。また、市場参加者が資産買い入れ規模の縮小・停止を織り込めていない可能性などから、今回のFOMCの声明文では資産買い入れ規模の拡大も縮小もあると強調したのかもしれない。
- バーナンキ議長の議会証言では、これまでと同様に資産買い入れ規模は状況によって拡大も縮小もあることを強調した。また、現行の金融政策の効果とコストにも触れた。労働市場の改善を認めており、資産買い入れ規模の縮小・停止の時期を巡っては今後数カ月の雇用統計などの内容が焦点となるだろう。

資産買い入れ規模縮小・停止への地均しか

4月30日～5月1日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）の議事録が公表された。当該FOMCでは政策に変更はなく、事実上のゼロ金利政策とQE3（量的緩和第3弾）の資産買い入れ規模が維持された¹。議事録を見る限り、Fedメンバーの中で早期の資産買い入れ規模縮小・停止の意見が一定程度確認された。

3月に行われたFOMCでは、それまでの雇用環境の力強い改善などを理由に、Fedメンバーが考える資産買い入れ規模の縮小・停止のタイミングが市場の想定より早い可能性が出ていた。しかし、その後4月に公表された3月分の雇用統計では、雇用環境の改善ペース鈍化が確認された。そのため、今回のFOMCでは早期の縮小・停止を求める声が後退していたのではないかと予想していた。

しかし、議事録を確認すると、1名の参加者はただちに縮小することを求め、数人の参加者も十分に力強く持続的な経済環境の改善を条件に、次回6月のFOMCから縮小を求める考えを示した。ほとんどの参加者は資産買い入れが労働市場の見通し改善に寄与していると考えており、そのうちの多くは縮小には見通し改善や下振れリスクの低減など更なる改善が条件だと考えているようだ。そのため、6月のFOMCから資産買い入れ規模の縮小を始めることがコンセンサスになっているとは考えにくい。一時的な改善ペース鈍化を示唆した雇用統計を受けてもなお、早期の縮小を求める意見がみられたことは意外であった。

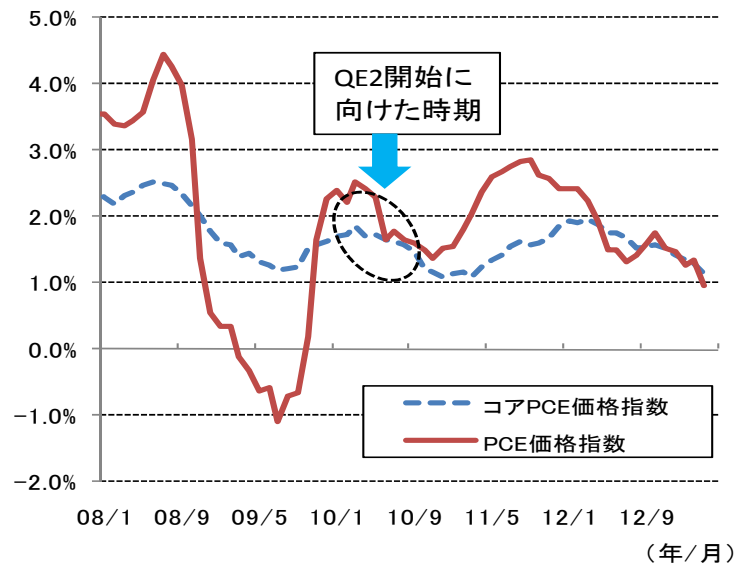
今回のFOMCの直後に公表された4月分の雇用統計は過去分の修正も含めて雇用環境の改善を示し、3月分でみられた雇用環境の改善ペース鈍化の懸念は後退した。雇用環境の改善が続いていることを背景に、その後のFedメンバーのコメントはFOMC開催時より早期の縮小に傾いている印象を受ける。たとえば、「ハト派」とみられるシカゴ連銀のエバンス総裁は、雇用の改善が続けば早くも秋にも縮小・停止の可能性があると述べた。同様に、「ハト派」と目されてきたサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁は、労働市場のさらなる改善が続けば今夏からのQE3縮小が可能であると発言した。

デフレーション傾向が鮮明に

足下で、デフレーション傾向が鮮明になってきている。エネルギー価格の下落など特殊要因による影響があるものの、FRBの長期目標はPCE（個人消費価格指数）が前年比で2%となることであり、その水準を大きく下回っている。期待インフレ率は安定していることから、FRBとして直ちに対応しなければならない問題ではないと考えられる。しかし、さらにインフレ率の伸びが鈍化すれば、FRBの使命である雇用の最大化と物価の安定を目指すうえで対策が必要になるだろう。

¹ 大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平、土屋 貴裕「FOMC：デフレーションへの懸念が台頭」（2013年5月2日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130502_007125.html

図表1 PCE 価格指数（前年比）

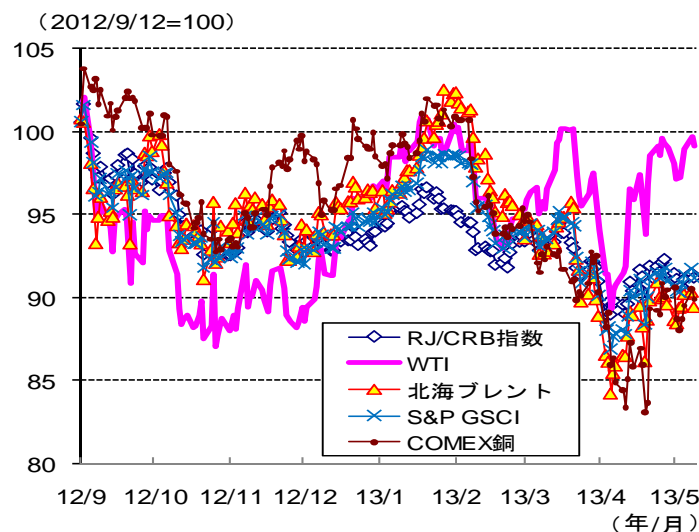


(注) コア PCE 価格指数は、食品・エネルギーを除く。
 (出所) BEA, Haver Analytics より大和総研作成

国際商品市況に目を転じると、WTI 先物価格の高止まりが目立つ。QE3が公表される前日の2012年9月12日を100とすると、北海ブレント先物やその他の商品指数、あるいは代表的な産業用金属である銅先物などは似た価格推移だが、WTI 先物のみが価格上昇している。

エネルギー価格が横ばいとしても、デフレーションが続くとみられるが、さらに WTI 先物が他のコモディティ価格と同様に下落すれば、より川下にある国内のガソリン価格も低下する可能性があるだろう。エネルギー価格からも、デフレーション傾向は強まる可能性がある。

図表2 コモディティ価格



(注) RJ/CRB 指数以外は先物直近限月。S&P GSCI はトータルリターン。
 (出所) Bloomberg より大和総研作成

メンバーの発言を理解するために

財政緊縮が米国経済の下押し圧力となっている点は、Fed メンバー間で共有されている認識であろう。今後、政府職員の一時帰休などが雇用拡大ペースを鈍化させる可能性があり、「労働市場の見通しが著しく改善」するかどうかはまだわからない。だが、財政政策の下押し圧力に対し、いわゆる QE3 が下支え効果を持つかどうかはメンバー間で議論が分かれている。金融政策が効果を持たず、財政政策を代替できないと考えるのであれば、コストのみが残り、QE3 は直ちに縮小・停止が求められることになる。一方、QE3 に効果が認められるのであれば、今後の米国経済の見通しが強いかわ弱いかによって、QE3 における資産買い入れ規模の先行きも変わってくる。見通しが強気であれば、QE3 の規模縮小・停止が念頭に置かれるし、弱気であれば維持ないしはさらなる拡大という選択肢を持つことになる。「タカ派」や「ハト派」という括りだけでは読み解くことができない。ただし、QE3 開始以前の金融政策を含め、市場金利を押し下げたことが住宅市場の改善につながったという点は否定されていない。政策効果を長期国債の買い入れと MBS(住宅ローン担保証券)に分けて考える必要があるが、QE3 の資産買い入れ規模を縮小させる場合にも、政策効果の有無にかかわらず、金利急騰は避けたいという点も一致しているのではないだろうか。

こうした観点からは、デイスインフレ傾向に対する評価も異なってくる。政策効果を持つとすれば、QE3 拡大という話も出てくるだろうし、政策効果がないとすれば、デイスインフレと QE3 は関係ないため、「ただちに QE3 終了」という発言が出てくることも首肯できる。

また、金利急騰を避けるためには、市場参加者が徐々に QE3 縮小を織り込む必要があるだろう。だが、米経済専門誌ブルーチップ(5月号)によるコンセンサス予想では、雇用者数の増加は2013年の年内は月16.8万人増、2014年は同19.2万人増であり、QE3の早期縮小のためには、労働市場の量的な改善ペースもやや不足する予想に留まっている。現状はまだ十分に市場参加者が織り込んでいるとは言えないだろう。今回のFOMC声明文から資産買い入れ規模は労働市場の見通しや物価変動によって拡大も縮小もある、と強調したのは、こうしたFedメンバー間の意見のばらつきや、市場参加者の予想が背景にあるのかもしれない。

数カ月の雇用統計次第で縮小の可能性も

前述の「ハト派」とみられたエバンス総裁やウィリアムズ総裁などの発言から、5月22日のバーナンキ議長の議会証言で早期の縮小・停止が示唆される可能性があった。しかし、実際には具体的な時期を示唆する発言は行わず、労働市場の著しい改善の継続があれば資産買い入れ規模の縮小・停止の可能性があるという発言に留まった。また、FOMCの声明文と同じように、資産買い入れ規模は状況によって拡大も縮小もあることを強調した。

現行の金融政策に関しては、低金利により自動車などの耐久財消費、住宅市場の力強い改善など効果が見られるとバーナンキ議長がコメントした。一方で、金利収入の低下や、投資家などがより高い利回りを求めて信用リスクなどを取り、金融の安定性を弱体化させる可能性があ

るなどコストが考えられることにも触れた。足下で雇用環境は改善しつつあるが、依然として失業率が高いと発言していることなどから、すぐに資産買い入れ規模の縮小・停止が行われることはないと思われる。しかし、金融政策の先を見据えた本格的な検討が行われていると考えられる。資産買い入れ規模の拡大・縮小の方向性やタイミングを占ううえで、今後数ヶ月の雇用統計などの内容が焦点となるだろう。

次回の FOMC は 6 月 18 日～19 日開催予定で、Fed メンバーによる見通しの発表と、バーナンキ議長の記者会見が行われる予定となっている。