

2013年6月20日 全4頁

FOMC : QE3 は年後半から縮小か

2013年12月会合での縮小決定を見込む

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
エコノミスト 笠原 滝平

[要約]

- 2013年4回目のFOMCが実施され、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。
- 米国経済は引き続き緩やかな改善ペースを維持しており、FOMCメンバーの雇用の見通しが上方修正された。FOMCメンバーによる利上げ見通しでは開始時期を2015年とする者が増え、一層の意見の収束がみられた。
- バーナンキ議長は、資産買い入れ規模の縮小時期に関して、経済と雇用の改善がFOMCメンバーの見通しに沿うのであれば、2013年後半から縮小を開始し、2014年中ごろには終了する可能性に言及した。条件付きながら具体的なスケジュールが示されたことになる。実際の決定時期に関しては労働市場の質的改善や物価の安定などに因るとみられ、経済状況を確認する必要があることから、大和総研では2013年12月の会合で資産買い入れ規模の縮小開始が決定されると見込んでいる。

金融政策に変更はなし

2013年4回目（2013年6月18日-19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、物価上昇率が2.5%を上回らない限り、失業率が6.5%に低下するまで継続することになる。資産買入れの内訳に関しても、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が維持された。なお、今回もカンザスシティ連銀のジョージ総裁が、量的緩和が将来の経済や金融市場の不安定化のリスクを招き、長期の期待インフレ率を押し上げるとして反対票を投じた。また、セントルイス連銀のブロード総裁が足下のデフインフレを理由に、より緩和的な態度にするべきだとして反対票を投じた。

雇用の見通しを上方修正

声明文では、米国経済は引き続き緩やかなペースで改善していると、現状判断を据え置いた。財政政策が経済成長を抑制しているものの、個人消費や設備投資は改善が続き、住宅市場は力強いと評価した。労働市場はさらなる改善が続いていると、前回から上方修正された。インフレ率に関しては、FRBの長期目標を下回る水準が続いているが、一時的であり、長期のインフレ期待は安定していると判断した。

こうした現状認識を背景に、FOMCメンバーによる経済見通しが発表され、前回（2013年3月）の見通しに比べて、2013年と15年の実質GDPの上限を僅かに下方修正、14年を上方修正した。また、失業率の見通しは2013年から15年にかけて下方修正し、特に2014年には低くて6.5%まで低下することを見込む内容であった。PCE価格指数やコアPCE価格指数の見通しは総じて下方修正されており、特に2013年に関しては大幅な修正となった。

図表1 FOMCメンバーによる経済見通し

		(%)			
		2013	2014	2015	長期
実質GDP	今回	2.3-2.6	3.0-3.5	2.9-3.6	2.3-2.5
	3月	2.3-2.8	2.9-3.4	2.9-3.7	2.3-2.5
失業率	今回	7.2-7.3	6.5-6.8	5.8-6.2	5.2-6.0
	3月	7.3-7.5	6.7-7.0	6.0-6.5	5.2-6.0
PCE価格指数	今回	0.8-1.2	1.4-2.0	1.6-2.0	2.0
	3月	1.3-1.7	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
コアPCE価格指数	今回	1.2-1.3	1.5-1.8	1.7-2.0	-
	3月	1.5-1.6	1.7-2.0	1.8-2.1	-

(注1) 上位3名、下位3名を除いた数値。

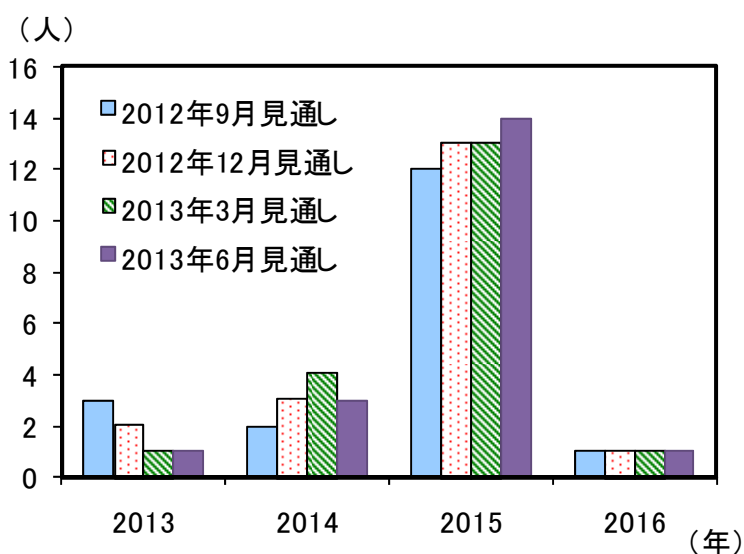
(注2) 失業率は10-12月期平均、その他は10-12月期の前年同期比。

(出所) FRBより大和総研作成

FOMC 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 年と予想する者は前回と変わらず一人であったが、2014 年と予想する者が一人減り、2015 年と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、一層 FOMC メンバーの意見が収束してきた印象を受ける。利上げに至るまでの数値目標では失業率 6.5% が掲げられているが、前述の経済見通しでは 2014 年末までに達成する可能性が示唆された。

バーナンキ議長の記者会見において、失業率の数値目標はあくまで利上げの検討を始める時期であり、6.5% になったらすぐに利上げを実行するという時期ではないとされた。実際の利上げはその時のインフレ率や労働市場の状況に因るもので、高水準の長期失業者数や労働参加率の低下などを踏まえると、失業率 6.5% では利上げを始めるのに労働市場が十分改善したとは言えないかもしれないと発言した。そのため、失業率が 6.5% に達しても、直ちに利上げを行うとは限らず、2015 年には利上げができる経済環境になっていると考えておくのが良いのではないだろうか。

図表 2 利上げ見通しは 2015 年に収束しつつある



(出所) FRB より大和総研作成

資産買い入れ規模の縮小時期はいつになるのか

資産買い入れ規模の縮小時期に関しては、過去の FOMC 議事録や FOMC メンバーの発言などで様々な憶測を呼んでいた。民間調査機関 Blue Chip の 4 月調査では、民間エコノミストの 7 割近くが縮小開始時期を 2014 年以降と見込んでいたが、足下では状況が変化しつつある。地区連銀総裁の発言や過去の FOMC 議事録において、縮小時期を巡るメンバー間の意見の相違が表れており、不透明感が高まっていた。

今回のバーナンキ議長の記者会見では、その一つの参考になるだろう時間軸が発表された。FOMC メンバーの見通しに沿って、経済成長と労働市場の改善が続き、インフレ率がFRBの長期目標である2%に近付きつつあるという条件付きだが、2013年の後半に資産買い入れ規模の縮小を開始し、2014年の中ごろには買い入れを終了する可能性に言及した。

もともと、FOMC メンバーによる経済見通しは民間エコノミストの見通しなどに比べてやや強気なため、実際にこのようなスケジュールとなるかは不透明だ。労働市場は、失業率が緩やかに低下しているものの、労働参加率の低下や低賃金労働者の増加など、質的改善が進んでいない印象がある。シカゴ連銀のレポートでは、労働参加率の低下などによって、1980年代や1990年代は毎月15万から20万人程度の雇用者数の増加が失業率低下に必要であったものの、足下では毎月8万人以上の増加で失業率の低下を促せるとしている。労働参加率の低下には高齢化など構造的要因があるが、職が見つかりづらい環境のため職探しを諦める者の増加による要因もあるだろう。労働参加率の改善なき失業率の低下が必ずしも労働市場の質的改善を示しているとは限らない。

また、量的緩和は労働市場だけで決定されるものではない。前述のブラード総裁が足下のデイスインフレを理由に反対票を投じたように、FRBの使命である雇用の最大化に加えて、物価の安定も決定要因となるだろう。バーナンキ議長が示したスケジュールを辿るには、もうしばらく経済環境を注視する必要があるため、資産買い入れ規模の縮小開始はもうしばらく先になるのではないだろうか。大和総研では、FOMC メンバーによる経済見通しが公表される2013年12月の会合で縮小が決定されることを見込んでいる。

今後、市場が資産買い入れ規模の縮小や、その先の利上げなどを織り込むにつれて金利上昇の可能性が高まるだろう。足下の米国経済は低金利を背景とした住宅市場の改善などに支えられている部分があり、FOMC メンバーの見通しの根拠の一部にもなっているとみられる。資産規模買い入れの縮小や利上げ時期の見通しが、金利上昇、経済成長の鈍化につながるようであれば、FOMC メンバーも経済見通しや金融政策の舵取りを再考する必要に迫られるだろう。