

2013年8月1日 全4頁

# FOMC : QE3 早期縮小観測を牽制、次の展開へ

QE3 終了後のゼロ金利解除時期を見越した市場との対話が始まる

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]

- 7月30日から31日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では現行の金融政策を維持。事実上のゼロ金利政策と、いわゆるQE3（量的緩和第3弾）の買い入れ規模の継続が決まった。
- 声明文では、米国経済の現状評価がやや慎重になった。懸念材料として、これまでの財政問題に加え、住宅ローン金利の上昇と低インフレのリスクが追加された。経済の先行き見極めの必要性を指摘することで、QE3の早期縮小観測を牽制したと考えられる。
- 同時に、資産購入終了が直ちに利上げにつながるわけではないことを改めて強調した。時期を別にすれば、QE3の終了はほぼ既定路線になっていると考えられるが、ゼロ金利解除も景気動向次第であると、市場との対話を強化した可能性がある。
- QE3終了の先に利上げが想定されるが、量的緩和と並ぶ非伝統的金融政策である時間軸効果（フォワードガイダンス）は、効力がやや曖昧だとみられる。市場との対話は始まったばかりだと考えられ、2014年のFOMC参加者は、困難なかじ取りを迫られるだろう。

## 金融政策は現行のまま

7月30日～31日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、事実上のゼロ金利政策と、MBS（住宅ローン担保証券）と米国債を買い入れる、いわゆるQE3（量的緩和第3弾）の毎月の買い入れ規模の継続が決まった。事実上のゼロ金利政策を維持する期間と、QE3を継続する条件などにも変更はない。カンザスシティ連銀のジョージ総裁は、高水準の量的緩和が経済的、金融的な不均衡のリスクを高め、長期的なインフレ期待を上昇させかねないとして、引き続き反対票を投じた。前回のFOMCで反対票を投じたセントルイス連銀のブロード総裁は賛成に転じている。なお、今回のFOMCではFRBによる経済見通しの公表や、バーナンキ議長による記者会見はない。

## FOMC 前の経済情勢確認

FOMC前に公表されたベージュブック（地区連銀景況報告）によると、「全般的に引き続き緩慢、ないし緩やかに拡大した」と評価されている。製造業は「大半の地区で拡大」、また、住居用不動産と建設は「全地区で緩やか、ないし力強く拡大」と、製造業と住宅関連での改善傾向が報告されている。雇用情勢については、「大半の地区で安定またはゆっくりと伸びた」としつつも、フルタイムの従業員の雇用に消極的との報告もあり、医療保険制度改革が雇用拡大の妨げになっている可能性が指摘された。個人消費と自動車販売は、大半の地区で伸びたとされる。

FOMCの声明文と同じ7月31日に公表された4-6月期のGDPは、前期比年率1.7%成長となった。連邦政府の歳出強制削減が3月から始まったことで、成長鈍化が予想されていたが、市場コンセンサスを上回る成長ペースとなった。個人消費の伸びが弱含み、住宅投資が好調で、政府支出がGDP全体の成長の足を引っ張ったという全体の方向感は予想通りであろう。もっとも、個人消費の伸びは懸念されたような鈍化ペースではなく、設備投資がプラス成長になるなど、歳出の強制削減の影響は限定的だったと言えよう。推計方法が変更され<sup>1</sup>、2013年1-3月期にかけてGDP伸び率が下方修正されたことで、4-6月期は市場コンセンサスを上回る伸びになった面もある。PCE（個人消費支出）価格指数は、前年比1.1%上昇にとどまった。

## 声明文ではQE3の早期縮小観測を牽制しつつ、その先をにらむ

FOMC声明文は前回と概ね同じである。このうち、米国経済への現状評価は、「緩慢なペースでの拡大」と、やや慎重な言い回しになった。懸念材料として、以前から指摘されていた財政政策が経済成長を抑制していることに加えて、住宅ローン金利の上昇が挙げられた。また、インフレ率が低水準であることが、経済成長にとってリスクになり得ると、デフレ懸念を念頭に置く文言が追加された。この文言の追加によって、デイスインフレ傾向を理由として前回のFOMC

<sup>1</sup> 詳しくはBEA “Results of the 2013 Comprehensive Revision of the National Income and Product Accounts”を参照。 <http://www.bea.gov/national/pdf/2013briefingslides%20for%20web.pdf>

で反対票を投じたブラード総裁は、賛成に転じたと考えられる。現状認識について、金利上昇の影響とデフレーション傾向が反転するかどうか、確認する必要性を指摘したと言えるだろう。景気動向を見極める姿勢を強調し、QE3の早期縮小観測を牽制したと考えられる。

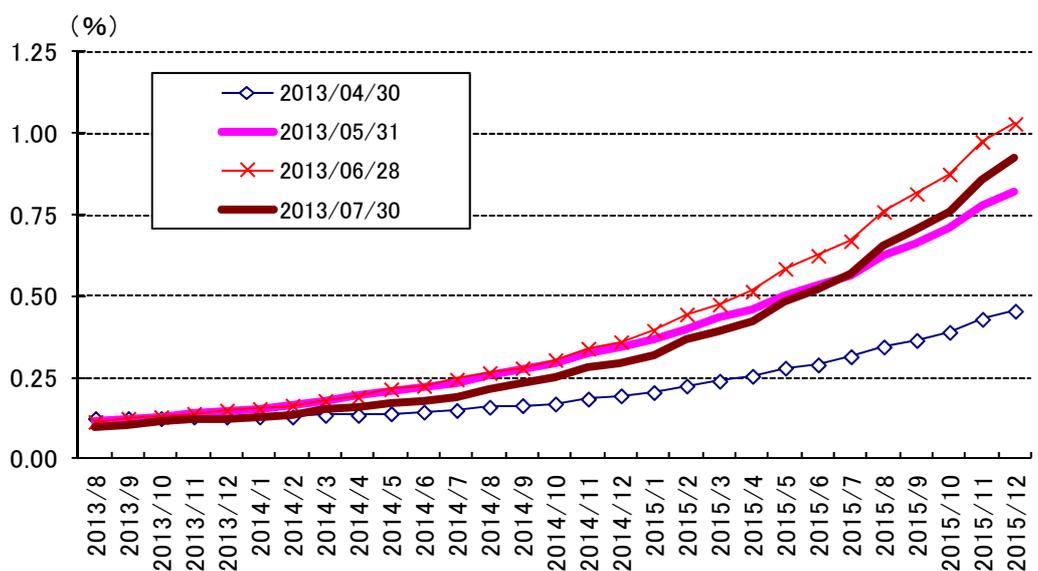
また、こうした景気の緩やかな改善継続をサポートするため、今回のFOMCでは、「資産購入(QE3)終了後に景気回復傾向が強まった後も、相当な期間において極めて緩和的な金融政策の運営姿勢が適切であり続けるとの見方を再確認した」、としている。景気現状認識以外で目立って文言が追加されたのは、ここでの「再確認(reaffirmed)」だけである。内容自体に目新しさはないが、すでにQE3の縮小と終了は、時期を別にすればほぼ既定路線と考えられ、その先のゼロ金利解除、利上げ時期を巡り、市場との対話を強化するため、改めて「再確認」という文言を追加したと考えられるだろう。QE3による資産買い入れが終了しても、その次の展開は米国経済がどの程度の力強さを持って回復しているかによって異なるのは自明である。QE3終了後、ただちに利上げやFRBのバランスシート縮小へ、という連想にくぎを刺したと考えられる。

## QE3を終了させた後

2013年後半からのQE3縮小開始はほぼ既定路線となった感があり、9月から12月の期間中、FOMCでの決定は経済情勢や、財政論議などの政治動向次第となるだろう。

さらに、先々の利上げ時期はどうか。FF(Federal Fund)レート先物市場で、FFレートが0.25%での取引を見込む時期は、5月末、6月末時点では2014年半ばと、4月末時点の2015年前半より大幅に前倒しされていたが、7月30日時点では2014年後半とやや時期が先になっている。0.50%への利上げという観点では、概ね2015年半ばが見込まれている(図表)。

図表 FFレート先物市場の期間構造



(FFレート先物の満期時期)

(出所) Bloomberg より大和総研作成

問題は、QE3 縮小観測に左右されていた 5 月以降の金利上昇時期において、FF レート先物の動きは利上げ時期の見通しではなく、QE3 縮小開始時期の見通しに左右されていた感がある点だ。量的緩和（QE）と並ぶもう一つの非伝統的政策である時間軸効果（フォワードガイダンス）が機能しているか、と言う視点では、今のところフォワードガイダンスの効力もやや曖昧だと考えられるだろう。ゼロ金利政策を維持する期間は、「インフレ率 2.5%を上回らない限り、失業率が 6.5%に低下するまで」とされるものの、それらの見通しがどうか、それらの基準が利上げに踏み切るトリガーなのか、利上げの検討を始める時期なのかは、FOMC 参加者間で少し差があるとみられる。7 月のバーナンキ議長による議会証言ではトリガーではないとしたが、今回の FOMC では、QE3 終了がただちに利上げに至るのではないとの言及を強めたに留まった。5 月以降の市場金利の上昇は、バーナンキ議長らの発言によって生じた面があり、QE3 終了後をにらんだ市場との対話は始まったばかりと言えるだろう。

## FRB 人事への注目

QE3 終了時期とその後を決めるのは、おそらく 2014 年以降の FOMC 参加者となろう。バーナンキ議長は、2014 年 1 月に任期を迎えるが、続投するか否かは明言していない。報道等では、議長は交代し、後任はイエレン副議長が最有力で、この他サマーズ元財務長官らの名前が挙がっている。理事では、すでに任期が切れ、後任が決まっていないことで職務を継続していたデューク理事が 8 月末での退任を表明した。また、ラスキン理事が財務副長官候補に指名されて 10 月初めには退任し、理事の空席が 2 つになる見込みとなった。さらに、2014 年 1 月にパウエル理事が任期を迎える。当面、FRB にまつわる人事が話題となろう。

オバマ政権側としては 2014 年の中間選挙のため、民主党としてはさらに次期大統領選をにらみ、人選によって金融政策を通じた経済動向に影響を及ぼせる機会となっている。金融政策が政治動向に左右される余地もありそうだ。後任議長らは QE からの複雑な出口戦略、非伝統的な金融政策からの正常化に向けて、困難なかじ取りを迫られることになるだろう。

年内の FOMC 開催スケジュールは、9 月 17 日～18 日、10 月 29 日～30 日、12 月 17 日～18 日。