

2013年8月22日 全4頁

意見が分かれ明示的ではない QE3 縮小時期

7月30～31日開催のFOMC議事録

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～31日開催のFOMCでは現行の金融政策が維持され、当該FOMCの議事録が公表された。いわゆるQE3（量的緩和策第3弾）の年内縮小開始はほぼ確定的になったとみられるが、FOMCメンバー内で引き続き意見が分かれ、開始時期は明らかにはならなかった。
- 2013年前半の経済情勢の評価は、労働市場の改善などが指摘されたが、総じてまちまち（mixed）との評価であった。財政の逆風、海外経済の減速、住宅ローン金利の上昇などが経済成長の鈍化要因として挙げられた。
- 7月のFOMC以降の経済環境は、引き続きまちまちと言えよう。労働市場では、7月の失業率が低下するなど、前向きに評価できる側面と同時に、質的な改善はまだまだである。歴史的低水準ではあるが、市場金利はさらに上昇し、経済への影響が懸念される。
- 連邦議会が夏休みに入り、財政問題に関する新たな情報はもたらされず、議会が再開される9月第2週以降まで、不透明感は強いままだ。QE3縮小開始を判断するためには、確認すべき事項が多いと言えるだろう。
- QE3終了後の政策手段についての議論も進んでいるとみられる。追加緩和が必要になった場合、事実上のゼロ金利政策を解除する条件を厳しくすることで利上げ時期を先送りし、緩和効果をもたらすことができるとしている。

7月時点でほぼ全員が年内の緩和縮小を支持

7月30日～31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いわれるQE3（量的緩和第3弾）の資産買い入れ規模が維持された¹。記者会見などは行われなかったことから、今回の議事録が注目された。

8月21日に公表された当該FOMCの議事録では、ほぼ全てのFOMCメンバーは、7月時点でのQE3縮小開始は時期尚早とし、政策の現状維持という結果になった。QE3縮小の開始時期は、FRB（連邦準備制度理事会）の経済見通しに沿って経済情勢が改善していくことを前提として、ほぼ全ての参加者が、年内に購入ペースを落としていくことを支持。年内のQE3縮小開始はほぼ確定的になったとみられる。だが、その具体的な時期については明示的ではない。購入ペースを落とすべき時期は近いとするFOMCメンバーがいる一方で、もう少し辛抱強く経済情勢に関する情報をさらに入手すべきとしたメンバーもいた。引き続き意見が分かれ、今回公表された議事録において、QE3縮小開始の時期は明らかにはならなかった。

経済情勢の評価については、2013年前半はまちまち（mixed）であったとしている。失業率が著しく低下するなど、労働市場の改善を前向きに評価する一方で、連邦政府の強制歳出削減が、想定以上に個人消費の伸びを鈍化させ、海外経済の減速、住宅ローン金利の上昇、給与税増税（減税の終了）などが、経済成長を鈍らせた要因として指摘された。

7月FOMC以降の経済情勢とFOMC参加者の発言

7月のFOMC以降の経済情勢は、全体として緩やかな改善が続いているものの、まちまちな内容と言えよう。FOMC開始以降に発表された経済指標を確認すると、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率1.7%増と、下方修正された1-3月期と合わせると、2013年上期の成長ペースは同1%台前半にとどまり、力強い成長とは判断し難い。7月のFOMC声明文で低インフレへのリスクが追加されたが、6月のPCE（個人消費支出）価格指数は前年比でプラス幅が拡大し、デイスインフレ傾向は加速していない。期待インフレ率が安定していること、FRBの長期目標である前年比2%の水準を大きく下回っていることに変わりはない。足下の労働市場と金利上昇について、以下でやや詳しく述べたい。

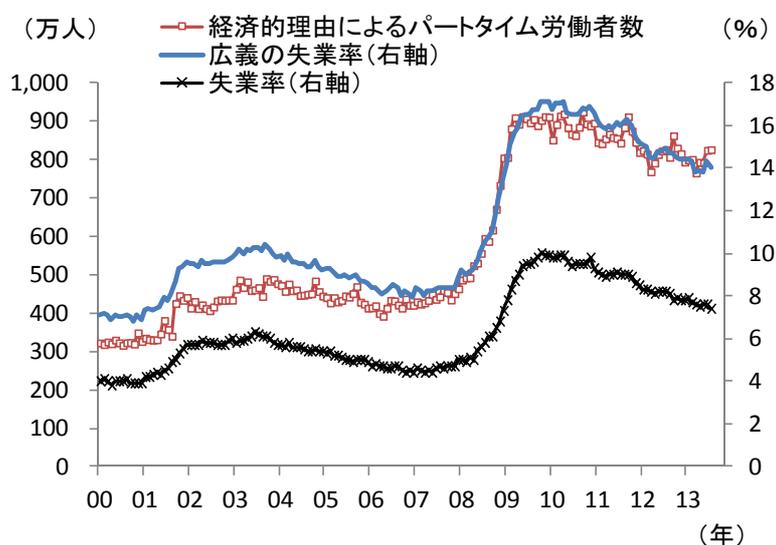
労働市場

今回の議事録で指摘された労働市場の稼働率（utilization）については、これまでのFOMCでは大きく取り上げられることはなかった。いわゆる雇用の質にまつわる話題であり、労働参加率の低下トレンドの他、経済的理由によるパートタイム労働者数の増加などが指摘された。7

¹ 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「FOMC：QE3早期縮小観測を牽制、次の展開へ」（2013年8月1日）参照。http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130801_007498.html

月の雇用統計では、非農業雇用者数が増加、失業率が低下し、その内容も比較的前向きに評価できるものの、労働市場の質的改善が緒についたばかりだとみられる²。特に、経済的理由のパートタイム労働者数に関しては2013年前半に比べて増加傾向にすらある（図表1）。

図表1 雇用環境



(注) 広義の失業率 (U-6) は、失業者に経済的理由のパートタイム労働者や職探しをしていないが働きたい者などを加えた指標。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

金利上昇と住宅市場

5月から市場金利の上昇が顕著となり、長期金利は1.7%前後から7月FOMCまでの間に1%ポイント近く上昇した（図表2）。さらに7月のFOMC以降はさらに上昇し、足下では2.9%近くまで達した。5月からの上昇幅は1.3%ポイント程度になっている。QE3導入時の2012年9月は1.7%台、オペレーション・ツイストの終了に伴いQE3を拡張して米国債買い入れを決定した2012年12月も1.7%台であったことを踏まえると、大幅に上昇したことがわかる。金融危機以降ではまだ低水準ながら、資金調達環境が厳しくなることで、住宅市場や個人消費、企業活動など幅広い分野への影響が懸念されるようになってきた。

今回のFOMC議事録で住宅ローン金利の上昇が懸念材料として指摘されたが、銀行の融資態度は前向きに改善していることで、金利上昇のネガティブな側面の一部は相殺されよう。金利先高感による駆け込み的な住宅購入が増えている模様だが、住宅購入の先行きは金利がこれからの程度上昇するか次第であり、また株価下落による逆資産効果を踏まえると、住宅投資の伸びが鈍化する可能性も考えておくべきだろう。

² 大和総研ニューヨークリサーチセンター 笠原 滝平「失業率の低下を前向きに」（2013年8月5日）参照。
http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20130805_007509.html

図表2 長期金利



(注1) 残存10年の米国債利回り。

(注2) 日次。直近は8月20日まで。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

8月に連邦議会が夏休みに入ったこともあり、労働市場と市場金利の上昇の他、財政政策に関する新たな情報はもたらされず、不透明感は依然として強い。9月第2週から再開される議会での議論を待つ必要がある。こうした懸念材料もあり、引き続き経済状況の着実な改善を確認する必要があるだろう。これまで緩和的な態度をとっていたシカゴ連銀のエバンス総裁が、9月にQE3縮小を開始する可能性を否定しなかったことなど、FOMC参加者の発言からは9月開始の可能性は排除できない。しかし、8月に入ってから経済状況を鑑みると、まだQE3縮小の開始を判断できる状況ではないだろう。年内のQE3縮小開始を前提として、大和総研では12月開始を見込んでいる。

QE3終了後の政策論議も

7月のFOMC声明文にも加えられていたが、事実上のゼロ金利政策を維持する期間を示す、フォワードガイダンスについても議論が深まっている模様である。特に今後、追加緩和が必要となった場合に、現在はゼロ金利を維持する条件としている失業率6.5%になるまで、という基準を引き下げること、利上げ時期を先送りし、緩和効果をもたらすことができるとした。QE3終了後の政策手段についても、検討が進んでいるとみられる。

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。うち9月と12月の会合では、FOMC参加者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。