

2013年9月19日 全5頁

# FOMC : QE3 の次をどうするのか

フォワードガイダンスに変更なく、将来の利上げペースは緩やかに

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]

- 9月17日から18日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）で政策変更はなかった。市場では今回でのQE3（量的緩和第3弾）縮小開始決定が織り込まれつつあったため、やや意外感のある決定であったと言えよう。
- FOMC参加者の経済見通しでは、2013年、14年の実質GDP成長率が下方修正された。また、2015年にかけて成長率は上昇する見通しだが、新たに発表された2016年の見通しは2015年から鈍化する予想であった。利上げ見通しは前回から大きな変更はなく、2015年利上げ開始が大勢を占めた。
- QE3縮小開始決定を見送った背景として、声明文からは、FOMC参加者が金利上昇と財政問題を懸念しているとみられることが読み取れる。また、バーナンキ議長の記者会見でも、財政問題による不確実性の高まりに懸念を示したことなどが挙げられよう。労働市場の量的改善を認めつつも、質的改善にも注意を払っている様子が窺える。
- 量的緩和と並ぶ非伝統的金融政策であるフォワードガイダンス（政策金利の見通し）は、より明確化することが検討されている模様。利上げ開始時期は2015年との予想が大勢が変わらず、2016年の政策金利予想からは急激な利上げも想定されていない。

## 金融政策に変更なし

9月17日～18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。QE3の効果によって経済活動や労働市場に改善が見られるものの、持続的な改善を示す証拠が見られるまで買い入れ規模の変更を行わないとした。市場では今回でのQE3縮小開始決定が織り込まれつつあったため、やや意外感のある決定であったと言えよう。

最近の金利上昇が金融環境の引き締まりに相当することから、経済の回復動向をもう少し確認したことになる。QE3の先行きについて、声明文では、経済指標と経済見通しに従うとされた。また、バーナンキ議長の記者会見によると、9月から10月にかけて財政政策に不透明感がある点も考慮されたようだ。10月または12月のFOMCのどちらかで資産買い入れ規模の縮小が決定されるとみられるが、経済指標次第では、決定が来年に先送りされる可能性もあるだろう。年内のFOMCの開催スケジュールは、10月29日～30日、12月17日～18日である。

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。

## FOMC 前の経済情勢確認と経済見通し

FOMC前に公表されたページブック（地区連銀景況報告）によると、米国経済は緩慢ながら拡大が続いているとし、7月と判断を変えなかった。個人消費は多くの地域で拡大が示され、特に自動車や住宅関連の需要が堅調であったと報告された。一方で、一部の地域で消費者は価格に敏感になっており、アウトレットの方が一般小売店より売上が多いところもあったようだ。製造業も個人消費と同様に、自動車や住宅関連などが堅調であり、全体としては緩慢な拡大と報告された。住宅市場は緩やかに改善。住宅価格や住宅ローン金利の上昇が駆け込み需要を生み出している可能性が指摘された。また、金利の先高観によって、新築住宅より金利水準を早めに決められる中古住宅を好む消費者もいるようだ。住宅の供給側に関しては、建設労働者や建設用資材が不足している地域もあるようで、ボトルネックが生じているとみられる。雇用環境に関しては、横ばいか、いくらか増加しているとの表現に留まった。また、賃金の上昇圧力も緩慢であると報告された。

これを踏まえ、今回公表されたFOMC参加者の見通しは、2013年、2014年の実質GDP成長率が下方修正された（図表1）。また、2015年にかけて成長率は上昇する見通しだが、新たに発表された2016年の実質GDP成長率は、2015年から鈍化する見通しとなっていることがわかった。失業率の見通しは前回から大きな変更はなかった。2016年に関しては、おおむね長期の見通しのレンジに入っており、FOMC参加者が雇用環境の正常化には3年程度かかる見通しを持っているとみられる。PCE（個人消費支出）価格指数の前年比伸び率は2014年分が僅かに下方修正され、また、2016年にかけて、FRBの長期目標である2%を上回らない見通しであった。

図表1 FOMC参加者の経済見通し

|           |    | (%)     | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 長期 |
|-----------|----|---------|---------|---------|---------|---------|----|
| 実質GDP     | 今回 | 2.0-2.3 | 2.9-3.1 | 3.0-3.5 | 2.5-3.3 | 2.2-2.5 |    |
|           | 6月 | 2.3-2.6 | 3.0-3.5 | 2.9-3.6 | -       | 2.3-2.5 |    |
| 失業率       | 今回 | 7.1-7.3 | 6.4-6.8 | 5.9-6.2 | 5.4-5.9 | 5.2-5.8 |    |
|           | 6月 | 7.2-7.3 | 6.5-6.8 | 5.8-6.2 | -       | 5.2-6.0 |    |
| PCE価格指数   | 今回 | 1.1-1.2 | 1.3-1.8 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0 | 2.0     |    |
|           | 6月 | 0.8-1.2 | 1.4-2.0 | 1.6-2.0 | -       | 2.0     |    |
| コアPCE価格指数 | 今回 | 1.2-1.3 | 1.5-1.7 | 1.7-2.0 | 1.9-2.0 | -       |    |
|           | 6月 | 1.2-1.3 | 1.5-1.8 | 1.7-2.0 | -       | -       |    |

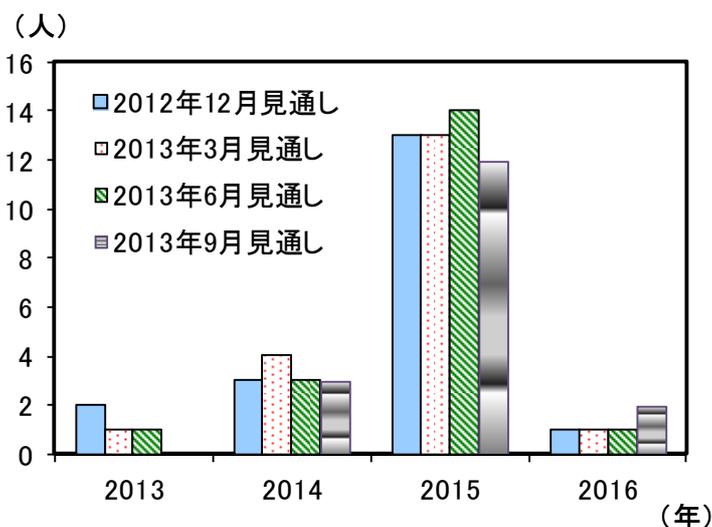
(注1) 上位3名、下位3名を除いた数値。

(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

ゼロ金利政策の解除時期を巡っては、2015年中がコンセンサスになっていることは変わらない(図表2)。2013年も終盤に近付いてきたことから、2013年と予想していた者がいなくなり(前回は1人)、2016年と予想する者が2人になった(前回は1人)。回答人数が17人と前回までの19人から2人減少している。これは、8月で退任したデューク理事と、財務副長官の候補に挙がっているためFOMCを欠席したラスキン理事の分である。

図表2 FOMC参加者の利上げ見通し



(出所) FRBより大和総研作成

## 声明文とバーナンキ議長の記者会見

声明文では、経済活動は緩やかに拡大が続いていると判断された。個人消費や設備投資は改善し、住宅市場も強まっていると示され、前回の声明文と大きな変更点はない。しかし、住宅ローン金利の上昇は、幾分(somewhat)から一層(further)へと表現が変更された。引き続き住宅ローン金利の上昇と、財政問題が懸念材料となっているようだ。

QE3に関しては、経済活動や労働市場の改善に寄与していると、その効果を認める文言が追加されたが、持続的な改善の見通しが確認されるまではQE3縮小開始を先送りするとした。さら

に、バーナンキ議長の記者会見では、財政問題にもかかわらず経済が成長してきたと認めつつも、財政の今後の不確実性を懸念している。

10月1日から始まる2014年会計年度まで間近だが、新しい会計年度の始まりまでに予算案(若しくは暫定予算案)が成立しなければ、政府閉鎖という事態を迎えるリスクがある。また、行政府が歳出権限を得たとしても、歳出に充てる資金を調達しなければならない。ルー財務長官によると、連邦政府の債務上限を引き上げなければ、早くて10月中旬頃には連邦政府の資金が底をつき、デフォルトが発生することになる。QE3縮小開始の先送りは、財政の不確実性の高まりに対して、その推移を見守るためという一面もあるだろう。

もっとも、記者会見では、失業率や非農業部門雇用者数などヘッドラインの数字から労働市場の改善を認めつつ、労働参加率の低下や実質賃金の伸び悩みなどが指摘された。労働市場の量的改善に加えて、質的改善にも注意を払っている。

## QE3 後の焦点は利上げ

QE3による資産買い入れが終了すると、その先には実質ゼロに据え置かれている政策金利の引き上げが次の論点となろう。現在、政策金利の見通しを示すフォワードガイダンス政策は、インフレ率が2.5%を上回らないことを前提として、失業率が6.5%に至るまでは、実質ゼロ金利政策を維持することになっている。バーナンキ議長は、QE3後の利上げ時期について、フォワードガイダンスによる時期の明確化を議論したことを記者会見で述べている。その修正方法の例として、失業率が6.5%という基準に達した後、現在は前提条件となっているインフレ率を基準として用いることが可能であるとした。インフレ率が一定水準以下の場合には実質ゼロ金利を維持する、などということだろう。

ただし、こうしたフォワードガイダンスは言葉での約束である以上、頻繁な変更は好ましいわけではなく、変更には慎重だとみられる。2014年のFOMC参加者が相当数入れ替わることを踏まえると、フォワードガイダンスの変更は次期FRB議長らに委ねられる可能性もある。

さらに、利上げが視野に入る時期になると、どのようなペースで利上げされるかがポイントとなる。新たに発表された2016年までの経済見通しにおいて、大勢見通しでは、2016年は実質GDP成長率、失業率、インフレ率はおおむね長期の見通しに近い水準が予想されている(図表1)。一方、利上げ開始時期は2015年が大勢であることは変わらないが、政策金利であるFF(Federal Fund)レートは、2016年においても2%程度を予想する意見が多く、長期見通しの4%前後を大きく下回っている。2016年は2015年よりも経済の回復ペースがやや鈍化する見通しではあるものの、長期見通しに近い経済動向と、長期見通しを下回るFFレートの予想が併存していることになる。2015年のFFレートの見通しが6月時点よりも低い水準になっており、同じ2015年中でも、利上げ開始時期は後ずれしている可能性があるだろう。利上げ開始時期の後ずれも踏まえると、急激な利上げは想定されていないことになる。ただし、FOMC参加者が変わることで、こうした見通しも変わってくる可能性がある。

## 変わる FOMC 参加者の顔ぶれ

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。報道等では、2014 年 1 月に任期を迎えるバーナンキ議長は退任し、後任はイエレン副議長らの名前が挙がっている。有力な後任候補とされていたサマーズ元財務長官は、議会での承認が難航する可能性などを踏まえ、オバマ大統領に後任議長の選考対象から外すよう辞退を申し入れた。後任候補として有力視されるイエレン副議長が議長に就任する場合には、現行の金融政策からの大幅な路線修正の可能性は低いだらう。

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 月末で退任。また、ラスキン理事が財務副長官候補に指名されて、議会の同意が得られれば 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、任期は残しているもののスタイン理事の退任の可能性も取り沙汰されている。イエレン副議長が議長となる場合には、後任の副議長も必要となる。オバマ大統領がいつ議長や理事の後任候補を指名するか不明な上、承認する議会側では、シリア情勢や財政問題など喫緊の課題が多く、公聴会の開催、承認に至る時期は不透明である。

また、地区連銀総裁では、2014 年に投票権を得るクリーブランド連銀のピアナルト総裁が 2014 年初での辞任を表明し、後任が決まるまでは職に留まるとした。

FOMC は議長、副議長を含む 7 人の理事と、12 人の地区連銀総裁が参加する。投票権を有するのは 7 人の理事のほか、地区連銀総裁のうち、常時投票権を持つニューヨーク連銀総裁以外で、4 人の地区連銀総裁が輪番で投票権を持つ。2014 年は地区連銀総裁の 4 人が定例で入れ替わり、さらに 7 人の理事のうち、3~5 人程度が入れ替わる可能性がある。議長がイエレン副議長の昇格であっても、金融政策の不透明感の台頭は避けられず、イエレン副議長以外が議長となる場合は、不透明感は一層強まることとなろう。当面、FRB にまつわる人事が話題とならざるを得ない。