

2013年12月19日 全5頁

FOMC：不透明感低下した米国の金融政策

資産買い入れ規模（QE3）の縮小開始が決まる

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]

- 12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QE3の資産買い入れ規模を、2014年1月から縮小することが決定された。月あたりの購入額が100億ドル減額される。背景は、財政の逆風にもかかわらず、雇用環境や個人消費などの改善が続いたことだと考えられる。
- 声明文の現状認識に大きな変更はなく、若干の上方修正という印象である。FOMC参加者の経済見通しや利上げ時期の想定も前回と大きな違いはなかった。フォワードガイダンスに微修正が加えられており、足下のディスインフレ傾向が続けば利上げ時期は先送りされる可能性もある。
- 2014年は資産購入額の減額が続くと予想される。経済の動向次第ということは変わらないが、減額ペースの想定ができることは不確実性の後退で、米国経済の大きなリスクとはなり難い。労働市場やインフレ動向がFOMC参加者の想定を大きく外れた場合を含め、フォワードガイダンスの修正が的確に行えるかがポイントとなろう。
- 2014年はFOMC参加者の顔ぶれが大幅に変わり、タカ派と見られる地区連銀総裁が輪番制で投票権を得る。しかし、イエレン副議長の後任や数名の理事などの人事が未定である。かじ取り役が決まっていないことは、フォワードガイダンスを用いる金融政策にとって、大きな不透明感要因と言えるだろう。

資産買い入れ規模の縮小開始決定

2013 年最後（2013 年 12 月 17 日-18 日）の FOMC（連邦公開市場委員会）では、いわゆる「QE3（量的緩和第 3 弾）」の資産買い入れ規模を、2014 年 1 月から縮小することが決定された。これまで月 400 億ドルであった MBS（住宅ローン担保証券）の買い入れ額は月 350 億ドルに、月 450 億ドルであった長期国債は月 400 億ドルに、それぞれ月 50 億ドルずつ減額され、合わせて月 100 億ドルの規模縮小となる。

QE3 縮小開始決定の背景には、バーナンキ議長の記者会見でも繰り返し発言されていたように、非農業部門雇用者数の増加ペースが加速するなど、雇用環境の改善が挙げられるだろう。また、これまで生じていた財政の逆風にも拘わらず、個人消費などが底堅かった点も考慮に値する。

9 月の FOMC で指摘されていた財政問題では、民主・共和両党間の財政協議で合意が得られたことから、財政問題再燃のリスクが低減したとみられる。10 月の連邦政府の一部閉鎖は、いわば大がかりな社会実験となり、少なくとも暫定予算が必要であること、債務上限問題は地味ながら大きなリスクであることなどが、政治家に理解されたのだろう。その結果、政策が迷走するとしても、政府の予算がない、資金が調達できないといった財政問題が再び大きな話題となる可能性が低下することになったのではないだろうか。さらに、ボルカールールが採択され、資産バブル対策の一環となる金融規制の強化が可能になり、QE3 がいつ縮小されるかわからなかったことを含めて、政策関連の不透明感は大きく低下したと言えよう。足下ではディスインフレ傾向にあるが、期待インフレ率は安定しており、FOMC 参加者はインフレ率が中長期的に FRB の長期目標に沿うことを想定している。さらなるディスインフレとならなければ、QE3 の縮小を続ける妨げにはならないだろう。

9 月の FOMC にかけて、QE3 縮小開始決定が市場で織り込まれる過程では、長期金利は急上昇し、経済への悪影響が懸念された。当時は QE3 終了後、直ちに利上げが始まるとみなされていたと考えられるが、今回は FOMC 前に長期金利はやや上昇したが、短めの 2 年物国債利回りや FF（Federal Fund rate）先物などの金利上昇は限定的で、FOMC の結果発表後も金利に目立った上昇は見られなかった。FOMC 参加者は QE3 縮小開始と利上げ時期は異なることの説明を尽くし、今回の声明文でもフォワードガイダンスに微修正が加えられた。これまでは、事実上のゼロ金利政策の継続の条件として、「インフレ見通しが 2%±0.5%（上限 2.5%）を上回らない限り、失業率が 6.5%になるまで」を掲げていた。しかし、今回の声明文では、この条件に加えて「インフレ見通しが 2%を下回っていれば、失業率が 6.5%になって十分な時間が経つまで（well past the time）」と、条件をわずかに変更した。この文面からは、FOMC 参加者がディスインフレ傾向を容認せず、低インフレ環境では利上げをする可能性が低いことを述べていると言えよう。

なお、ボストン連銀のローゼングレン総裁は、失業率が依然として高く、インフレ率も FRB の長期目標を下回っていることから、QE3 縮小開始決定は時期尚早であるとして、投票メンバーの中で唯一反対票を投じた。

現状認識、見通しは微修正

声明文では、全体の経済活動は緩やかに拡大していると判断し、前回から変更はなかった。しかし、内容を見ると細かな変更点がある。労働市場に対しては、「幾分改善（some further improvement）」から「さらなる改善（further improvement）」に上方修正され、失業率の低下が明記された。また、財政政策による経済の下押し圧力は引き続き生じているものの、その影響は低減しているとされた。こうした認識の上方修正もあり、これまでのダウンサイドリスクが低減している、という判断から、ほぼリスクが消失しているという判断に変更された。

現状認識が横ばいに近いことから、FOMC 参加者の経済見通しも前回から大きな変更はなかった。失業率の見通しは足下の急激な改善を受けて、2016 年までのそれぞれの年で引き下げられた。インフレ見通しでは、特にコア PCE 価格指数の見通しがそれぞれの年で下方修正された。こうした見通しを受けて、FOMC 参加者の利上げ見通しは前回からほぼ変わらず、2014 年中を見込む者が 1 人減り、2016 年を見込む者が 1 人増えたにとどまった。もっとも、前述のように声明文ではインフレ見通しが 2% を下回り続ける場合は失業率が 6.5% を下回ってもゼロ金利政策を続けるとしており、インフレ率次第では利上げがさらに先送りされる可能性もある。

図表 1 FOMC 参加者による経済見通し

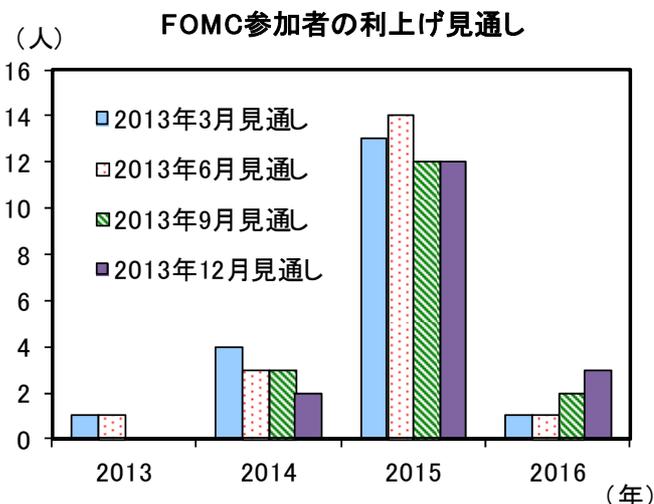
		(%)				
		2013	2014	2015	2016	長期
実質GDP	今回	2.2-2.3	2.8-3.2	3.0-3.4	2.5-3.2	2.2-2.4
	9月	2.0-2.3	2.9-3.1	3.0-3.5	2.5-3.3	2.2-2.5
失業率	今回	7.0-7.1	6.3-6.6	5.8-6.1	5.3-5.8	5.2-5.8
	9月	7.1-7.3	6.4-6.8	5.9-6.2	5.4-5.9	5.2-5.8
PCE価格指数	今回	0.9-1.0	1.4-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
	9月	1.1-1.2	1.3-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	2.0
コアPCE価格指数	今回	1.1-1.2	1.4-1.6	1.6-2.0	1.8-2.0	-
	9月	1.2-1.3	1.5-1.7	1.7-2.0	1.9-2.0	-

(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

図表 2 利上げ時期は大きく変わらず



(出所) FRB より大和総研作成

金融政策は 2014 年の米国経済にとってリスク要因となるか

2014 年以降の金融政策は、第 1 に資産買い入れ規模の縮小ペースがどうなるか、第 2 に利上げがどうなるか、の 2 点となる。前提として、今後の政策動向は、労働市場と物価関連統計、QE3 の効果とコストという「データ次第」という点は変わっていない。今回の資産買い入れ規模縮小の決定も、経済指標の改善や財政問題の不透明感が後退したことを受けた措置だった。

バーナンキ議長の記者会見では、2014 年末には月あたりの資産購入額がゼロになる見通しを示し、2014 年の FOMC は 8 回の開催が予定されていることから、素直に考えれば、毎回の会合で資産買い入れ規模は 100 億ドルずつ減少していくことが予想されよう。経済環境に急変動がなければという条件付きながら、減額ペースの見通しにある程度のメドが立っていると考えられることから、不確実性を嫌う金融市場にとって、大きなリスクにはなりにくいだらう。

利上げについては、前述したように、FOMC 参加者は 2015 年以降の利上げを予想しており、2014 年中の実施可能性は低い。資産購入額については、議長は、毎回の会合で必ず変更するわけではないこと、増額の可能性もあることを記者会見で指摘した。資産購入額の減額ペースも利上げ時期も、あくまで現時点の情報に基づく予想ということである。経済環境が想定よりも良いのであれば、早期の資産購入ペースの減額が加速して利上げ開始時期が早まり、経済環境が想定よりも悪いのであれば、資産購入ペースの減額がゆっくりとしたものになるか、増額ということであって、金融政策の変更が 2014 年の米国経済のリスク要因とはならないだらう。

それでも金融緩和の縮小方向は、金利の上昇につながる可能性は高い。金利上昇が資金調達環境を悪化させるというシナリオはあり得るだらう。だが、今回の QE3 縮小にあたって金利の上昇は今のところ限定的で、今後も金利が上昇するとしても QE3 縮小を理由としたものではなく、米国経済の回復を反映したものと想定されよう。歴史的な低金利水準を脱するほどの金利上昇でなければ、資金調達環境に与える影響はあっても軽微なものとなる。むしろ、やや過熱感が指摘される資産価格上昇ペースが適度に抑制されることになって、前向きに解釈される可能性すらある。また、ボルカールールが採択され、銀行等にとって将来の収益機会が減少する可能性を踏まえると、貸出は本来業務でもあり、金利上昇で利ざやが増えることで、貸出には積極的な姿勢を維持すると考えられる。

仮にリスクになるとすれば、後述するように、FOMC の投票権者にタカ派がやや増えることを前提として、労働市場、インフレ動向が FOMC で示された想定を外れた場合の対応となる。

失業率が 6.5% を大きく下回り、フォワードガイダンスの修正がスムーズにいかない場合、インフレ率のアンカーがあるとしても、フォワードガイダンスへの信頼が低下することが想定される。2013 年末で期限が切れる長期失業保険給付の扱い次第では、短期的に顕在化することもあり得ることだらう。インフレ動向では、ディスインフレがさらに進んで、デフレ懸念が抱かれる場合となる。金融政策の効果をガイダンスで担保する以上、こうした事態はリスクと言える。フォワードガイダンスの修正が、上記のリスクへの対応となるが、イエレン次期議長らに委ねられることになる。

また、2014年2月の債務上限問題は、必ずしも十分な対応がされているとは限らない点も指摘される。

2014年のFRB人事

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年には、バーナンキ議長が議長職を退任し、イエレン副議長が議長となる見込みである。また、ニューヨーク連銀のダドリー総裁以外の連銀総裁が交代となる。タカ派と見られるフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁やダラス連銀のフィッシャー総裁など、地区連銀総裁だけ見れば2013年に比べてタカ派寄りとされる投票権者が増える可能性がある。副議長を含む理事の指名・承認が遅れる間は、これらタカ派寄りとされる投票権者の存在感が増すことになる。

しかし、クリーブランド連銀のピアナルト総裁は2014年前半での退任の可能性があることや、数名の理事が退任済み、若しくは見込みという状況だ(図表3)。報道等によればイエレン副議長の後任にはスタンレー・フィッシャー前イスラエル中銀総裁の名前が挙がっているが、真偽の程は定かではない。かじ取り役の人事が決まっていないことは、フォワードガイダンスを用いる金融政策にとって、大きな不透明感要因と言えるだろう。

図表3 2014年はFOMC参加者が不確実

	2013年	2014年	備考
議長	バーナンキ	イエレン	
副議長	イエレン	?	
理事	タルーロ	タルーロ	
	スタイン	スタイン	ハーバード大教授?
	パウエル	パウエル?	1月末任期切れ予定
	ラスキン	?	財務副長官指名
	デューク	?	退任済み
連銀総裁	ダドリー (ニューヨーク)	ダドリー (ニューヨーク)	
	ブラード (セントルイス)	コチャラコタ (ミネアポリス)	
	ジョージ (カンザスシティ)	フィッシャー (ダラス)	
	ローゼングレン (ボストン)	プロッサー (フィラデルフィア)	
	エバンス (シカゴ)	? (クリーブランド)	ピアナルト総裁退任予定

(注) 網掛け部は該当者が未定。12月18日時点でイエレン副議長の議長昇格は上院本会議での承認待ち。

(出所) FRB, 各種資料より大和総研作成