

2014年1月30日 全5頁

FOMC：一定ペースでの資産買い入れ規模縮小

頻繁な変更を必要としないフォワードガイダンスが必要に

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]

- 1月28日から29日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）で、資産買い入れ規模を縮小することが、2会合連続で決定された。月あたりの購入額がさらに100億ドル減額される。投票権を有する地区連銀総裁が変わったが、反対票はなかった。
- 声明文における景気の現状認識は、悪天候などのかく乱要因はあったが、小幅上方修正された。全般に前向きに評価され、財政問題の後退は明示的に指摘されている。フォワードガイダンスなどに変更はない。
- QE3縮小過程でのリスクは、金利の上昇など、市場を通じて実体経済に波及する可能性があり、市場がFRBの政策に信認を置くことが第一となる。一定のペースで資産買い入れ規模の縮小を続け、頻繁な変更を必要としないフォワードガイダンスが必要だろう。
- 2014年はFOMC参加者の顔ぶれが大幅に変わり、イエレン副議長の後任や複数の理事がオバマ大統領の指名を受けた。早期に承認されて、フォワードガイダンスの変更に関わることが求められる。承認に向けた過程での意見表明も注目されよう。

資産買い入れ規模の縮小継続

2014年最初（1月28日-29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、さらに縮小することが決定された。月350億ドルであったMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れ額は月300億ドルに、月400億ドルであった長期国債は月350億ドルに、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。2013年の買い入れ規模からは月200億ドルの縮小である。

インフレ見通しが2.5%を上回らない限り、少なくとも失業率が6.5%を下回るまで、という事実上のゼロ金利政策を維持する条件は維持され、インフレ見通しが2%を下回っていれば、失業率が6.5%を下回っても、しばらくの間、事実上のゼロ金利政策を継続するとしていた目安にも変更はなかった。

今回から投票権を持つ地区連銀総裁が変わったが、満場一致の決定となった。QE3縮小開始を決定した前回、2013年12月のFOMCの議事録では、労働市場の改善の持続する見通しが得られたことで一致したものの、景気回復への持続性と低インフレへの懸念から資産買い入れ規模の縮小は小幅なペースで行う方向で決まったことが述べられていた。今回のFOMCにおけるQE3縮小ペースは同じ100億ドルであり、引き続き小幅な縮小だと言えよう。

現状認識は上方修正

声明文では、数四半期にわたって経済活動の成長ペースが加速していると、景気の現状判断が上方修正された。個別で見ても、2013年12月は寒波の影響などにより雇用者数の増加ペースが大きく下振れしたが、さらなる改善という判断に変更はなかった。また、個人消費や設備投資は拡大ペースが加速していると上方修正された。これまで経済成長を抑制し続けた財政問題に関しても、その影響は「低減している（is diminishing）」と判断され、前回の「低減しているだろう（may be diminishing）」という文言から上方修正と捉えることができるだろう。

2014会計年度の予算が決まらないために、2013年10月に連邦政府機関が一部閉鎖され、米国経済を下押しした経緯がある。2014年1月に入ってから9月までの予算が決まったため、とりあえず今年度に再び政府閉鎖が生じるような事態にはならないだろう。依然として連邦政府の債務上限問題は解決していないが、2013年に比べれば財政による下押しリスクは明らかに小さくなったと言える。

当面の間は、経済指標にノイズが含まれる可能性に留意が必要だ。2013年12月に続き、2014年1月にも米国を寒波が襲い、様々な経済活動に支障をきたしたとみられる。さらに、雇用統計に関しては、2013年末をもって緊急失業保険給付が期限切れを迎え、約135万人が保険給付を打ち切られた。1月の雇用統計にその影響が現れるとみられ、特に失業率が大きくかく乱される可能性がある。

基本は一定ペースでの資産買い入れ規模縮小を想定

今後の金融政策は、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。資産購入額の減額ペースも利上げ時期も、経済環境が想定よりも良ければ、資産購入規模の減額ペース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ろう。

今回のFOMC前は、2013年12月分の雇用統計など、いくつかの軟調な経済指標が公表されていた。また、新興国通貨で大幅な下落が生じるなど、QE3縮小が一時的に停止される可能性もあった。軟調な米国の経済指標には、多分に寒波という一時的要因が影響したとみられ、FOMCの声明文やベージュブックにおける景気認識は前向きである。新興国経済の停滞についても、QE3縮小は主たる悪材料ではないとみられる¹。IMFが1月に公表した世界経済見通しの改定値でも、新興国全体でみれば2014年の成長ペースは2013年を上回る5.1%で、2013年10月時点の見通しと変わらず、2015年は上方修正されて、さらに加速する予想である。

図表1 IMF 世界経済見通し（暦年）

	2012	2013	2014	2015
世界	3.1%	3.0%	3.7%	3.9%
先進国	1.4%	1.3%	2.2%	2.3%
米国	2.8%	1.9%	2.8%	3.0%
ユーロ圏	-0.7%	-0.4%	1.0%	1.4%
英国	0.3%	1.7%	2.4%	2.2%
日本	1.4%	1.7%	1.7%	1.0%
新興国	4.9%	4.7%	5.1%	5.4%
中・東欧	1.4%	2.5%	2.8%	3.1%
アジア	6.4%	6.5%	6.7%	6.8%
中国	7.7%	7.7%	7.5%	7.3%
インド	3.2%	4.4%	5.4%	6.4%
中南米ほか	3.0%	2.6%	3.0%	3.3%
中東・北アフリカ	4.1%	2.4%	3.3%	4.8%
サハラ以南のアフリカ	4.8%	5.1%	6.1%	5.8%

(出所) IMF "World Economic Outlook Update, Jan. 2014"より大和総研作成

今回のFOMC前に生じた事象は、政策決定にあたっての大きな懸念材料ではなかったようだが、それでもQE3の縮小ペースや利上げ時期のタイミングが適切でなければ、米国経済の回復ペースを反映しない金利上昇が生じて、米国経済の成長を阻害するリスクはあるだろう。

市場がQE3縮小ペースを速すぎると認識した場合、株価の下落や金利の上昇を通じて、米国経済の回復ペースが鈍化あるいは後退するシナリオが想定される。すでに低位にあるインフレ率にネガティブなショックが加わることで、デフレに陥ることもあるだろう。1月も寒波が到来

¹ 大和総研 経済調査部 児玉卓、山崎加津子、新田堯之 「新興国マンスリー（2014年1月）2014年の新興国：問題はテーパリングではない」（2014年1月9日）

http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/emg/20140109_008085.html

したことを踏まえると、軟調な 1 月分の経済指標が公表される可能性があり、こうした懸念はしばらく続くかもしれない。

逆に QE3 の縮小ペースが遅すぎると認識される場合は、インフレ期待が高まり、利上げ時期が前倒しされる連想から、同じく金利上昇を通じて米国経済の回復を阻害するシナリオも考えられる。この場合は、インフレと景気減速が同時に生じるスタグフレーション的な様相を示している可能性がある。どこまでインフレ率の上昇を容認できるか次第だが、金融引き締めが必要になると、肥大化した FRB のバランスシート規模が、引き締めを技術的に難しくするのではないかという懸念にもつながるだろう。

いずれのシナリオも現時点では蓋然性が低いリスクシナリオに留まり、また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、経済への影響はあっても軽微なものとなるだろう。

リスクが顕在化するとすれば、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だろう。市場を通じた影響の伝播であれば、市場が FRB の政策に信託を置くことが第一となる。朝令暮改となって市場の評価が定まらなくなることを避けるためには、一定のペースで資産買い入れ規模の縮小を続け、頻繁な変更を必要としないフォワードガイダンスが必要となってくるだろう。

2014 年中の資産買い入れの終了を念頭に置いて同一ペースでの規模縮小を続けると、政策の先行きがある程度予想されることから、金融市場が先行きを織り込みやすく、金利急騰などを避けることにもつながると考えられる。また、想定される利上げ時期が前倒しされると、QE3 縮小ペースの加速も同時に連想されることになる。実質的なゼロ金利政策を継続することで、長期金利を抑制する政策の柱がフォワードガイダンスであるが、頻繁な変更は信託を失うことになる。だが、緊急失業保険給付が 2013 年末で打ち切れ、テクニカルな要因で失業率が大きく低下してしまう可能性がある。早ければ、3 月にも新しいメンバーを含めてフォワードガイダンスの見直しが必要になってくるかもしれない。

進展する 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。

今回の FOMC を最後に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。また、今回から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った。タカ派とみ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リチャード・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た。

ほかにも、オバマ大統領が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銀行（中央銀行）総裁を、理事にはブレイナード元財務次官を指名し、パウエル理事を再指

名している。彼らの承認がまだであることに加えて、クリーブランド連銀のピアナルト総裁は、後任が決まれば2014年前半での退任の可能性がある。2014年の参加者は2013年から大きく変わることになるが、理事1人が空席のままとなる見込みで、不透明な部分も残されている。

フォワードガイダンスを変更するのであれば、今後も投票権を有する人物によって決定されたほうが、より長期的な信認を得られやすい。早期に上院での承認プロセスが進むことが望ましい。また、新議長承認に向けた上院公聴会でイエレン氏の考えが表明されたように、副議長に指名されたスタンレー・フィッシャー氏の意見も注目されよう。

図表2 大きく変わる2014年のFOMC参加者

	2013年	2014年	備考
議長	バーナンキ	イエレン	
副議長	イエレン	S.フィッシャー	指名済み
理事	タルーロ	タルーロ	
	スタイン	スタイン	
	パウエル	パウエル	再指名
	ラスキン	?	財務副長官指名
	デューク	ブレイナー	指名済み
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)	R.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)	ピアナルト (クリーブランド)	後任が決まれば退任予定

(注) 網掛け部は未定事項がある。1月29日時点でR.フィッシャー氏、ブレイナー氏、パウエル理事は上院での承認待ち。

(出所) FRB、各種資料より大和総研作成