

2014年3月20日 全5頁

FOMC：利上げ前倒しの可能性が台頭

危機対応として始まった金融緩和政策の潮目

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]

- 3月18日から19日にかけて開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）でQE3（量的緩和第3弾）の資産買い入れ規模を、さらに月あたり100億ドル減額することが決定された。2014年は資産買い入れ規模の縮小が続き、QE3は年内に完了するだろう。
- 経済の現状判断は下方修正されたが、悪天候による一時的な停滞と評価され、FOMC参加者の経済見通しを変化させるには至らなかったとみられる。経済の先行き見通しは上振れの可能性が低下した。失業率の改善はさらに加速する見通しである。
- 利上げ開始時期の予想は、これまでよりも少し前倒しされた可能性がある。予想を上回る失業率の低下などが背景だろう。さらに、金融システムの安定化を図る必要性や資産バブルへの懸念も、利上げ開始時期の予想を前倒しさせた可能性がある。
- 利上げ開始の予想が多数を占める2015年は、金融システムが安定していることやインフレ動向も確認する必要がある。さらに、2016年の大統領選を控え、財政が再び問題になっている可能性があり、2015年のFOMC投票権者の発言が注目されよう。

資産買い入れ規模の縮小継続

2014年3月18日-19日に開催された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。これまで月300億ドルであったMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れ額は月250億ドルに、月350億ドルであった長期国債は月300億ドルに、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。3会合連続での買い入れ規模縮小となり、規模縮小開始前の月850億ドルから550億ドルへ減額が進むことになった。

QE3縮小開始決定の背景には、2013年末にかけて非農業部門雇用者数の増加ペースが加速するなど、雇用環境の改善が見られた点が挙げられる。前回、1月のFOMC会合から今回の会合までの間、悪天候によってさまざまな経済活動が下振れしたが、2月の雇用統計では引き続き雇用環境の改善が示された。今般の悪天候は経済の成長トレンドに大きな影響を与えることはなく、経済の成長ペースは引き続きFOMC参加者の見通しから、はずれていないと判断できよう。

FOMC参加者の経済見通しに大きな変化がない限り、イエレン議長は2月の議会証言と今回のFOMC後の記者会見で、「2014年秋」には月あたりの資産買い入れ額がゼロになる見通しを示した。2014年のFOMCは8回の開催が予定されていることから、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き、最後の10月の会合で150億ドル減少すれば、ゼロとなる。資産買い入れ規模縮小ペースのメインシナリオであり、議会証言におけるイエレン議長や、複数の地区連銀総裁らがこのシナリオの変更のハードルが高いという発言を行っている。金融政策の先行きは、利上げ時期がいつかを探る展開に移ったと言えよう。

図表1 2014年のFOMCスケジュール

日程	見通し発表、議長記者会見	決定される資産買い入れ額
1月28日-29日		650
3月18日-19日	○	550
4月29日-30日		450
6月17日-18日	○	350
7月29日-30日		250
9月16日-17日	○	150
10月28日-29日		0
12月16日-17日	○	-

(注) 4月以降は、毎会合ごとに100億ドルずつ減額した場合の資産買い入れ額。10月会合では150億ドルの減額とした。

(出所) FRBより大和総研作成

また、事実上のゼロ金利政策を維持する期間の指針である「フォワードガイダンス」が変更された。FOMC参加者の想定を上回るペースで失業率が低下したことなどから、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、としたこれまでの数値目標を撤廃した。今後は雇用の最大化とインフレ率2%を目標に、労働市場や物価など幅広い情報によって金融政策の舵取りを行うことになる。また、目安として、インフレ見通しが長期目標

である2%を下回り続ける場合、QE3が終了してからかなり長い期間（considerable time after the asset purchase program ends）事実上のゼロ金利政策を継続するとした。

なお、今回のフォワードガイダンスの変更では、インフレ率を長期目標である2%に押し上げるFRBの意思が伝わりづらくなって不確実性が高まるとして、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁が反対票を投じた。

現状認識は悪天候により下方修正

声明文では、一部に悪天候による下押し圧力が見られたため経済活動の拡大は鈍化したとして、現状判断が下方修正された。個別で見ると、雇用環境や財政の下押し、物価の判断に変更はなかったが、個人消費や設備投資が下方修正された。事前に発表されたページブック（地区連銀景況報告）では、悪天候の影響がさまざまな分野で報告され、特に製造業においては、販売の不振や生産計画の乱れだけでなく、輸送にも影響が及んだ供給網の停滞が報告された。

しかし、悪天候の下押し圧力があつたにもかかわらず、製造業の先行き見通しは楽観的で、今後の生産活動の拡大が見込まれていると報告された。イエレン議長の記者会見においても、2014年1-3月期は悪天候によって経済成長が下押しされるが、2013年12月の見通しから悪天候以外の判断に大きな変化はないとされた。むしろ、イエレン議長は4-6月期にプラスの反動が出る可能性を指摘した。

利上げ開始の予想に前倒しバイアスカ

今回のFOMCでは、FOMC参加者の経済見通しが発表された。2016年にかけて実質GDP成長率の見通しに大きな変化はなく、レンジ上限が引き下げられる格好で、経済の先行きが上振れする可能性が小さくなったとみられる。同様に物価の見通しも大きな変化はなかったが、速いペースで低下している失業率の見通しは一層改善する方向に修正され、2016年には長期予想程度の水準まで低下することが予想されている。

図表2 FOMC参加者による経済見通し

		(%)			
		2014	2015	2016	長期
実質GDP	今回	2.8-3.0	3.0-3.2	2.5-3.0	2.2-2.3
	12月	2.8-3.2	3.0-3.4	2.5-3.2	2.2-2.4
失業率	今回	6.1-6.3	5.6-5.9	5.2-5.6	5.2-5.6
	12月	6.3-6.6	5.8-6.1	5.3-5.8	5.2-5.8
PCE価格指数	今回	1.5-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
	12月	1.4-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
コアPCE価格指数	今回	1.4-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	-
	12月	1.4-1.6	1.6-2.0	1.8-2.0	-

(注1) 上位3名、下位3名を除いた数値。

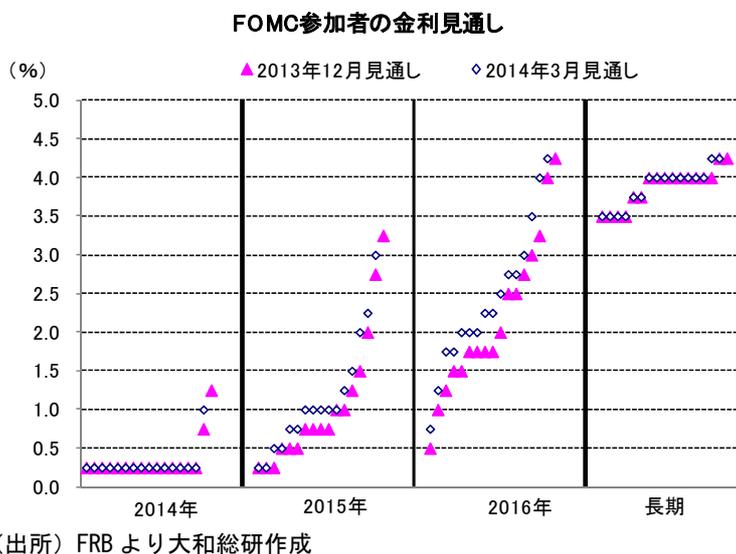
(注2) 失業率は10-12月期平均、その他は10-12月期の前年同期比。

(出所) FRBより大和総研作成

利上げ開始時期は前回同様 2015 年中と予想する者が大半を占めていることに変わりはない。しかし、FF レート誘導目標を引き上げる時期の予想はわずかに前倒しされたようだ。2015、2016 年末時点の FF レート誘導目標の予想を見ると、毎会合 0.25% ずつの幅で利上げを連続的に行うことを仮定すれば、前回の予想に比べて 2015 年のうち早い時期に利上げ開始を予想する者が増えているとみられる。例えば、2015 年末に FF レート誘導目標が 1.0% となることを予想する者は、前回の 2 人から 5 人に増えている。

利上げ開始時期の予想が若干早くなった背景には、労働参加率の低下によって失業率が低下してしまう側面はあるものの、失業率が FOMC 参加者の想定以上に速いペースで低下し、さらに低下するとの見通しの改善が考えられるだろう。経済の先行き見通しがしっかりとしたものになる確度が高まったと考えられる。

図表 3 利上げ開始時期はわずかに前倒しか



利上げ開始時期の論点

利上げ開始を前倒しする失業率の低下以外の理由としては、資産バブルの懸念も挙げられるだろう。最近では金融システムの安定や資産価格のバブル的な状況を懸念する発言も増えてきた。非金融部門の資金需要がなければ、金融緩和の継続によって資産市場に資金が流入して資産価格が上昇し、資産効果を通じた金融緩和の波及はあっても、同時に資産バブルの懸念も生じることになる。議会証言でイエレン議長が農地価格の上昇を警戒すべきであるとし、タルーロ FRB 理事が高利回り社債への資金流入をリスクの高まりとして注意している旨の発言があった。

量的緩和などの非伝統的な金融政策は、信用市場の回復 (QE1)、MBS の買い入れを通じた住宅市場の改善 (QE3) のほかは、期待インフレ率の引き上げ (QE2)、資産価格の上昇などはもっぱら投資家などのマインド改善を通じた影響が大きいと考えられる。伝統的な金利政策と比べて、効果も副作用も確かではない。例えば、QE3 が住宅市場の改善に寄与したとしても、住宅価格が

あまりに速く上昇してしまうと、リスクに転化してしまう恐れがあるということだ。家計のバランスシート調整が終わりつつあり、資産価格の上昇が懸念材料になってきたことから、金融危機対応から始まった一連の量的緩和政策は終了させる一方で、伝統的な金融政策に基づくゼロ金利政策を政策対応の中心に位置付けていくということだろう。金融政策が引き締め方向に向かうのはまだ先だとしても、危機対応として始まった金融緩和政策は潮目を迎えつつあることを示しているのかもしれない。

一方で、利上げ時期を巡る課題は、市場に指針を示すフォワードガイダンスが機能するか否かである。利上げの前倒しを市場が織り込めない場合、金利の上昇と株価の下落などを通じてデフレ的な景気減速懸念が台頭することになる。金融緩和の縮小は米国経済の拡大ペースに沿ったものである必要があるが、金融政策にそうした微調整ができるかどうかはわからない。経済にデフレ圧力が加わりすぎる金融政策には、今回の決定にコチャラコタ総裁が反対したように、低インフレが利上げ開始を先送りする理由になるだろう。

さらに、現状、柔軟な財政政策は期待しにくく、大統領選を控える2016年以降は、再び財政が問題となる可能性は低くない。大統領選が本格化する時期の利上げ開始はやりにくいかもしれない。引き締め方向には十分な余地があり、雇用環境の改善と安定的な金融システムを前提とすれば、自ずと緩やかな金融引き締めペースを選択するのではないだろうか。

もっとも、利上げ時期の指針となるフォワードガイダンスが、事実上の「総合判断」になったことから、政策決定当事者の考えが重要になってくる。FOMC参加者は2015年以降の利上げを予想しており、2015年のFOMC投票権者によって決定されることになる。地区連銀総裁では、ハト派とされるシカゴ連銀のエバンス総裁、タカ派とされるリッチモンド連銀のラッカー総裁のほか、ややハト派寄りかもしれない中間派のサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁とアトランタ連銀のロックハート総裁が輪番で投票権を得る。副議長としての上院の承認待ちのS.フィッシャー氏に加えて、中間派2人の地区連銀総裁の発言が注目されるようになるだろう。

図表4 FOMC投票権者（地区連銀総裁）

		2014年	2015年
ニューヨーク連銀	ダドリー総裁	○	○
シカゴ連銀	エバンス総裁		○
リッチモンド連銀	ラッカー総裁		○
アトランタ連銀	ロックハート総裁		○
サンフランシスコ連銀	ウィリアムズ総裁		○
クリーブランド連銀	ピアナルト総裁	○	
ミネアポリス連銀	コチャラコタ総裁	○	
ダラス連銀	フィッシャー総裁	○	
フィラデルフィア連銀	プロッサー総裁	○	
セントルイス連銀	ブラード総裁		
カンザスシティ連銀	ジョージ総裁		
ボストン連銀	ローゼングレン総裁		

(出所) FRB, 各種資料より大和総研作成