

2014年5月1日 全5頁

FOMC：資産買い入れ規模の縮小継続と論点

雇用面のみならず、利上げを巡る財政・金融面からの論点も要確認

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]

- 4月29日から30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、さらに月当たり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は年内に終了するだろう。
- 経済の現状判断は悪天候の影響が和らいだことにより上方修正された。設備投資の認識が下方修正されたが、ページブック（地区連銀景況報告）では企業活動の拡大や明るい先行き見通しが報告された。現状判断は、個人消費の拡大によって上方修正されたと考えられる。
- パートタイム就業者数が高止まりしている背景には、構造的な要因と循環的な要因がある。循環的な要因でのパートタイム就業者は、金融政策でサポートすべき対象でなお改善の余地は大きいだろう。ページブックで指摘された熟練労働者の不足は構造的な要因の可能性があり、金融政策での対応には限界があると考えられる。
- 利上げ開始時期の予想は、労働市場の改善のみならず、財政・金融面からの論点が含まれるべきである。2015年は財政問題が生じる可能性が高い。また、金融面では、バブル的な状況に至らない金融市場の安定が、緩和継続の前提かもしれない。

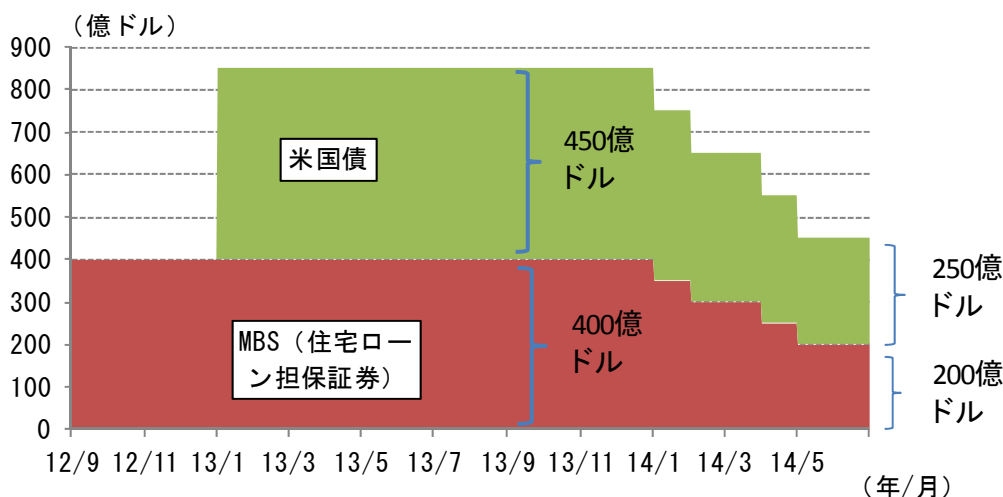
資産買い入れ規模の縮小継続

2014年4月29日-30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250億ドルであったMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れ額は月200億ドルに、月300億ドルであった長期国債は月250億ドルに、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。4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450億ドルへ減額が進むことになった。

悪天候で減速した米国経済が再び上向いてきたことから、資産買い入れ規模をFOMC毎に100億ドルずつ減額するペースを変更するには至らなかったとみられる。また、事実上のゼロ金利政策も継続し、物価の安定を前提として、資産購入終了後も相当な期間継続するとした文言に変更はない。前回、反対に回ったミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁が賛成に回り、全員賛成で決議された。今会合は声明文以外には記者会見などがなく、ゼロ金利の解除と利上げ時期を巡っては、議事録が注目されることになろう。

5月までで辞任予定のスタイン理事は、今回が最後のFOMCへの参加となった。上院における副議長候補のS.フィッシャー氏、理事候補のブレイナード氏、再任予定のパウエル理事の承認は、4月29日に上院の銀行住宅都市委員会の承認を経たものの、本会議の承認はまだであり、今回の会合に間に合わなかった。

図表1 FRBによる資産買い入れ規模（月当たり）



(注) 今会合で決まった5月以降の買い入れ規模は6月まで継続するとして描画。

(出所) FRB より大和総研作成

FOMCにおける経済の現状認識

声明文において、経済動向の現状認識は悪天候の影響が和らいだことにより上方修正された。項目別では、個人消費は上方修正され、住宅市場の緩やかな改善、財政の下押し圧力、インフ

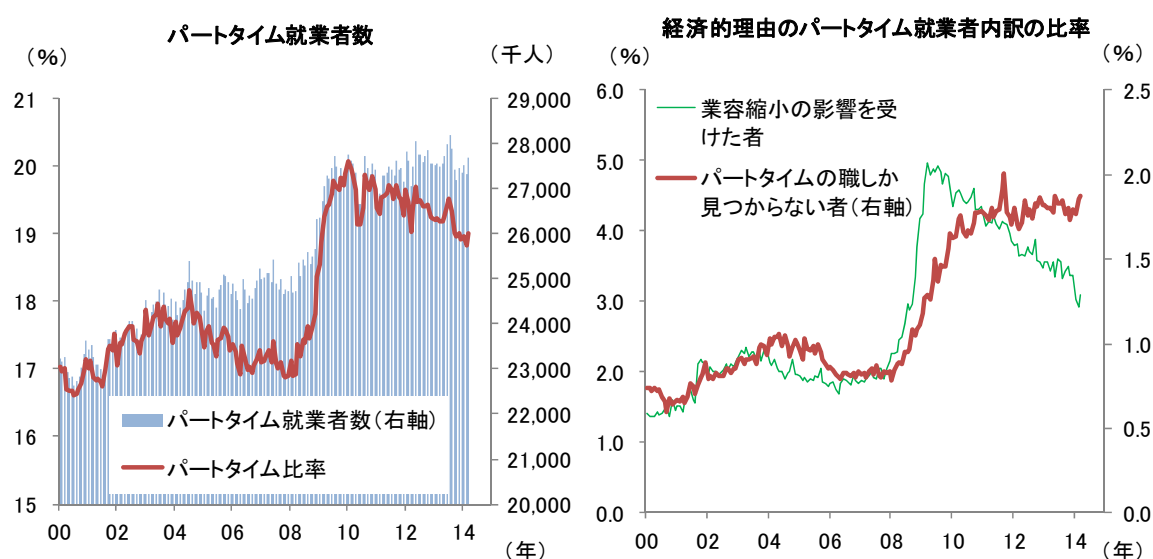
レ率に関する判断は変わらなかった。一方、設備投資は減速したと判断され、前回の改善が続くという判断から下方修正された。ベージュブック（地区連銀景況報告）からは、各地区で設備投資動向の報告にばらつきがあり、一方向の解釈はできない。しかし、総じて製造業などの企業活動は拡大しており、先行き見通しも明るい内容が散見される。そのため、声明文では設備投資の減速ではなく、個人消費の回復を重視して、経済全体の現状認識を上方修正したと考えられる。こうした FOMC 参加者の現状認識からみると、大幅な経済見通しの変更がない限り、今後も資産買い入れ規模の縮小が続き、QE3 は年内に終了するだろう。

パートタイム比率の高止まり

今後の金融政策を検討するにあたり、雇用者数の増加が続く一方で、広義の失業率の高止まりや、パートタイム就業者がなかなか減らないことなどの問題が指摘される。インフレ率は低位ながらも、期待インフレ率は落ちついていることから、以下では、FOMC の声明文で緩やかな回復傾向とされる労働市場のうち、ベージュブックでいくつかの地区連銀が報告する熟練労働者の不足について検討する。

パートタイム就業者はリーマン・ショック以降急増し、いくらか減少したものの、水準が高止まりしている。パートタイム就業者は経済的理由と非経済的理由に分けることができ、さらに経済的理由は景気悪化などによる企業の業容縮小を理由に挙げるパートタイム就業者と、フルタイムの職を望みながらもパートタイムの職しか見つけられなかった就業者に分けることができる。業容縮小を理由に挙げるパートタイム就業者は減少傾向にあり、就業者に占める割合も低下しているが、パートタイムの職しか見つけられなかった者の割合はむしろ上昇している。

図表 2 パートタイム就業者は高止まり



(注) 左図のパートタイム比率、右図はそれぞれ就業者に占める割合。

(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

企業は熟練労働者の雇用を望み、フルタイムの職に就きたいがパートタイムの職にしか就けない者が増加していることは、企業が求めるスキルと就業希望者が持つスキルが異なることを背景にした雇用のミスマッチが生じている可能性が指摘できよう。これは多分に構造的な変化が含まれていると考えられる。一方で、業容縮小を理由に挙げるパートタイム就業者の割合は、経済の回復とともに低下していることから循環的な要因と捉えられる。

このように、パートタイム就業者数を高止まりさせている構造的な要因と循環的な要因のうち、業容縮小を理由に挙げるパートタイム就業者の割合は経済の回復を通じて引き下げられることから、金融緩和継続の理由の一つに数えられるだろう。この比率が低下すれば、緩和政策の必要性も低下するかもしれないが、改善すべき余地はなお大きい。一方、構造的な要因に基づくパートタイム比率の引き下げと熟練労働者の不足は、金融政策による対応は困難で、財政政策による対応が求められるべきだろう。

財政・金融面からの利上げ開始時期の論点

利上げ開始時期を巡っては、財政・金融面からも論点が挙げられる。

多くの FOMC 参加者が利上げ開始時期として想定している 2015 年は、財政関係の話題が生じる可能性が高い。オバマ大統領が 1 月に一般教書、2 月に予算教書を中間選挙後の新議会に提示したのち、3 月に債務上限問題が再び到来する見込みである。また、10 月から始まる 2016 年度予算は議論をゼロからスタートさせなければならない。財政関連の議論に加えて、年の後半にかけては、2016 年の大統領選を視野に入れ、民主・共和両党の候補者が誰になるか、などが話題になってくるだろう。構造的な理由に基づく雇用のミスマッチ解消などの政策課題への対応はまだ不明と言わざるを得ない。今秋の中間選挙が新たな政治バランスを作りだしているとするれば、政治情勢が経済にもたらす影響を加味する必要が生じ、FOMC 参加者の見通しも変わってくる可能性がある。

金融面からは、例えば、クレジットスプレッドが歴史的低水準であるなど、バブルへの懸念が指摘されている。金融市場において理論価格からのかい離自体は日常的だが、どの程度のかい離であればバブルというべきか、また理論価格自体も不確実で、バブルであることを確認することは難しい。従って、市場でバブルの兆候が実際にバブル的な状況に向けて増幅されるのか、その増幅メカニズムが存在するかどうかのポイントだろう。

リーマン・ショックを含む金融危機の時には¹、米国で MMF (MMMF) が一部元本割れを起こして MMF への投資資金の引き揚げが生じ、MMF は投資資金の引き揚げに備えて、資産のキャッシュ比率を高めた。MMF は CP (コマーシャルペーパー) 市場への主な資金供給源であったことから、資金調達が困難になった CP 発行体が保有資産を投げ売りし、金融危機が増幅され、世界に拡大した面がある。金融危機後も、米国外金融機関が発行する CP 残高と米国株価には高い連動性が

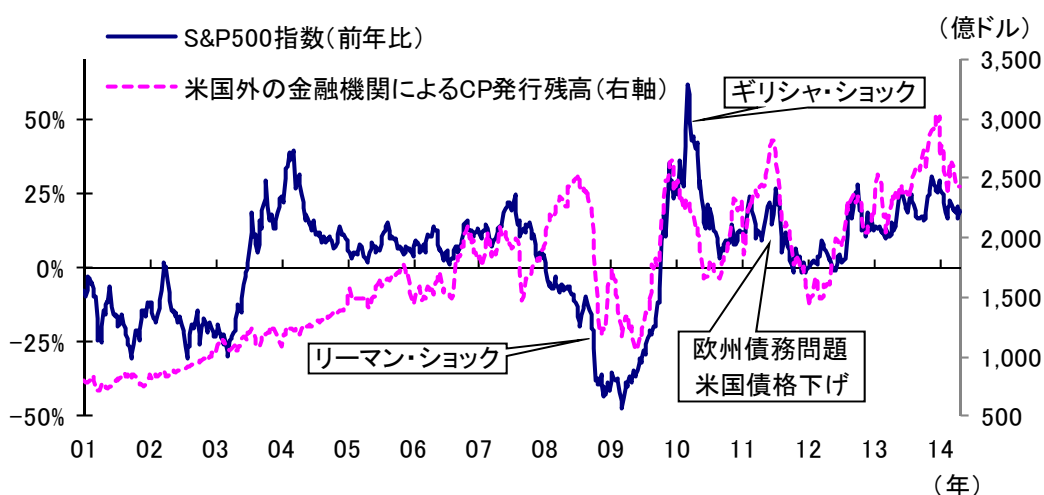
¹ 大和総研 調査本部【特別レポート】「欧州金融財政危機と世界経済」(2011年10月19日)の第4章参照。
<http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/world/11101901world.html>

認められる（図表 3）。金融緩和に伴って信用力の高い債務者の資金需要は満たされるはずであることを踏まえると、調達資金は、相対的に信用力が低い債務や資産市場でのリスクテイクに使われている可能性がある。

銀行以外からの、こうした短期金融市場での状況が資産価格変動の全てを説明するわけではないが、バブルに向けたリスクの増幅メカニズムの一つであり、変動幅を大きくしている可能性は指摘できよう。金融緩和の副作用と言え、対応策としての利上げはバブル対策の最終手段であって現実的な手段ではない。利上げ開始時期を経済動向に合わせるためには、金融市場で必ずしもバブル的な状況が観察されなくても、金融規制を強化することが、緩和的な金融政策を維持する条件かもしれない。

今後は 2015 年に投票権を持つ地区連銀総裁に加えて、新たに FOMC の討議に加わる S. フィッシャー氏らを含めた FOMC 参加者が、財政政策が経済に及ぼす影響や金融市場の安定化策について、どのような姿勢であるかが注目されよう。

図表 3 米国以外の金融機関が米国で発行した CP の残高と株価



(注) 米国外の金融機関が米国で発行した CP の残高。S&P500 指数は週平均の前年比。

(出所) FRB, WSJ, Haver Analytics より大和総研作成