

2014年6月19日 全4頁

# FOMC : QE3 は予定通り年内終了、焦点は出口戦略へ

続く QE3 縮小の完了と同時期に政策の先行きが見通せるか

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]

- 6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（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。
- 経済の現状判断は労働市場の改善などを背景に上方修正された。1-3月期の成長鈍化によって、2014年の成長見通しは下方修正された。もっとも、天候要因は一時的とされ、経済の回復基調と見通しを大きく変えることはなかったとみられる。
- FOMC参加者の利上げ見通しはばらつきがあって不確実である。金融政策の正常化に向けた2011年の「出口戦略」の見直しは年内完了が目標とされ、QE3縮小が完了し、中間選挙の結果が出る時期と重なる。金融政策と財政政策の先行き不透明感の程度が明らかになり、FOMC参加者の見通しや発言などが注目されよう。

## 資産買い入れ規模の縮小継続

2014年6月17日-18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200億ドルであったMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れ額は月150億ドルに、月250億ドルであった長期国債は月200億ドルに、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。5回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350億ドルへ減額が進むことになった。事実上のゼロ金利政策も継続された。

悪天候によって一時的に減速した経済成長は、足下にかけて復調しつつあるため、規模縮小のペースに変更を加えなかったとみられる。今後も会合ごとに規模縮小が行われ、QE3は年内に終了するだろう。

上院本会議での承認を受けて、今回の会合からS.フィッシャー副議長、ブレイナード理事が新たに参加者に加わり、クリーブランド連銀の総裁はピアナルト氏からメスター氏に代わった。また、スタイン理事は前回会合までで退任し、パウエル理事の再任が決まったが、理事はなお2つ空席のままである。FOMC参加者の経済見通しは時間の制約からブレイナード理事の回答が間に合わなかった。

図表1 FOMC参加者と投票権

		2014	2015
イエレン	議長	○	○
S. フィッシャー	副議長	○	○
ブレイナード	理事	○	○
パウエル	理事	○	○
タルーロ	理事	○	○
地区連銀総裁の投票権			
ダドリー	ニューヨーク連銀総裁	○	○
R. フィッシャー	ダラス連銀総裁	○	
コチャラコタ	ミネアポリス連銀総裁	○	
メスター	クリーブランド連銀総裁	○	
プロッサー	フィラデルフィア連銀総裁	○	
エバンス	シカゴ連銀総裁		○
ラッカー	リッチモンド連銀総裁		○
ロックハート	アトランタ連銀総裁		○
ウィリアムズ	サンフランシスコ連銀総裁		○
ローゼングレン	ボストン連銀総裁		
ブラード	セントルイス連銀総裁		
ジョージ	カンザスシティ連銀総裁		

(注) 太字は今回（2014年6月）会合から参加。

(出所) FRBより大和総研作成

## 労働市場の改善などにより現状認識は上方修正も見通しにばらつき

声明文では、経済活動の拡大ペースが再び加速したと判断が上方修正された。個別で見ると、雇用環境や設備投資が上方修正された。イエレン議長らが懸念を示す住宅市場は、改善ペース

が鈍いままと判断が据え置かれた。また、個人消費は改善したとの判断だが、改善ペースは前回から僅かに下方修正された印象。事前に発表されたページブック（地区連銀景況報告）では、個人消費や製造業、サービス業の活動など幅広い項目で拡大が報告され、全ての地区で経済活動が拡大したと判断された。ただし、北東部などで引き続き天候が悪く、個人消費の抑制要因となっていると報告されており、個人消費の僅かな下方修正は悪天候が原因の一つとみられる。

住宅市場に関してはイエレン議長の会合後の記者会見でも触れられた。ニューヨーク連銀の調査<sup>1</sup>では、信用力が低い消費者の住宅ローンの審査が通りづらくなっているとされている。銀行など貸し手のリスク回避的な姿勢が背景にあるとみられ、イエレン議長はこうした状況が住宅市場の改善が鈍い要因の一部であると発言した。そして同問題に対しては、住宅ローン関連の制度の見直しが重要だとした。

今回の FOMC では、FOMC 参加者の経済見通しが発表されている。2014 年は下方修正されたが、2016 年にかけて実質 GDP 成長率の見通しに大きな変化はなかった。2014 年の見通しは、悪天候によって経済成長ペースが一時的に鈍化したことを反映したものであり、下方修正の結果は、6 月に公表されたマーケットコンセンサスや世界銀行、IMF などの見通しに近い。失業率や物価の見通しも同様に足下調整がメインで、見方に大きな変化はないだろう。様々な経済指標が改善し、悪天候は経済の回復基調を変えるほどではなかったとみられる。

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	2.1-2.3	3.0-3.2	2.5-3.0	2.1-2.3	
	3月	2.8-3.0	3.0-3.2	2.5-3.0	2.2-2.3	
失業率	今回	6.0-6.1	5.4-5.7	5.1-5.5	5.2-5.5	
	3月	6.1-6.3	5.6-5.9	5.2-5.6	5.2-5.6	
PCE価格指数	今回	1.5-1.7	1.5-2.0	1.6-2.0	2.0	
	3月	1.5-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0	
コアPCE価格指数	今回	1.5-1.6	1.6-2.0	1.7-2.0	-	
	3月	1.4-1.6	1.7-2.0	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

## 利上げ見通しの不確実性高い

一方で、FOMC 参加者の利上げ見通しは若干変わり、2015 年中とする者が一人減り、2016 年中とする者が一人増えた。参加者の入れ替えなどがあったため、新たな参加者が 2016 年を予想したのか、従来 2015 年と予想していた者が予想時期を遅らせたのかは定かではない。いずれにせよ、利上げ見通しにばらつきが見られる点は確かだろう。金利見通しも同様で、FOMC 参加者の

<sup>1</sup> “Rising Household Debt: Increasing Demand or Increasing Supply?”

<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2014/05/rising-household-debt-increasing-demand-or-increasing-supply.html>

見通しからは2015年、16年にかけて不確実性があることを、イエレン議長も会合後の記者会見で認めている。イエレン議長は、今後の利上げは「経済の回復状況次第」で、時期を示唆することはなく、「決まった道筋はない」とした。

イエレン議長の記者会見では、金融政策の正常化の過程である2011年の「出口戦略」見直しの議論は結論に至っておらず、今年の終わりには見直しを完了させるという目標が述べられた。出口戦略には、市場からの資金吸収方法やFRBのバランスシートの資産の取り扱いなど含まれる。

特に、2015年には連邦政府の債務上限問題や2016年度の予算作成過程が問題となる可能性がある。2013年秋にQE3縮小を開始できなかった理由の一つに財政の不透明感があり、実際に連邦政府が一部閉鎖された。2015年に同様の事態が生じる可能性は踏まえておく必要がある。2014年11月の中間選挙の結果を得ると、財政問題の不透明感がどうなるかもある程度明らかになると考えられる。それまでは2015年以降の状況を見通すことが難しく、逆に出口戦略が策定される目標時期が年内とされたことと整合的であろう。

バーナンキ前議長がQE3縮小を示唆して金利が急上昇した2013年夏頃の教訓を踏まえると、年内にQE3が終了し、出口戦略が固まってくるにつれて、利上げ時期と利上げペースがFOMC参加者の見方が収れんしていくだろう。新たにFOMCに参加することになったメンバーや2015年の投票権者の発言等が注目される。さしあたって、FOMCの議事要旨でどのような出口戦略を議論したかを確認する必要がある。

図表3 2016年利上げ開始が一人増えた

