

2014年7月31日 全5頁

FOMC 利上げに向けて半歩前進か

QE3の縮小が続き、経済の現状認識を上方修正

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

[要約]

- 7月開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、いわゆるQE3（量的緩和第3弾）に伴う資産買い入れ規模が月250億ドルに縮小された。イエレン議長の議会証言からは、10月のFOMC会合で資産買い入れ額をゼロにする決定が行われる見込みである。
- 経済の現状認識が上方修正され、インフレ率はFRBの長期目標に近づき、目標を恒常的に下回り続ける可能性はやや減ったとされた。労働市場は失業率という観点からは労働市場の改善が進んでいるとした上で、労働資源の利用について、多くの指標は「著しい活用不足が残っていることを示唆」しているとした。
- 物価の安定を前提として、資産購入終了後も相当な期間ゼロ金利を継続するとした文言は残り、失業率以外の指標に話を広げて、労働市場の改善を待つ必要性を指摘したことから、利上げ時期を前倒しする必要性は必ずしも認識していない。参加者で意見が割れ、利上げ時期が不透明であることを改めて市場に訴えているのではないだろうか。

資産買い入れ規模の縮小継続

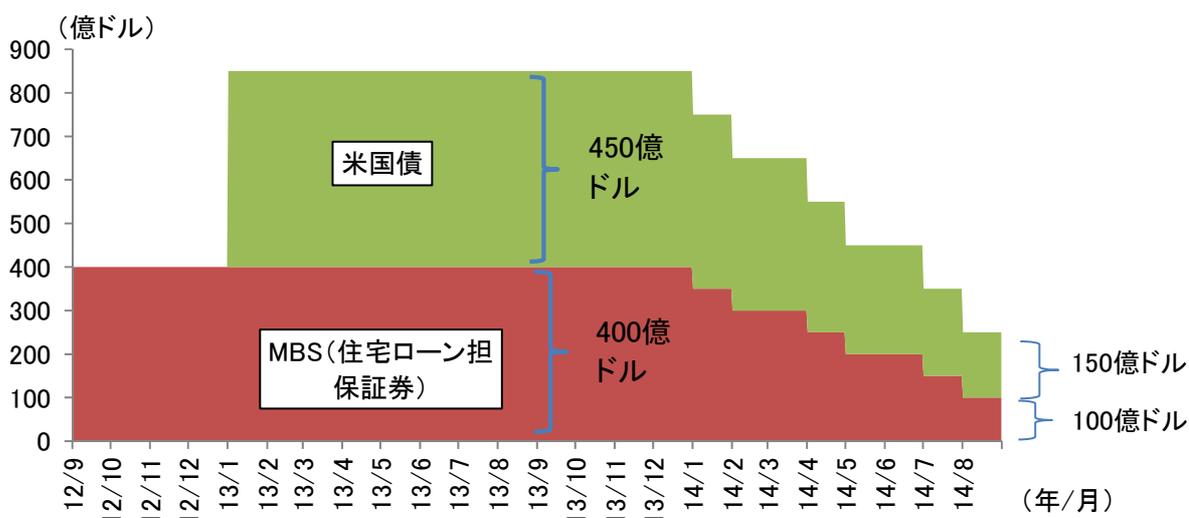
2014年7月29日-30日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」の資産買い入れ規模を、さらに縮小することが決定された。これまで月150億ドルであったMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れ額は月100億ドルに、月200億ドルであった長期国債は月150億ドルに、それぞれ月50億ドルずつ減額され、合わせて月100億ドルの規模縮小となる。6会合連続での買い入れ規模縮小となり、規模縮小開始前の月850億ドルから250億ドルへ減額が進むことになった。

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。米国経済の現状認識は上方修正されたものの、この「相当な期間」という文言があることによって、FOMC参加者は、利上げ開始時期はなおも流動的であると考えているようだ。この文言を巡り、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁が反対票を投じた。

7月に行われたイエレン議長の議会証言で、資産買い入れは、原則として10月のFOMCで終了を決めるというFOMC参加者間の合意があることが明らかになった。11月からは買い入れ額がゼロになる見込みである。次の焦点は利上げ開始時期となるが、その前に、保有する資産の取り扱（再投資）や大規模な資産を保有したままで利上げを行うための手法がどうなるか、年末にかけて公表される予定である。

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。次回FOMCは9月16日から17日にかけて開催され、FOMC参加者の経済見通しとイエレン議長の記者会見が行われる予定である。

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8月以降の買い入れ規模は9月まで継続するとして描画。

(出所) FRBより大和総研作成

FOMC 声明文における現状認識の変化

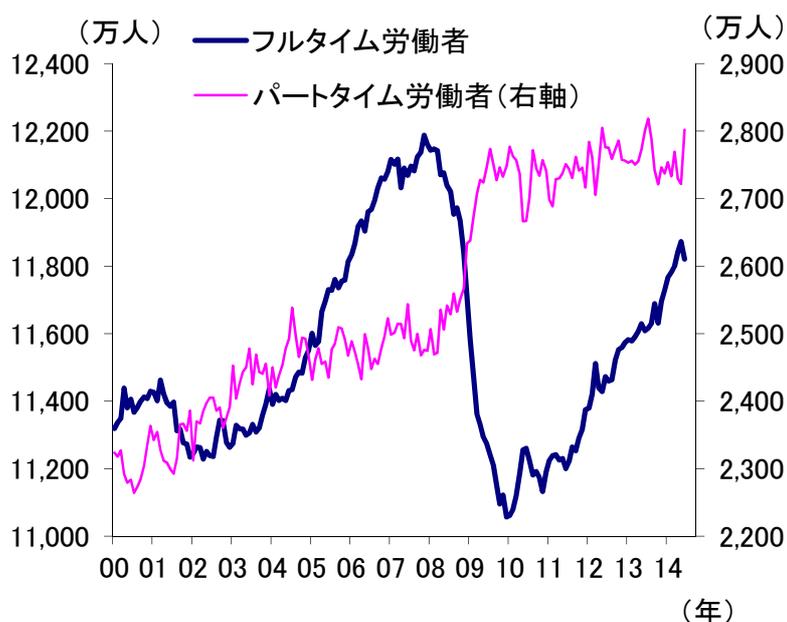
先んじて公表されたページブック（地区連銀景況報告）では、6月の前回報告に引き続き、12地区のすべてで経済活動の拡大が続いたと報告された。FOMC 声明文においても、米国経済の現状認識は上方修正されているとみられる。今回の声明文における経済の現状認識について、注目すべき変更点が3つあると考えられる。

第1に、「4-6月期に経済活動が盛り返した」として、1-3月期の経済の落ち込みが一時的であったことを確認したことである。4-6月の実質GDP成長率は予想を上回る前期比年率4.0%増となり、従来のFOMC参加者の主張に沿う結果となった。

第2に、FOMCのインフレ率の長期目標は2%であるが、最近のインフレ率は、「長期的な目標にやや近づいた」とことと、「恒常的に下回り続ける可能性はやや減った」とした点である。低インフレからデフレに至る懸念が低減し、インフレ率は目標達成に近づいていることが認められていることになる。

第3は、労働市場に関する評価である。前回の声明文にあった失業率の「高止まり」という言葉がなくなり、失業率という観点からは労働市場の改善が進んでいると認識を一步進めた。その上で、多くの指標は労働関連の資源の利用について、「著しい活用不足 (underutilization) が残っていることを示唆」しているとした。長期失業者やパートタイム労働者がまだまだ多いことや、賃金の伸びが鈍いことなど、労働市場の質的な改善が不十分であることを指し示しているだろう。

図表2 減らないパートタイム労働者



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

利上げ見通し

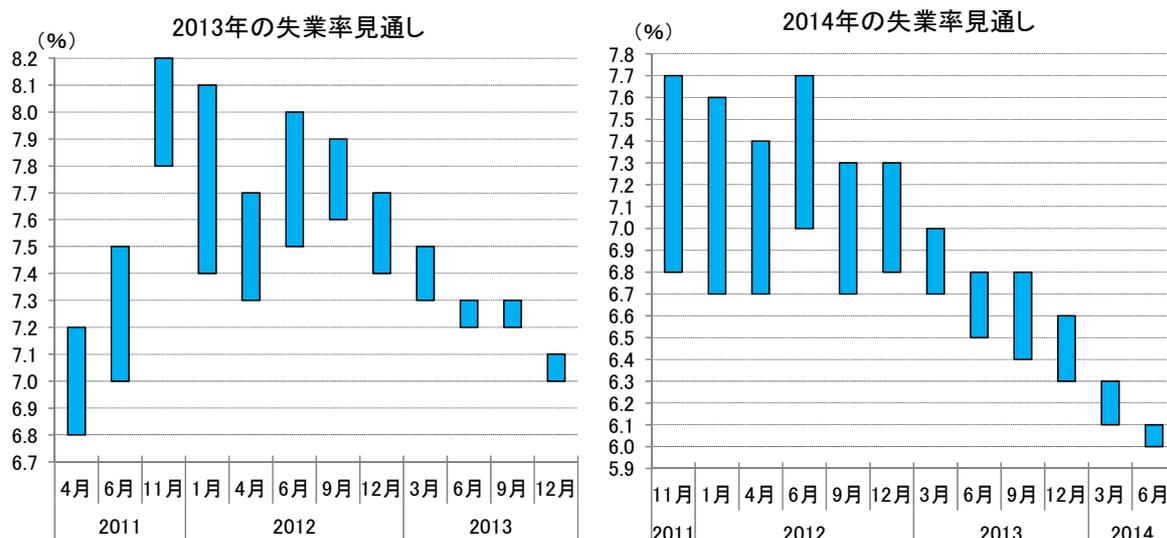
こうした声明文の変化を踏まえて、声明文に示唆されていない利上げ開始時期はどう検討されたのだろうか。

インフレ率が目標に近づいたとして、利上げの条件が一つ揃いつつあるかのようなのである。一方、労働市場の話題は、失業率以外の指標に話を広げて、改善を待つ必要性を指摘していることから、利上げ時期を前倒しする必要性は必ずしも認識していないと受け止められる。利上げ開始時期は、前倒しされる可能性を残しつつも、まだ見通し難いということだろう。

だが、例えば、これまでも FOMC 参加者による失業率見通しは実績の後追いとなってきた（図表 3）。過去の参加者の想定以上のペースで労働市場は改善してきたということであり、タカ派的な考えを持つ参加者からすれば、利上げをある程度視野に入れて検討すべきであると主張するのは自然だと言える。

タカ派的な参加者とハト派的な参加者で意見が大きく異なっている可能性があるが、共通点として考えられることは、利上げがいつになるかわからないということを市場に理解してもらうという市場との対話という観点だろう。2013 年の夏場にかけて、バーナンキ前議長が、資産買い入れ額の減額（テーパリング）を示唆しただけで、市場の金利は上昇し、住宅市場などの回復を阻害した面があったと考えられる。テーパリングはまだ追加緩和ペースを減速させるということであったが、利上げは明確な引き締めへの転換である。不必要な金利上昇を避けるために、より慎重に対応する必要がある、タカ派的な参加者とハト派的な参加者で意見が割れ、利上げ時期が不透明であることを改めて訴えているのではないだろうか。利上げ開始時期は別にして、利上げそのものを巡る議論が深化していると考えられる。

図表 3 FOMC 参加者による失業率見通しの推移



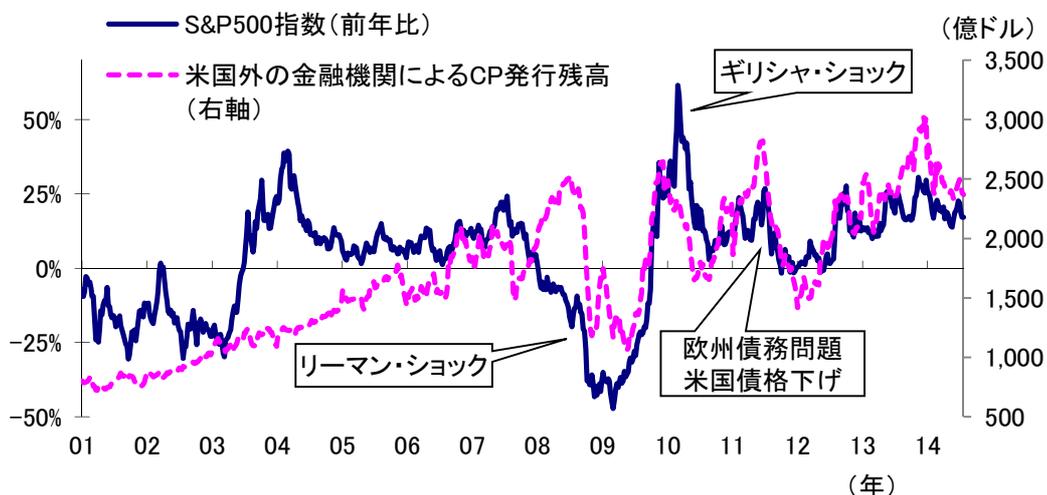
(注) 予測する失業率は各年の第4四半期の平均で、チャートは参加者の見通しのレンジ。日付は予測時点。
(出所) FRB より大和総研作成

市場との対話を慎重に進めるべき、その他の理由として、レバレッジをかけたリスク資産投資にまつわる話題がある。

7月23日にSEC（証券取引委員会）は、MMFへの規制強化を発表した。機関投資家向けのMMFは、1口1ドルという固定価格が廃止されて変動価格となり、金融危機などが起きた場合には、投資家からの解約を停止できるようになる可能性がある。金融危機が生じにくくなること、危機が生じてリスクが増幅されないようにすることが主眼と考えられる。

実施時期はまだ先だが、利上げやFRBのバランスシート縮小などは、短期金融市場でどのような影響を及ぼすかわからない。金融機関の資金繰りや、リスク資産投資のデレバレッジなどがリスク資産価格にどう影響するかは、利上げやFRB保有資産の再投資のスキームと合わせて検討すべき課題となる。

図表4 米国外の金融機関のCP発行残高と米国株価（週平均）



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成