

2014年10月30日 全4頁

# FOMC 声明文の修正も実は変化はない

## QE3に伴う資産買い入れ終了も利上げ開始時期は示唆されず

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]

- 10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を終了することが決定された。事実上のゼロ金利政策を維持し、「相当な期間（considerable time）継続する」との文言も変更しなかった。
- 声明文における経済の現状認識では、労働市場のさらなる改善とインフレ期待の下振れについての記述が増えた点が特記される。だが、実際には評価が分かれた意見を両論併記する格好で、米国経済が緩やかな回復過程にあるとの主張に変化はないと言える。
- 利上げ開始時期については示唆されず、新たに、利上げの時期は今後の経済指標の内容次第で、前倒しも後ろ倒しもあり得ることが声明文に明記された。ゼロ金利政策を「相当な期間継続する」という言葉を変更せずに補足説明した形となった。
- 総じて見れば、米国経済は緩やかな回復基調にあるという、従来の主張通りと言える。労働市場では、注視される範囲が失業者を含めた「労働市場の質」から「雇用の質」に狭まり、賃金上昇からの消費拡大により、内生的なインフレ率上昇が生じるかが注目されよう。

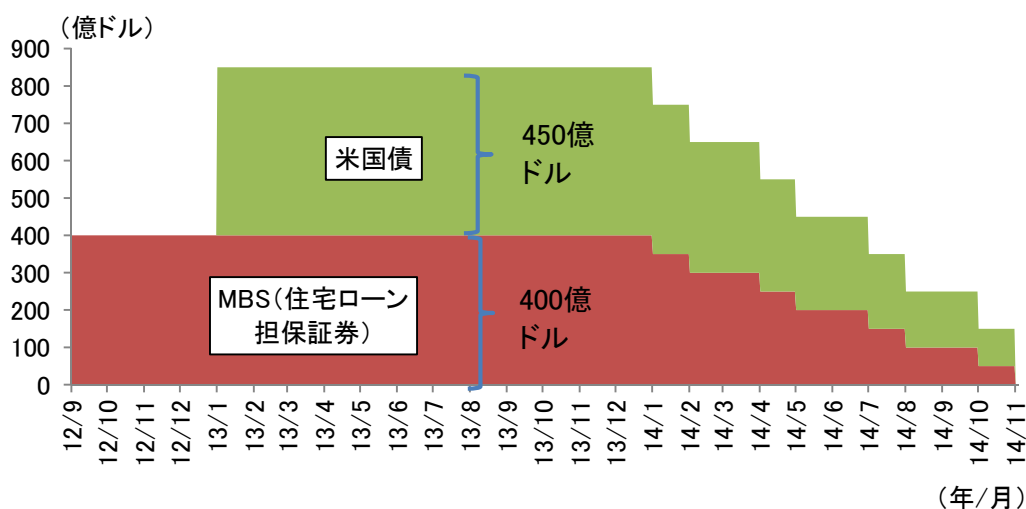
## 資産買い入れの終了

2014年10月28日-29日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、予定通り、いわゆる「QE3（量的緩和第3弾）」の資産買い入れ規模をゼロとして終了することが決定された。資産買い入れ規模縮小開始前は、MBS（住宅ローン担保証券）の買い入れ額は月400億ドル、長期国債は月450億ドルであったが、約1年、8会合かけてこれらをゼロとし、2年強にわたるQE3は終了する。事実上のゼロ金利政策については据え置き、資産買い入れ終了後も物価の安定を前提として、「相当な期間（considerable time）継続する」との文言も変更しなかった。

声明文では、労働市場のさらなる改善とインフレ期待の下振れについての記述が増えた点が特記される。利上げ開始時期については示唆されず、新たに、利上げの時期は今後の経済指標の内容次第で、前倒しも後ろ倒しもあり得ることが声明文に明記された。

投票では、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。同総裁は、インフレ期待が低下していることから、1-2年先のインフレ見通しが2%に戻るまで、低金利の維持の明言と現行水準でのQE3の継続を主張した。次回のFOMCは、12月16日-17日に開催され、FOMC参加者の経済見通しの公表とイエレン議長の記者会見が予定されている。

図表1 QE3に伴う資産買い入れ額



(注) QE3開始時の2012年9月のMBS買い入れ額は400億ドルとして描画。

(出所) FRBより大和総研作成

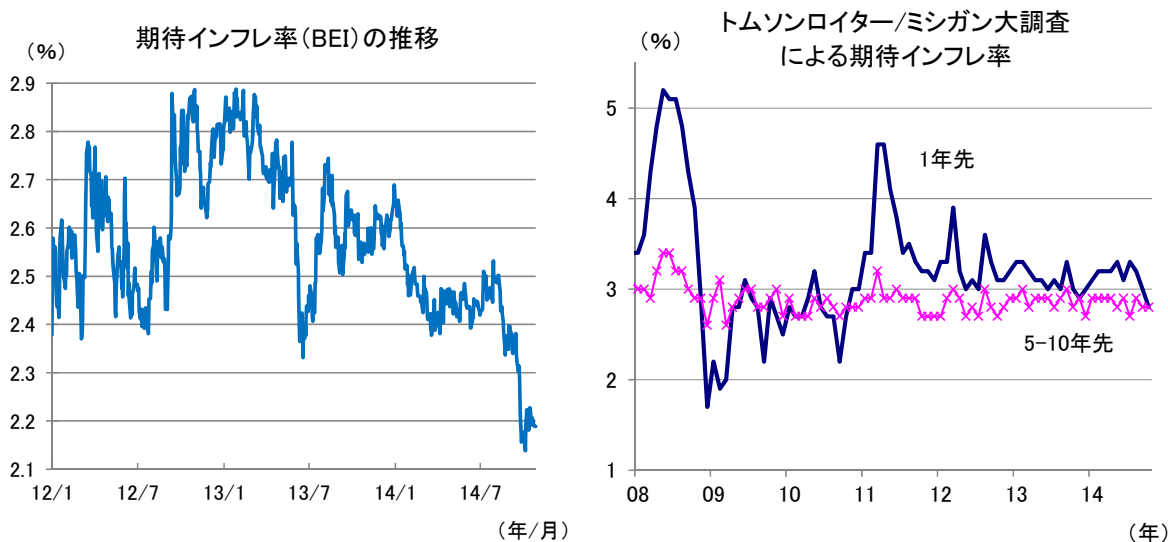
## 経済の現状認識と声明文変更の評価

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、10月上旬までの経済活動は緩やかに拡大し、成長ペースは前回9月報告とほぼ同じとされた。今会合における声明文でも経済全般に関する現状認識への変更はほとんどない。

労働市場への評価は、「活用不足は徐々に縮小している」と上方修正した。一方、エネルギー

価格の下落などを背景とし、インフレ率が短期的に下振れするリスクが多少あるとの認識が示された。特に期待インフレ率は、市場の評価とサーベイベースに分けて記述され、市場でのインフレ期待の低下と、サーベイでのインフレ期待の安定性が言及されている。

図表2 期待インフレ率



(注) BEIはBreak Even Inflation rateで5年先の5年物BEI。

(出所) FRB、トムソンロイター、ミシガン大、Bloombergより大和総研作成

9月のFOMCの議事録で述べられていた海外経済の減速懸念やドル高、あるいは10月に生じた市場の乱高下についての記述はない。米国経済への影響はあっても、FOMC参加者の総意としての懸念にまでは至っていないということだろう。

声明文に言及のあった労働市場の評価が上方修正されたが、それでもまだ完全に労働資源の未活用がなくなったわけではないという文言は残っている。これは、改善に向かう方向性と水準はまだ水面下にあることの併記と言えるだろう。また、コチャラコタ総裁の反対理由でもあるインフレ率の下振れ懸念は、他の参加者にも一部共有されているとすれば、インフレ期待の記述を増やし、こちらも今後の動向を留意点としつつも、「インフレ率が目標である2%を恒常的に下回り続ける可能性は年初よりは後退した」として、結果的には、前回までの声明文と大きな変化がない。こちらも先行きについて、インフレ率の上昇トレンドを基本としつつも、下振れリスクを併記したと言えるのではないか。

## 利上げ開始時期は結局「データ次第」

前回、9月のFOMCの議事録では、この「相当な期間 (considerable time) 継続する」との文言を巡って意見が分かれていた。今回もFOMC開催前に、変更の必要性は、タカ派とされるFOMC参加者のみならず広く指摘されていたことから、この文言が変更されるかどうか注目された。

文言は結果的に変更されなかったが、変更された場合には、新たな文言の解釈を巡り市場が過剰反応するリスクがあったことを踏まえると、イエレン議長の記者会見が行われる次回、12月の会合まで変更を先送りしたと考えられる。ただし、そのまま文言を変更しないと、QE3終了から利上げ開始までの期間を特定しているとの主にタカ派の参加者の同意は得られなかったのではないかと。それ故に、今後の「データ次第で利上げ開始時期が前後する」という、至極当然のことを声明文に明記して期間を特定していないことを補足説明したと考えられよう。

世界経済の減速懸念や地政学的リスク、エボラ出血熱の動向や中間選挙の結果を見極める必要性もあり、個々のFOMCメンバーが利上げ開始を決断するに至り、合意が形成できる環境ではないのだろう。声明文におけるいくつかの修正はあったが、総じて見れば、先行きに不透明要因を抱えつつも、米国経済は緩やかな回復基調にあるという、従来の主張の通りと言える。

経済指標について、労働市場では長期失業者を含めて失業者の減少は顕著であり、新規失業保険申請件数も歴史的低水準に低下した。ただし、パートタイマーが数多く、また賃金上昇率も伸び悩んでいることから、注視される範囲が、失業者を含めた「労働市場の質」から「雇用の質」に狭まってきたと言えるだろう。他方、インフレ率については、下落したエネルギー価格の動向に加えて、賃金上昇からの消費拡大により、内生的なインフレ率の上昇が生じるかが注目されよう。

なお、いわゆるタカ派として知られ、7月と9月のFOMCでも反対票を投じたフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁は、2015年3月1日付で退任すると発表された。また、ダラス連銀のフィッシャー総裁はすでに2015年4月末で退任する意向を表明している。両地区連銀の総裁は2015年の投票権を持たず、また後任次第ではあるが、タカ派とされる2人の総裁が相次いで退任することにより、2015年のFOMC参加者の発言のトーンがややハト派的になる可能性がある。

図表3 地区連銀総裁の投票権

		2014	2015	2016	備考
ダドリー	ニューヨーク連銀	○	○	○	
R. フィッシャー	ダラス連銀	○			2015年4月30日で退任の意向。
コチャラコタ	ミネアポリス連銀	○			
メスター	クリーブランド連銀	○		○	
プロッサー	フィラデルフィア連銀	○			2015年3月1日付で退任予定。
エバンス	シカゴ連銀		○		
ラッカー	リッチモンド連銀		○		
ロックハート	アトランタ連銀		○		
ウィリアムズ	サンフランシスコ連銀		○		
ローゼングレン	ボストン連銀			○	
ブラード	セントルイス連銀			○	
ジョージ	カンザスシティ連銀			○	

(出所) FRB、各種報道より大和総研作成