

丸紅ワシントン報告 2013-11

米国金融政策の現状と2014年の展望

丸紅米国会社ワシントン事務所長 今村 卓

+1-202-331-1167

imamura-t@marubeni.com

本資料に掲載されている情報および判断は、丸紅米国会社ワシントン事務所により作成されたものです。丸紅米国会社ワシントン事務所は、見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。本資料は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。本資料は著作物であり、著作権法により保護されております。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料を、著作権者に無断で、複製、送信、頒布、改変、翻訳等することは著作権法違反となります。

■なぜ米国の金融政策に注目することが必要なのか

1. FRB(米連邦準備制度理事会)は、2013年12月17-18日に開催したFOMC(連邦公開市場委員会)で、月850億ドル規模の量的緩和策を14年1月から月750億ドルへ100億ドル縮小することを決定した。
2. バーナンキFRB議長らが13年5月以降に同年後半の量的緩和策の縮小の可能性に言及して以来、市場では縮小開始の時期に注目が集まり、一時は9月FOMCで決定するとの見通しがコンセンサスになった。しかし同FOMCは縮小開始を先送りし、市場では10月の政府一時閉鎖や連邦債務のデフォルト危機という財政リスクの高まりから受けたショックも重なり、縮小開始が14年に遠のいたとの見方が広がった。
3. その後、12月に入ると雇用統計など良好な経済指標の発表が続いたことで同月のFOMCの緩和縮小の決定を予想する市場参加者も増えていったが、FOMC直前で市場の半分程度にとどまった。しかし実際には12月FOMCで緩和縮小が決定され、市場は9月FOMCに続いて読みが外れる結果となった。
4. なぜFRBは量的緩和縮小の開始を9月FOMCでは先送りし、12月FOMCでは決定したのか。なぜ市場の大勢の見通しが9月と12月、二度のFOMCで外れ続けたのか。FRBによれば、量的緩和の終了は1年先の14年終盤となる見通しであることから、14年も米国景気と金融市場の動向にFRBの量的緩和策は影響し続ける可能性が高い。2014年の景気と金融市場の見通しを考えるには、前提として引き続き金融政策の展開を正確に予想しておく必要がある。しかし2013年を通じて市場の金融政策の読みは外れ続けた以上、なぜ市場とFOMCの判断に乖離が生じたのか、FOMCはどのような理由で判断したのかを最初に確認しておく必要がある。
5. 12月FOMCは、失業率が6.5%を上回り1~2年先のインフレ予想が2.5%を下回り続ける限り、事実上のゼロ金利政策を続けるというこれまでのフォワードガイダンス(指針)の強化も発表した。今後、失業率が6.5%を下回ってもインフレ予想が2%を下回っていればゼロ金利は相当長期間続くという。今後、量的緩和策が縮小・終了に向かえば、この強化されたフォワードガイダンスが金融政策の柱となるだけに、フォワードガイダンス自体とそれにFOMCが込めた意図を正しく理解することが、ますます重要になってくる。
6. そこで今回、12月FOMCの政策判断とその前後の市場の反応を整理して、上記の重要な問いの答えを考えてみた。その上で、14年とそれ以降の金融政策や金利の展望を示してみる。
7. 次回以降の本報告では、今回の米国の金融政策に関する考察を踏まえて、2014年の米国経済の展望と注目点を示し、さらに量的緩和策の実際の縮小が世界の金融市場と経済に与える影響も考えていくことにしたい。

1. 14年1月から量的緩和策の縮小開始、月100億ドル減と小規模

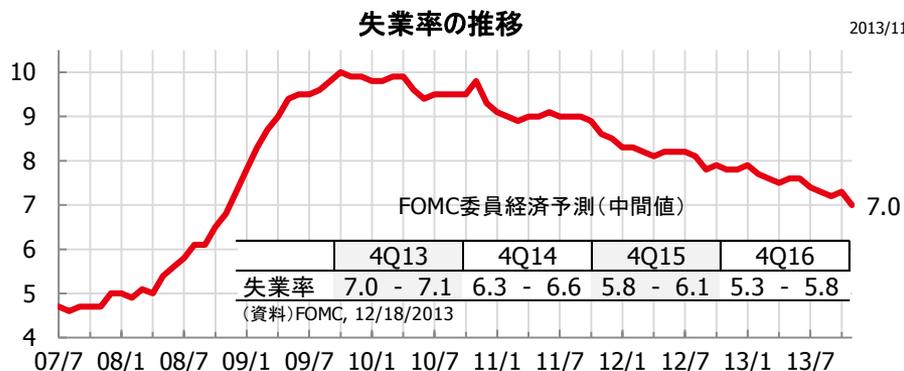
■ 2013年12月17-18日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)声明文の骨子

- 1) **FOMCは量的緩和策の縮小を決定、14年1月から開始。**
- 2) **長期米国債とMBS(住宅ローン担保証券)の購入額を月50億ドルずつ縮小**して、それぞれ400億ドル、350億ドルとする。(計850億ドル→750億ドル)
- 3) 雇用改善と物価安定が進めば、今後も量的緩和策の縮小を続ける。決定はFOMC経済見通し、コスト評価、労働市場とインフレの見通し次第。
- 4) FOMCは保有債券の償還資金の再投資を継続。FOMCの長期国債保有額は相当に多く、増え続けて長期金利に対する低下圧力を維持する。
- 5) **フォワードガイダンスを強化**。失業率が6.5%上回り、インフレ予測が2.5%を下回る限り、同ゼロ金利政策を維持。その後、**失業率が6.5%を下回っても、インフレ予測が2.0%(=FOMC長期目標)を下回り続ける場合は、事実上のゼロ金利政策を相当の期間、維持することが適切。**
- 6) FOMCの金融政策は賛成9、反対1で決定。反対したローゼンブレン・ボストン連銀総裁は縮小開始が時期尚早と主張。

■ FOMC(米連邦公開市場委員会)声明文の要点(1)

・ ...In light of the cumulative progress toward maximum employment and the improvement in the outlook for labor market conditions, the Committee decided to modestly reduce the pace of its asset purchases.

- FOMCは**雇用最大化への累積的な進展と労働市場環境の見通し改善**を踏まえて、資産購入のペースを幾分か縮小することを決めた。



⇒ バーナンキFRB議長が量的緩和の縮小開始を示唆してから約半年、ようやく14年1月から縮小が始まる。今回のFOMCで決定した大きな理由は最近の雇用回復の加速とその持続見通しであり、FOMC直前の財政協議の合意も影響した。市場では縮小開始の予想は5割にとどまっていたが、FOMCは決断。

✓ 2013年11月の失業率は7.0%、ほぼ5年ぶりの低さ。13年10-11月の就業者数は月平均20.2万人増、9月FOMCの前の7-8月16.7万人増を大きく上回る。

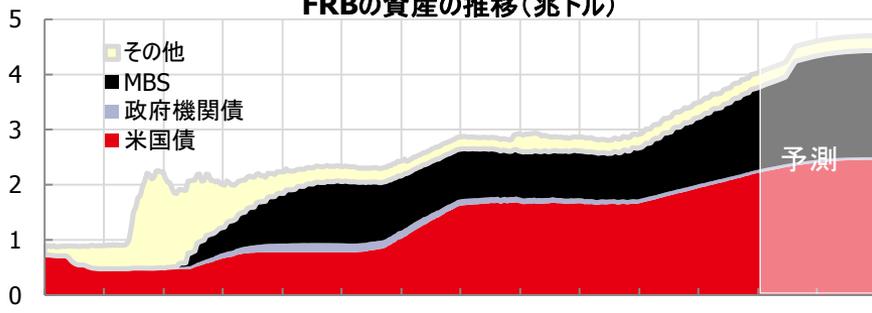
⇒ 今回のFOMC委員の失業率予測の中間値は、2014年第4四半期に**6.3-6.6%**。9月FOMC(同6.4-6.8%)よりも少し改善し、**これまでフォワードガイダンス(指針)で示してきた失業率の閾値6.5%を今後1年以内に割り込む見通し**になった。FOMCはこれまで量的緩和策の終了後も事実上のゼロ金利政策が相当期間続くことと述べてきたため、FOMCは**その期間内に閾値6.5%を割り込む場合に事実上のゼロ金利政策はをどうするか**の判断を示す必要が生じた。

2. 量的緩和策の縮小は景気次第、雇用増なら14年終盤に同策終了

■ FOMC(米連邦公開市場委員会) 声明文の要点 (2)

- The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities (MBSs) in agency MBSs and of rolling over maturing Treasury securities at auction. The Committee's sizable and still-increasing holdings of longer-term securities should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative
- FOMCは政府機関債やMBSの償還資金のMBSへの再投資、償還を迎える米国債の再投資をそれぞれ続ける。FOMCの保有国債額は相当多く、まだ増え続ける。これは長期金利に引き下げ圧力を掛け続け、住宅市場や広範な金融市場の緩和状態を支える。

FRBの資産の推移(兆ドル)



- FRBの資産は13年末には4兆ドルを超える見通し。FRBが金融危機対策に乗り出す前(08年夏まで)の約4倍強に膨らんでいる。
- 今後、量的緩和策が終了するまではFRBの資産は増え続ける。終了後も保有債券の償還資金の再投資が続き限り、同資産は減らない。
- 14年は年終盤と見込まれる量的緩和策の終了時までにはFRBの資産が14.5兆ドル近くに膨らみ、その後は再投資は続く中で横ばいで年末を迎えよう。
- 量的緩和策による長期金利の引き下げ圧力は、緩和縮小により徐々に低下していくが終了するまで残り続ける。同金利には景気拡大による上昇圧力も掛かっているため、結果として長期金利は緩やかに上昇していく可能性が高い。

■ FOMC(米連邦公開市場委員会) 声明文の要点 (3)

- If incoming information broadly supports the Committee's expectation of ongoing improvement in labor market conditions and inflation moving back toward its longer-run objective, the Committee will likely reduce the pace of asset purchases in further measured steps at future meetings. However, asset purchases are not on a preset course, and the Committee's decisions about their pace will remain contingent on the Committee's outlook for the labor market and inflation as well as its assessment of the likely efficacy and costs of such purchases.
- 今後、労働市場の改善とインフレの長期目標への回帰が広く確認できれば、FOMCは資産購入のペースをさらに慎重に縮小しよう。ただ、資産購入は規定されたコース上にあるのではない。資産購入のペースの決定は、引き続きFOMCの労働市場とインフレの見通し、購入の効果とコストの評価に左右される。

⇒ FOMCは、今後の量的緩和の縮小のペースの決定は、これまでの縮小開始の判断と同じく、**その時点の経済(雇用・物価)情勢次第**と明言している。FOMCごとに一定額を縮小していくという手法は取らないことを、市場に改めて強調し、経済情勢をよくみて判断するように訴えている。

⇒ 一方で、バーナンキ議長はFOMC後の記者会見で、**今後も雇用改善が続けば、量的緩和策の縮小は今後のFOMCごとに今回の100億ドルのような規模で進められ、14年終盤までに量的緩和策は終了する**という見通しを示した。これは堅調な雇用・景気という情勢の下では今回並の減額になるという説明であり、経済情勢次第という説明と矛盾しない。前提の雇用改善が続かない場合は、緩和縮小にもっと時間を要することになる。

3. フォワードガイダンスは強化、ゼロ金利は15年後半まで続く見通し

■ FOMC(米連邦公開市場委員会) 声明文の要点抜粋(4)

- The Committee also reaffirmed its expectation that the current exceptionally low target range for the federal funds rate of 0 to 1/4 percent will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored.
 - FOMCは事実上のゼロ金利政策(政策金利の誘導目標を0-0.25%という異例の低水準にする政策)を、少なくとも失業率が6.5%を上回り、1~2年先のインフレ見通しが2.5%を上回ることがなく、長期のインフレ期待が十分に安定している限り、適切であるとの考えを再確認。
- The Committee now anticipates, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal. When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent.
 - FOMCは、失業率が6.5%を下回っても、特に予測インフレ率が2%のFOMC長期目標を下回り続ける場合、事実上のゼロ金利政策を相当の期間、維持することが適切であろうと予測している。

FOMC委員見通し(中間値・平均, %)

	4Q13	4Q14	4Q15	4Q16	長期
失業率	7.05%	6.45%	6.05%	5.65%	5.50%
コア・インフレ率	1.15%	1.50%	1.80%	1.90%	-

(注)1. コア個人消費支出デフレーター・前年同期比。(資料)FOMC.

	2014	2015	2016	
利上げ開始年	委員	2	12	3
予想(人数)	投票者 ²	0	8	2

(注)2. 推計。(資料)FOMC.

期待インフレ率の推移(%)



米2年債利回りの推移(%)



- ⇒ 今回のFOMCは、**フォワードガイダンスを強化**。これまでの「失業率が6.5%を上回りインフレ予想が2.5%を下回る限り、事実上のゼロ金利政策を維持」に、「**失業率が6.5%を下回っても予想インフレ率が2%を下回る限り、事実上のゼロ金利政策は相当期間続けることが適切**」を加えた。
- 失業率が13年11月に7.0%へ低下、FOMC委員の大部分は14年4Qに6.5%を割り込むと予測。しかし、FOMC委員の大部分は同時期の予測インフレ率が2.5%どころか、16年までFOMCの長期目標である2%さえ下回ると予測。そこでの利上げはあり得ない選択。そこで、予想インフレ率が2%を下回り続ける限り利上げなし(=事実上のゼロ金利の継続)を強く示唆、FOMC委員の利上げ開始の見通しも15年が大部分とすることで、フォワードガイダンスを強化。
 - 市場もFOMCの見通しと強化されたフォワードガイダンスと整合的な動きをみせている。市場でも期待インフレ率も13年後半は2%強のレンジで安定。FOMC直後のFF金利先物は15年9月の利上げ開始を示唆する動きとなった。2年債利回りも、13年8月に0.5%、12月下旬に0.4%をそれぞれ超える上昇を示したが、どちらも最初の利上げが15年後半との予測を反映する水準に収まっている。逆に言えば、フォワードガイダンスは市場に浸透しているということである。

4. 景気・雇用、金融環境、財政の改善が促した量的緩和の縮小開始

- 量的緩和の縮小開始を決定した今回のFOMCと、先送りした9月FOMCの判断を分けた要因は、**この間の景気・雇用情勢、金融環境と財政協議の変化**。

1) 景気・雇用情勢

- 雇用は失業率が低下、就業者増に弾み(前述)。景気は9月も12月もFOMCは「緩やかなペースで拡大持続」と同じ評価だが、直近の情勢と展望に差。例えば実質GDP成長率は、9月FOMC前が13年1Qは1.1%、2Qは2.5%と力強さを欠き、先行きにも不透明感。12月は3Qが3.6%に上昇(FOMC後に4.1%に改訂)、見通しも改善。この他、住宅や生産も9月FOMC時点ではやや低調、12月は改善の傾向。FOMCは「政策判断はその時点の経済情勢次第」という説明通りに、9月FOMCは縮小開始を見送り、12月FOMCは縮小開始の判断を下したともいえる。
- しかも、この間に家計部門のバランスシート改善が資産の増加という面から一層進み、雇用改善と相まって個人消費が上向いてきた。消費主導の景気拡大の様相も強まってきたことから、9月に比べて12月の方が量的緩和の縮小を開始しても景気の安定が確信できる状態にはなっていた。

2) 金融環境

- 9月FOMCは、13年5月以降のFRB自らによる年後半の量的緩和の縮小開始の示唆を受けて長期金利が急上昇した後であり、長期金利はピークから幾分か低下したが住宅市場など景気への悪影響が懸念される状態だった。しかも、市場ではFOMCのフォワードガイダンスよりも早期の利上げ予想が広がるなど、FRBは市場との対話に不安を残した状態。量的緩和の縮小を市場の動揺を招かずに進められるか、FOMCは懸念していた模様。
- 9月FOMC後は、市場に量的緩和縮小が遠のいたとの見方が広がり長期金利が10月にかけて低下、利上げ開始も15年後半というフォワードガイダンスと整合的な見方が拡大。FOMCも、自らの量的緩和の縮小・終了から最初の利上げまでの説明・展望が市場に浸透したと判断した模様。長期金利は11月から再び上昇基調が続いているが、景気拡大に弾みが付き先行き期待が強まった表れであり、夏場の上昇とは要因がかなり異なっている。



3) 財政協議

- 9月FOMCの時点では、期限が同月末の予算交渉と10月半ばの債務上限引き上げ交渉ともに進展がなく、先行きが非常に不透明になっていた。まだ市場では政府機関閉鎖と連邦債務デフォルトの予想は多くはなかったが、FOMCにとっては財政関連の二つの危険が残る中で量的緩和の縮小を始めることに、強い抵抗があった。実際、9月FOMCの声明・記者会見でも財政リスクは指摘された。
- 12月FOMCは逆に財政リスクが大きく低下。FOMC直前に民主・共和両党の財政協議が合意、2014-15年度の超党派予算案が上下院で可決され、2015年9月まで政府閉鎖がないことが確実にされた。合意の最大の理由は共和党指導部の方針転換。同党は保守強硬派に押されて医療保険改革を骨抜きにするために予算と債務上限を人質にする瀬戸際戦術を選択、10月に政府機関閉鎖と連邦債務デフォルト危機を招いて同党支持率は急低下。危機感を抱いた共和党指導部は、再度の政府閉鎖とデフォルト危機の回避を優先、瀬戸際戦術を捨て民主党と最低限の合意へ。
- デフォルト・リスクは解消されていないが、財政協議で妥協した共和党が14年2-3月に予想される次の債務上限引き上げ交渉において瀬戸際戦術に逆戻りするとは考えにくい。財政リスクは低下したとみることが妥当であり、それが12月のFOMCでも量的緩和の縮小開始の決断を後押ししたとみられる。

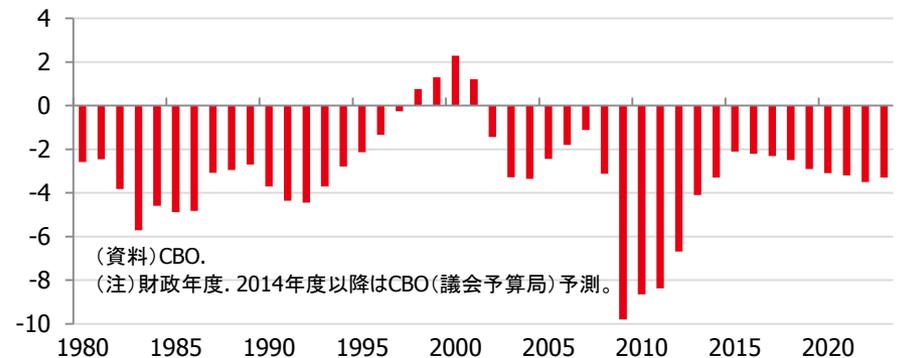
5. 財政リスクの縮小を高く評価したFOMC、評価しなかった市場

- 9月FOMCでは市場の量的緩和策の縮小が始まるというコンセンサスが外れ、その後の市場では縮小開始は相当先との見方が多くなった。12月に入ると好調な経済指標の発表を受けて縮小開始が近いと予想する市場参加者は増え始めたが、それでも12月FOMCの縮小予想は直前でも約半分にとどまった。しかし現実には12月FOMCで縮小開始が判断された。市場参加者の半数近くはFOMCの何を読み誤ったのか。

- 量的緩和の縮小開始は年明け以降と予想した市場参加者の最大の誤算は、**FOMCとの財政リスクの認識の差**であったと思われる。民主・共和両党の財政協議の合意は12月10日、2014-15年度の超党派予算案は12日に下院で可決、上院も18日中の可決が確実になったことで、**12月FOMCの前には、政府閉鎖は15年9月まで回避されることが確実になっていた**。しかも、**合意の柱の一つは歳出の強制削減の緩和**であり、これまでの強制削減など財政による景気下押しを問題視し続けてきたFOMCにとっては景気見通しを上方修正できる変化だった。一方の市場は予想外の10月の政府閉鎖と連邦債務デフォルト危機から受けた衝撃が大きかったことも影響してか、**FOMCよりも財政協議の合意を高く評価しなかった可能性が大きい**。
- 残された財政リスクである**債務上限引き上げ交渉も、楽観するFOMCと警戒を解けない市場の見通しの差が大きそう**。ワシントンでは、今回の財政協議の合意の主因は、政府閉鎖と連邦債務デフォルト危機による共和党の支持率低下に懲りた同党指導部の方針転換という見方が大勢。その認識があれば、14年2-3月に予想される債務上限引き上げ交渉も、共和党指導部は瀬戸際戦術など採らず、新たなデフォルト危機は回避できるという見通しに落ち着く。同じワシントンにあり議会とも深く関わるFRBは、こうした政治的な認識と見通しを当然、共有していると思われる。しかし、市場は財政協議の合意後も債務デフォルトへの警戒感を強調する向きが目立つ。
- 最近のFOMCの判断には、特に財政リスクが大きく影響した模様**。9月FOMCの直後には、複数のFRB幹部が量的緩和縮小の見送りは「ぎりぎり・微妙な判断」と語っていた。この時点の経済情勢で縮小開始を決めてもおかしくなかったが、予算協議と債務上限引き上げ交渉など財政の先行き不透明感が非常に強かったため、FOMCは先送りを決めたと解釈してよいだろう。逆に12月は景気見通しの上方修正も効いたが、その上に財政リスクの低下という評価が緩和縮小の判断を後押しした可能性が高い。市場はこの財政リスクの認識と予想が上述の通りFOMCと異なっていたため、9月と12月のどちらのFOMCでも体制の予想が外れたと考えられる。

- もっとも、**11年夏の最初のデフォルト危機で顕在化した財政リスクは、その後2年余りを経た現在、十分に小さくなっている**。この間にオバマ政権・民主党と共和党の交渉が激しい党派対立を続けつつも、一方で少しずつ妥協を積み重ねて、歳出削減と増税が実施されてきたこと、その効果と景気回復によって財政赤字が縮小し続けているためである。
- そもそも、財政リスクがFOMCの判断を左右するという最近の展開自体が異例。これからは、財政リスクが低下して、景気回復が進んでいくことでその異例の展開が終わりに向かう。**市場がFOMCの財政リスクの評価を読み違いから、FOMCの政策判断の予想が外れるということは、今後少なくなっていく可能性が高そうである**。

財政赤字の見通し(対GDP比, %)



6. 12月FOMCは引き締めと緩和の両面を併せ持つことに注意

- そもそも12月FOMCの判断は、金融引き締めなのか否か。バーナンキ議長はFOMC後の記者会見において、「量的緩和の縮小は金融引き締めを意図しない」「FRBは景気刺激の度合いを12月FOMCの決定以前とほぼ同水準に保つ」と述べた。
- 金融市場の反応からみれば、同FOMCの判断の意味は複雑である。株価が12月FOMC初日(声明発表前日)から26日までに3.8%上昇していることは、金融緩和の継続という評価も可能だが、一方で長期金利は同期間に115bpして一時的に3%に届くなど金融引き締めといえる動きをしている。
- 実際に12月FOMCの決定内容から、FOMC委員の投票結果、FOMC後のバーナンキ議長の記者会見までを対象にすれば、以下のようにFOMCは引き締めと緩和の両面のシグナルを市場に対して発している。それを総合すると、バーナンキ議長の言う「景気刺激の度合いは12月FOMCの前と同水準なのだろう」。

a) 「引き締め」のシグナル

- 1) 量的緩和策の縮小開始:「金融引き締め」ではないが、縮小開始が長期金利を押し上げる以上は引き締め効果があることは否めない。
- 2) FOMC決定に対するローゼン格林・ボストン連銀総裁の反対:量的緩和縮小は時期尚早との判断、FOMC委員が緩和縮小の引き締め効果認める。

b) 「緩和」のシグナル

- 1) フォワードガイダンスの強化:事実上のゼロ金利は15年後半まで続く見通しに。
FOMC投票者の15年末の政策金利誘導目標の見通し平均も、13年6月0.98%、13年9月0.85%、今回(13年12月)0.73%へ低下。
- 2) 量的緩和策の長期化:同策の終了見通しは、以前の「14年半ば」から今回は「14年終盤」に先送り。半年近く量的緩和策が延長されることに。

- 12月FOMCの政策調整は、景気拡大の局面の以下のような変化に応じている模様。
 - i. 量的緩和策による景気刺激の経路である資産価格の上昇が進み、家計部門ではバランスシートの調整が債務削減という局面を超えて純資産の回復・拡大の局面まで進み、個人消費の回復が力強くなってきたことを受けて、同策は副作用を抑えるための規模縮小という新たな局面に移行する。
 - ii. 一方で経済は、7%と依然高い失業率と低いインフレ率が示すように、マクロで供給超過の状態にある。量的緩和は縮小に転じても、そこから生じる引き締め効果を相殺できるような緩和策の追加が必要。その手段がフォワードガイダンスの強化や量的緩和策の終了時期の従来に比した先送りなど。
- FOMCは同程度の緩和維持というが、あくまでFOMCの期待する緩和効果と引き締め効果が相殺されての維持であり、実際の個々の政策の変化が景気や雇用、物価に与える影響は異なる可能性があり、FOMCの意図しない緩和／引き締めのどちらかに偏った効果が生じる可能性もある。その意味でも、今後のFOMCの判断はその時点の経済情勢次第。14年2月以降は、イエレン新議長(現副議長)の下で新FOMCが進めていく。
- 最近の景気回復に弾みがつき始め、今後じゃ期待のペースよりも加速、インフレ圧力・期待が上昇して、フォワードガイダンスの修正が必要になる可能性も出てきた。供給超過がまだ残る現状からみれば、そうした展開の確率は依然低い、政策の変化の可能性は広がったといえ、FOMCはより柔軟な対応が求められそう。

CPIコア (前年同月比, %)



7. 量的緩和策の未知を理解しつつある金融市場、今後は安定へ

- バーナンキ議長が13年後半中の量的緩和策の縮小開始を示唆した5月以降、長期金利が急上昇するなど落ち着きを失った市場からは、FRBの市場に対する説明が不足しているなど批判が膨らんでいった。しかし、バーナンキ議長はその間のFOMC声明と記者会見、何度かの講演で「量的緩和の縮小は経済情勢に応じて判断する」「事実上のゼロ金利は相当期間続く」という簡潔なメッセージを繰り返し伝える姿勢を貫き、市場の混乱を早期に抑えようとする積極的な措置などはあえて講じなかった。その背景には、量的緩和策などを巡るバーナンキ議長と市場の認識のズレもあったと思われる。

- バーナンキ議長は11月にワシントンで行った講演の中で、FRBは経験のない量的緩和策の縮小が市場や経済に及ぼす影響について、確かなことは分からないと言い切った。ゼロ金利になっても量的緩和策とフォワードガイダンスという政策手段で長期金利を低下させて景気回復を支えられたとの確信を示した一方で、量的緩和策を縮小する局面ではFRBも市場も経験がない以上、伝統的な利上げのように高い精度で市場と経済への影響を見越した調整を行うことは無理だと率直に語った。この発言から、夏にかけての長期金利の急上昇にFRBが慌てて対応しなかった理由が読み取れる。
- こうしたバーナンキ議長の発言は、量的緩和策の縮小開始は経済情勢次第というこれまでの自らの主張と整合的だったが、市場は9月FOMCの縮小開始を一時コンセンサスにするなど、量的緩和策の縮小を利上げと同等の機能を持つ政策手段と誤解してきたきらいがある。議長は、量的緩和の縮小が実際に始まる前に、FRBは利上げのような精度の高い調整はできないと釘を刺し、市場に理解と新たな対応を求めたとも考えられる。
- こうした開き直りにも聞こえるバーナンキ議長の発言には、量的緩和策は実体経済を支えるためにやむなく実施した政策であり一定の成果は上げたとの自負が込められているように見える。そして、量的緩和の縮小に関しても、実験的に柔軟に実施していくしか方法はなく、市場にはそれに付き合ってもらいたい」というメッセージが込められていたように思われる。
- 12月FOMCはフォワード・ガイダンスの強化を6.5%という失業率の閾値の引き下げではなく、6.5%を下回っても相当期間ゼロ金利は続くだろうという表現の追加にする意向を示したが、量的緩和策と同じく、経験のない政策への反応の不確かさを踏まえた判断とみてよいだろう。

□ 2014年以降の金融政策の展望

- 12月FOMCで量的緩和策の縮小開始が決定した後の、市場の反応をみると、上記のバーナンキ議長の発言がようやく浸透し、今後の量的緩和策の縮小に対応していけるとの自信も広がっているように見える。今後、14年1月以降のFOMCにおいて、100億ドルずつという定額の縮小が行われるのではなく、経済情勢の変化に応じて縮小が見送られることもあるだろうが、市場は13年夏のような混乱を示すことはないだろう。
- バーナンキFRB議長は14年1月末で退任、後任にイエレン現副議長が就任予定であり、新副議長にはフィッシャー前イスラエル中銀総裁の名前が浮上。14年のFOMCの投票メンバーはフィッシャー・ダラス連銀総裁など物価安定重視のタカ派が増えるという変化が予想されている。このようにFOMCメンバーの変化が多い年になるが、量的緩和の縮小・終了やフォワードガイダンスの維持という現在見えている2014年の金融政策の方向を変えることはないだろう。
- 14年の米国景気は、実質GDP成長率でみて前半が2.5%前後、後半が3%前後の底堅い拡大を続けていく見通しである。雇用環境も着実な改善が続き、失業率は14年12月に6.5%を割り込む可能性が高い。その間、供給超過が緩やかに縮小していくことで、コア・インフレ率は緩やかに上昇していくが、その水準は14年12月でも2%に達するにとどまろう。(米国景気見通しの詳細は、次回以降に報告する。)
- 以上の景気の標準シナリオの下で、量的緩和策は14年終盤までに終了、事実上のゼロ金利政策は15年後半まで続く可能性が高い。FFレート誘導目標は15年末でも1%を割り込む水準にとどまるとみる。こうしたFOMCの政策判断を受けて、長期金利は14年春までに3.0%、夏までに3.3%、年末までに3.5%を超える水準へと緩やかな上昇カーブを辿ると予想する。この程度の上昇であれば、住宅市場など経済への金利上昇の悪影響は限定的にとどまり、景気は着実に上向いていく。