

## FRB：量的緩和の終了、金利引き上げへの議論

**Bluford Putnam (CME Group チーフエコノミスト)**

**2014年10月9日**

本レポートに掲載されている例はすべて、状況を仮定的に解釈したものです。あくまで説明を目的として使用しています。本稿に記載の見解は、著者個人によるものであり、必ずしも CME Group または関連機関による見解とは限りません。本レポートならびに掲載された情報は、投資のアドバイスまたは実際の市場経験の結果とみなされるべきではありません。

米連邦準備理事会(FRB)は、2014年10月28、29日の連邦公開市場委員会(FOMC)で、量的緩和(QE)を終了する予定である。FRBが次に行う決定は、住宅ローン担保証券(MBS)および米国債から利払いや償還で収受する金利および元本の再投資を継続するか否かである。こうして初めて、短期金利の引き上げを検討し、バーナンキ議長時代にFRBが行った緊急政策に終止符を打つことができる。

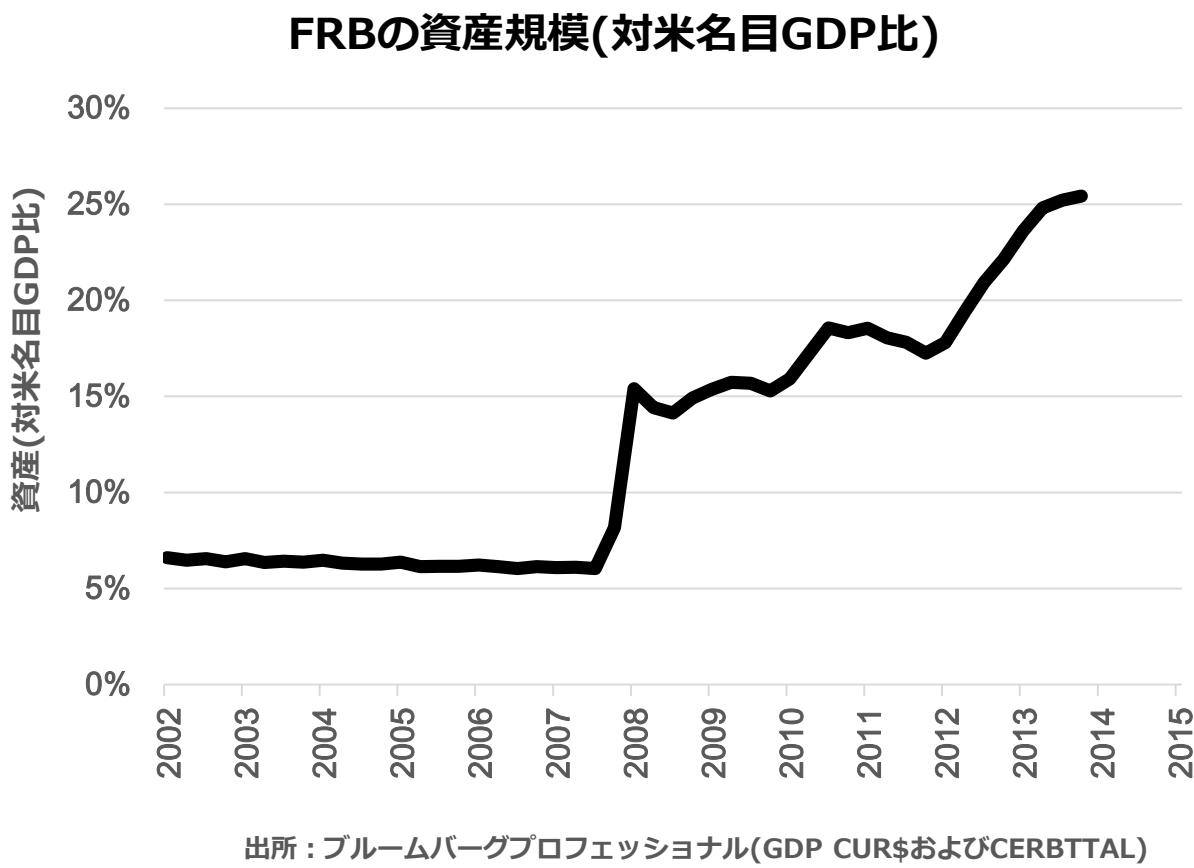
FRBが利上げを行うタイミングは、2015年6月16、17日または7月28、29日のいずれかのFOMC会合であるとの見方で市場の意見は一致している。米国や世界各国でインフレ圧力が目標値に満たない場合、これを根拠にフェデラルファンド(FF)金利誘導目標の引き上げは遅れるかもしれない。一方で、労働市場が着実に改善し、経済がこの5年間継続的に拡大してきた状況で、QEやゼロ金利といった緊急支援はもはや必要ないと考えるならば、利上げ決定は早まるかもしれない。また、ゼロ短期金利では投資家が利回りを追求してリスクアセットを物色するため、市場を歪め、今後の経済に深刻な影響を与える可能性があるとも考えられている。本レポートでは、こうした2つの見方について展望する。

**銀行システムの運営に必要なのは約1.3兆ドル – FRBのバランスシートは現在約4.5兆ドル**

QE政策によりFRBのバランスシートは膨れ上がり、現在4.5兆ドルつまり年間の名目国内総生産(GDP)の25%超に相当する。実際に銀行システムの運営に必要なバランスシートは約1.2兆から1.4兆ドル(名目GDPの7%)だとすると、バランスシートを減額して米国の経済規模や銀行システムで必要

な金額と整合するまでに要する期間を考えると、この数値はかなりの深手となっている。深手を負ったときは、まず第一にそれ以上傷を深めないようにすること、つまり QE を終了することである。そして、バランスシート減額のプロセスをまさに次の段階に進めるのは、保有する MBS や米国債の金利および元本を再投資しないと決定することであり、この決定は早ければ 10 月の会合、またはその 1、2 回後の会合で公表されるだろう。

図 1



#### 労働市場の余剰感は大幅に解消

見ての通り、QE 終了に伴い、ゼロ金利政策すなわち FF 金利の誘導目標を 0.00%から 0.25%の範囲に据え置く政策の終了を決定するタイミングについて活発な議論が行われている。FF 金利誘導目標を 0.25%、0.50%へと引き上げる第一步を踏み出すには、労働市場の余剰感がさらに緩和し、賃金上昇圧力が高まる必要があるとする姿勢をイエレン FRB 議長は崩していない。

米国労働市場が改善していることを示すデータに問題はほとんどない。失業率は5.9%(2014年9月現在)とこの40年の平均値6.5%を下回る。さらに、2013年半ばで州政府および地方自治体が職員削減を終えて以来、民間部門の盛んな雇用創出力が顕在化し、米国の新規雇用者数は月次平均で22万5千人を超えていている。確かにパートタイム労働者数は予想ほど短期間で減少していないが、これは、販売が順調なeコマースと不安定な店頭販売に対応して、小売部門がパートタイム労働者へシフトしていることが原因の一部となっている。労働参加率はアナリストの期待値を下回るが、この統計値は2000年1月に最高値に達し、それ以来15年の長期に渡り低下している。労働参加率についての課題は構造的なものであり、金融政策に影響を受けたとは言い難い。

図2

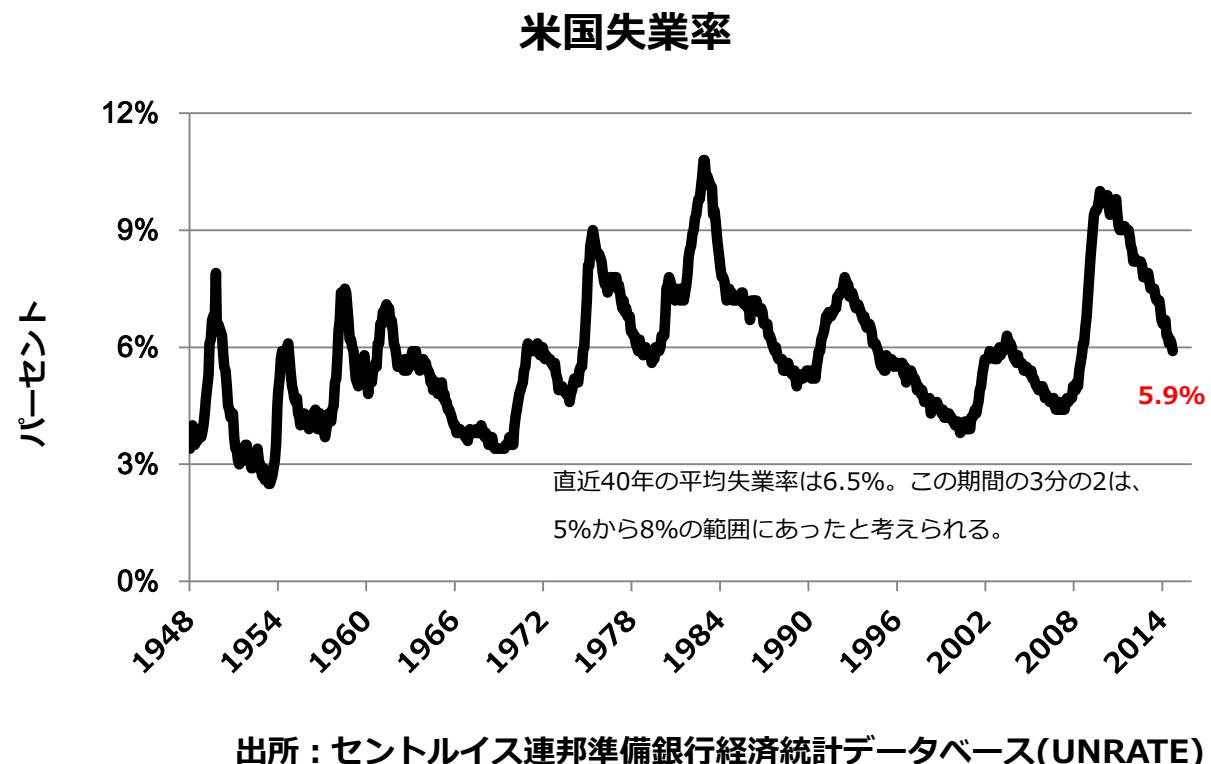


図 3

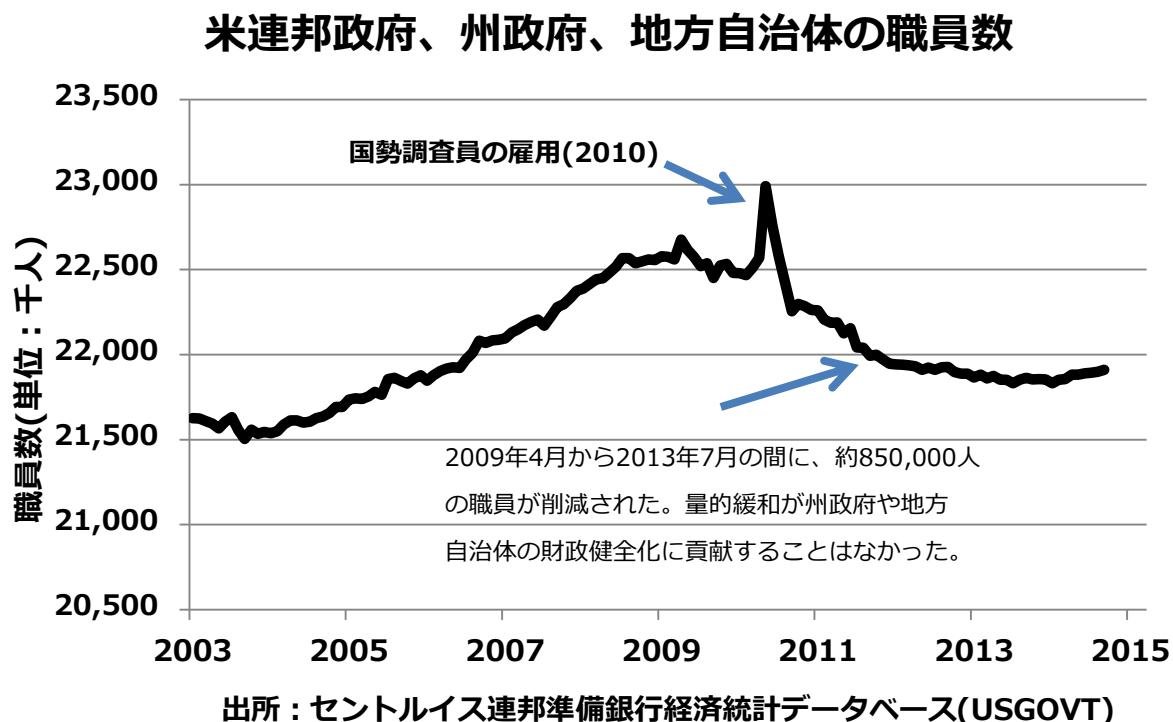
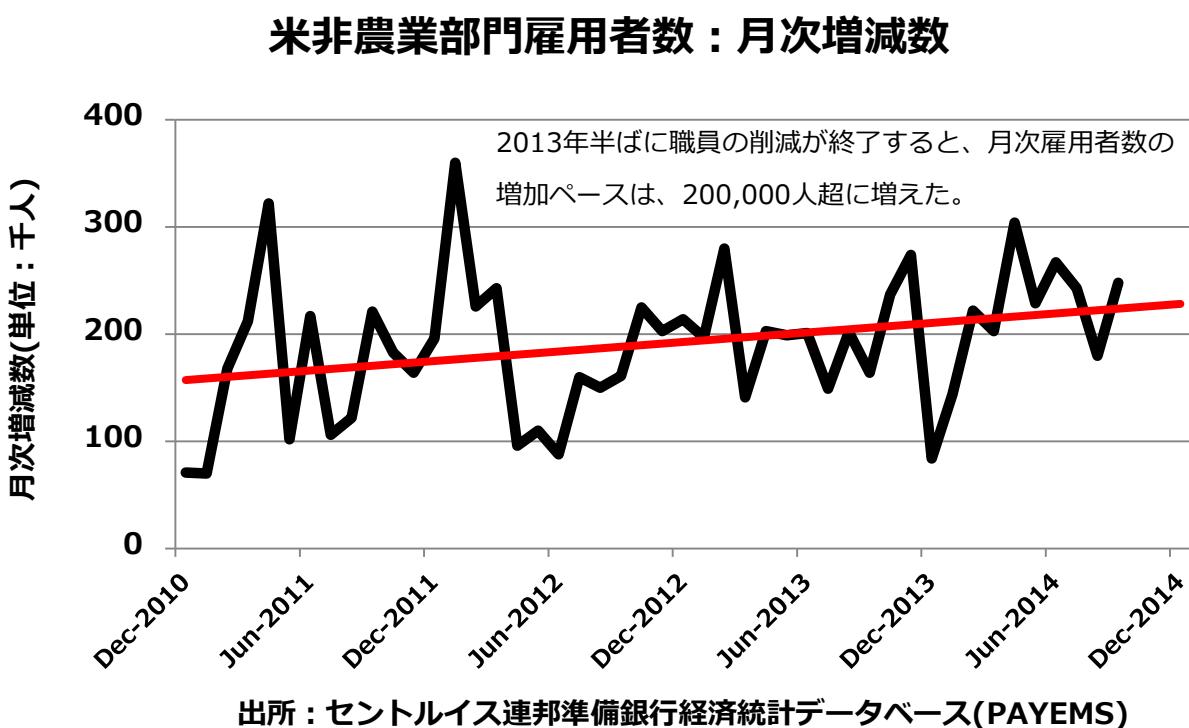


図 4

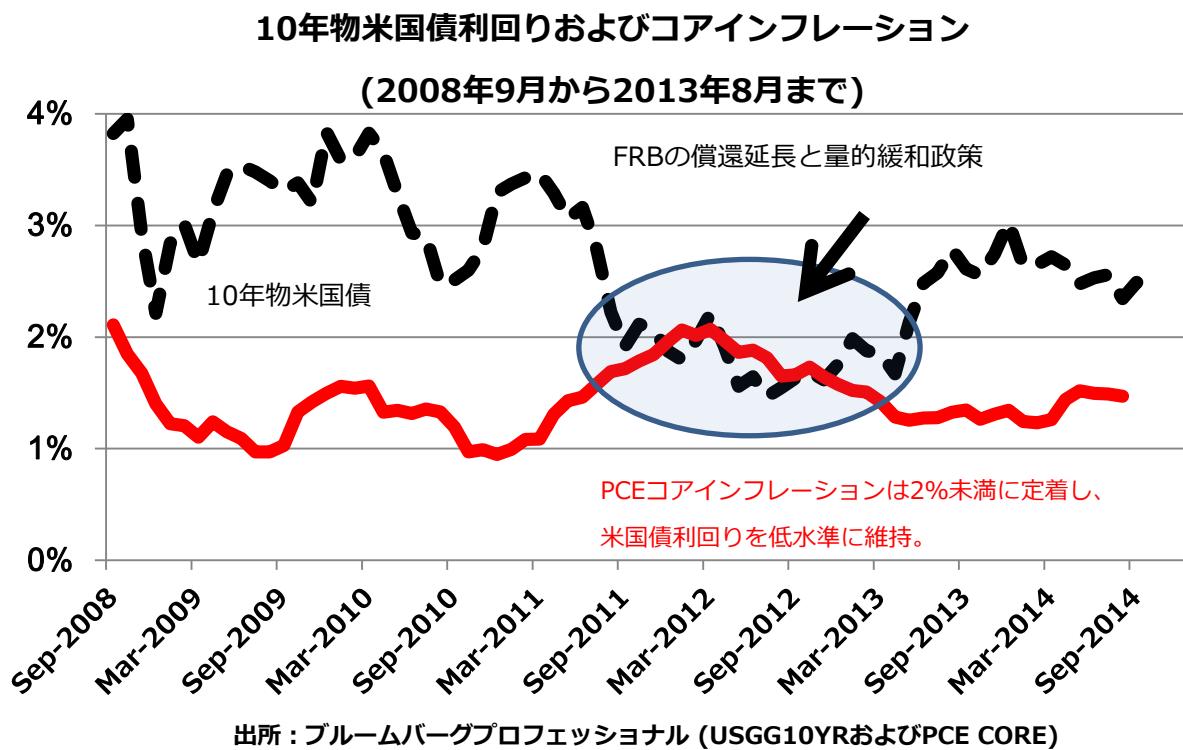


## FRBはインフレ圧力も注視

FRBが考慮すべきものが労働市場だけならば、米労働市場の堅実な改善を背景に、2015年中にFF金利誘導目標を引き上げることはほぼ確実であろう。しかしながら、FRBには使命が二つあり、インフレ率も注視しなければならない。

データで計測されているように、現在のところ賃金やインフレーションの上昇圧力は実質的でない。さらに、商品価格は軟化の傾向にある。また、米ドルは強く、半年から9ヶ月遅れでインフレ圧力を封じ込めるのに役立つ。インフレ圧力の不在は、FRBがゼロ短期金利放棄の決定を引き延ばすのに十分な根拠となる。さらに、インフレ期待の上昇兆候としてFRBは米国債も注視している。米国で雇用が大幅に伸びる一方で、米国のインフレ圧力の不在は、ユーロ圏のデフレ不安と相俟って10年物米国債に表れ、利回りは2.5%を下回っている。

図5



## 長期に渡り短期金利がインフレ率を下回り続けるリスク

労働市場は健全であり米国経済の成長は実際に 5 年目に入ることから、QE やゼロ金利といったバーナンキ前議長時代の緊急政策を今こそ解除するべきだとする議論が行われている。 しかも**ゼロ短期金利は市場を歪め、市場参加者の態度をリスクの高い「利回り追求型」にする恐れがある。**

経済成長局面での短期金利は、下限は一般的なコアインフレ率に、上限は資本にかかる短期コストを反映したプレミアムをインフレ率に上乗せした実勢金利の水準に自然と落ち着くものと言われている。 つまり、**FF 金利目標誘導が 1.25%から 1.5%の範囲であれば、短期金利は実勢インフレ率と見合うことになる。** ただし、大方のアナリストは、それでも緩和気味な金融政策だと見ていることにご注意いただきたい。なぜなら、利回り曲線は上方に勾配しており、インフレ率を上回るようなプレミアムは想定できないからである。

また、議論は利上げを行うペースにも及んでいる。 短期金利を 25 ベーシスポイント単位で引き上げることについて、ほとんどの FOMC メンバーに異存はないようだ。 一方で、早期の利上げ開始とその後の緩やかなペースの利上げについては意見が分かれる。 つまり、初回は 2015 年第 1 四半期に実施しながらも、その後の利上げは 1 回おきの FOMC に行い、2015 年末かけて 1.25%の目標圏に近付けることについて議論されている。 2015 年第 1 四半期に始まり、その後は緩やかに引き上げるか、または 2015 年 7 月に開始後、早いペースで引き上げるか。 いずれの場合でも、FRB は FF 金利目標誘導を 1.25%から 1.50%の範囲とし、その後、実勢コアインフレ率とほぼ同じ水準で利上げを終える。 **我々の予想では、市場は早い時期に確かな政策が明らかになることを望んでおり、FRB が利上げ開始を 2015 年 6 月や 7 月に想定しているとしても、早期に計画が明らかになることで、不透明感は払拭されて経済はより速やかに調整できるであろう。**

その他の見通しとコメントについては、[www.cmegroup.com/putnam](http://www.cmegroup.com/putnam) をご覧ください。