

FRBのQE縮小： 9月見送りの背景とそのインプリケーション

三菱UFJモルガン・スタンレー証券
エクイティリサーチ部 シニアエコノミスト

森山 昌俊



■はじめに：

QE縮小を見送った9月FOMC

9月17～18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）は、市場の大方の予想に反し、現行の月850億ドル（agency MBS 400億ドルと長期国債450億ドル）の長期証券購入額を据え置いた。この決定を受け、長期金利とドルは急低下し、主要株価指数は最高値を更新した。この点について、FRBによるコミュニケーションの失敗を指摘する向きは多い。しかし、問題はそれほど単純ではない。本稿では、FOMCが量的緩和（QE）のペース縮

—〈目次〉—

- はじめに：QE縮小を見送った9月FOMC
- 1. QE縮小見送りがサプライズとなった背景
- 2. 今後のQE戦略へのインプリケーション
- 終わりに：出口戦略へのインプリケーション

小を見送ったことが市場にとってサプライズとなった背景と、それらが今後のQE縮小やその先にある利上げを含む出口戦略に与えるインプリケーションを考えてみたい。

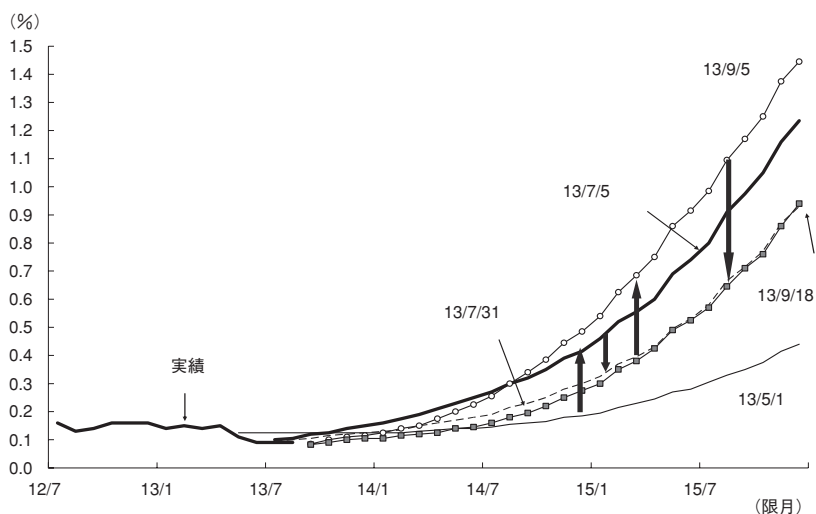
■ 1. QE縮小見送りがサプライズとなった背景

(1) 市場側の問題

FOMCのQE縮小見送りが市場にとってサプライズとなった主たる要因は5つある。第一は、市場側の問題。バーナンキ連邦準備制度理事会（FRB）議長が5月22日の議会証言の質疑応答（両院合同経済委員会）で、「今後数回の会合で長期証券の購入ペースの引き下げは可能」と述べて以降、QE早期縮小と利上げ前倒しへの懸念から、長期金利が急上昇した。

こうした状況に対し、6月19日のFOMC後の会見でバーナンキFRB議長は、①QEプ

(図表1) FF金利先物



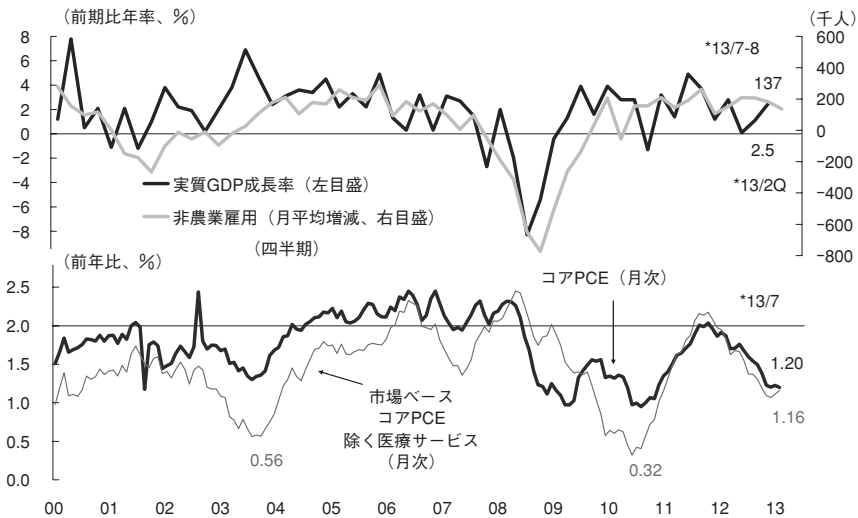
(出所) FRB、Bloombergより、MUMSS作成

プログラムの調整とFF金利の政策指針（フォワードガイダンス）とは別物であること、②QEのベース縮小は追加緩和のペースを縮小することによってバランスシートの縮小ではないため引き締めとは異なること、③QEが終了しても長期証券の保有継続は長期金利に押し下げ圧力をかけることになるため緩和の終了ではないこと、④QEが終了しても、利上げ開始までには相当の期間があることを強調してきた。しかし、NY連銀のプライマリーディーラー調査からみて、市場参加者のQE総額予想の下方修正に伴う「認識上の引き締め」が一巡した後も、FF先物金利のみ市場の利上げ前倒し観測とそれに伴う長期金利上昇は収まらなかった。これが結果的に、QE縮小見送りの一因となった「金融状況の急激なタイト化」を招いたのだった。

また、バーナンキ議長は同じ6月19日の会見で、「今後のデータが概ねFOMC経済見通しに沿っていれば、2013年後半に月間の証券購入ペースを緩和するのが適当であり、その先のデータも現時点でのFOMCの見通しに概ね沿った状況であれば、2014年前半も購入ペースの縮小を慎重に続け、年央頃に購入を終了するのが適切」と述べた際、事前に決まった計画はなく、データと見通し次第であり、見通しが好ましくなくなるようなら政策を調整するとまで述べていた。それでも市場は9月FOMCでのQE縮小決定をほぼ織り込んでしまっていたが、「データと見通し次第」を厳格に適用すれば、9月のQE縮小決定はかなり難しい状況だった。

同会見でバーナンキ議長は、「成長加速に支えられた労働市場の改善継続と2%の目標

(図表 2) 米実質GDP、非農業雇用、コアインフレ



(注) 市場ベース除く医療サービスのコアPCE価格前年比は、名目と実質の同項目の支出の伸びの差を使用。
 (出所) 米商務省BEA、米労働省より、MUMSS作成

に向けたインフレ加速開始」をQE縮小の前提条件として挙げていた。このうちFOMCの失業率見通し（最新9月18日時点の中心傾向の中央値で2014年10～12月期に6.6%）を達成するのに必要な月平均の非農業雇用者数は18万人程度。これに対し、8月までの過去1年平均では18万人だったものの、過去半年平均では16.4万人、過去3ヵ月平均では14.8万人と、足元に向け鈍化が鮮明になっていた。7～8月の経済指標は強弱まちまちで成長加速を確信させるものではとてもなかった上、当時の最新7月の食料とエネルギーを除く個人消費（PCE）価格指数の前年比は1.20%。バーナンキ議長が指摘していた一時的影響（非市場価格と医療サービス）を除いても1.16%と反転の兆候はみられなかった。経済

指標が見通しを十分サポートしていないと判断し、QE縮小を見送ったのは、決して意外なことではなかった。

(2) 無制限QEに起因する問題

第二に、QEがオープンエンド型（無制限）だったことに関連する問題がある。2012年9月12～13日のFOMCで決まったQE3（agency MBSを月400億ドル購入）が総額や期限を決めない「オープンエンド型」になった理由の1つは、そうすることにより、市場・家計・企業により大きな信頼感を与え、投資・採用・支出への前向きの動きを生み出すことを企図したからだった（会合後のバーナンキ議長の会見）。

ところが、期待に最大限に働きかけるとい

う効果自体が、過度の期待を醸成するリスクを内包していた。4月30日～5月1日のFOMCでは2～3人の投票メンバーが、2012年秋のQE開始時点より労働市場が改善しているにもかかわらず、投資家によるQE総額予想が幾分拡大していることを懸念していた(議事録)。ところがその会合後の声明が、QEについての柔軟性を高めるため「労働市場の見通し及びインフレの見通しの変化に応じてQEのペースは拡大も縮小もあり得る」と「拡大」の可能性にも言及したため、市場のQEへの期待がさらに上昇。長期金利は1.6%台まで低下した。5月22日の議会証言でバーナンキ議長が、労働市場の持続的改善の確認を前提としながらも、「今後数回の会合で購入ペースの引き下げは可能」と敢えて述べたのは、こうした過度の期待を牽制する狙いがあったといわれている(2013年5月27日、WSJ紙のFedウォッチャーHilsenrath記者のブログ)。

(3) FRBの「2つの責務」に起因する問題

FOMCがagency MBSのQE 3を導入した2012年9月13日の声明で、「労働市場の見通しが十分改善するまで購入を継続する」と明言していたように、無制限QEの先行きは、当初はもっぱら労働市場の動向と結び付けられていた。2013年3月19～20日FOMC後の会見でもバーナンキ議長はQEの調整に関して、「労働市場の部分的改善や控えめな改善

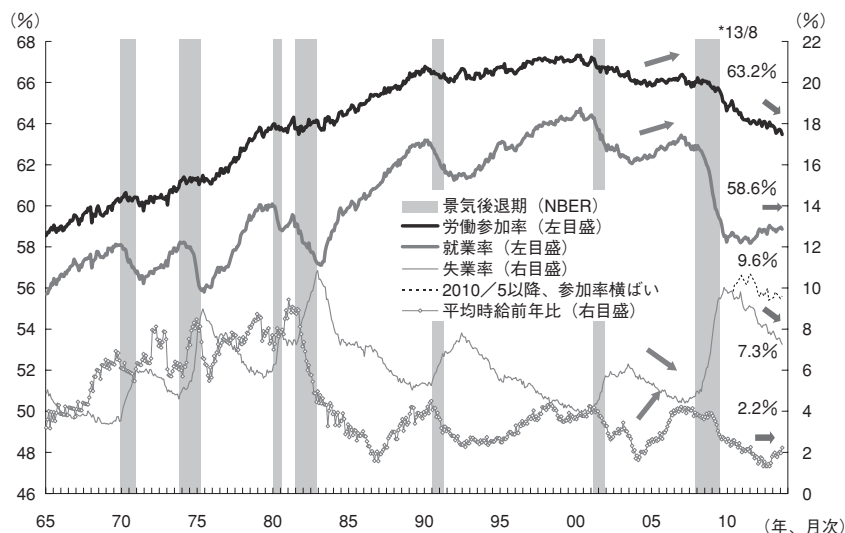
の後、さらに良くなる時期を経て、一段と強さを増すと考えられる証拠があれば、その時点で緩和規模を縮小するかもしれない」と答えていた。

その一方で、雇用最大化と並ぶFRBのもう1つの責務である「物価の安定」についても、デysinフレ傾向や2%の目標に対して低すぎるインフレ率が4月30日～5月1日のFOMC頃から内部で懸念され始めていた(議事録)。そして、7月31日のFOMC声明では、ついに「2%の目標をインフレが下回り続けることは経済のパフォーマンスにとってリスク」であるとの一文が登場するに至っている。にもかかわらず、8月に7.3%にまで低下した失業率に市場の注目は集中。結果として、インフレ率加速の兆候がみられないことを市場は軽視することになった。

(4) FRB側の問題

もちろん、市場にサプライズを与えたことについて、FRB自身に問題があったのはいうまでもない。何よりも、QE終了時の目安(7%程度)や利上げ開始を検討する目安(6.5%)として失業率の具体的数値を提示したことは、市場の関心を失業率に過度に集めるとともに、市場に混乱をもたらした。バーナンキ議長は以前から、労働市場の改善を計測するのに、失業率に限定せず「幅広い指標」に注目していることを明らかにしていた(3月20日の会見では、雇用者数、失業率に加え、採用率、失業保険新規申請件数、離職率、賃金

(図表3) 米失業率の実態



(注) 就業率 = 就業者数 / 16歳以上人口 × 100

(出所) 米労働省より、MUMSS作成

上昇率を例に挙げ、2012年12月12日の会見時には、労働時間、労働参加率にも言及)。失業率自体についても、「循環的な労働参加率低下による低下は利上げの理由にはならない」(7月17日、下院金融サービス委員会での証言)と述べるなど、労働市場の弱さを十分に示していない点を繰り返し強調してきた。

それでも、失業率の具体的な目安を示し、労働参加率低下が理由であっても失業率が目安の数値に接近してくれば、市場がQE縮小や終了、利上げの前倒しを予想するのは無理もない。今回9月18日の会見では、失業率を「労働市場の状況を示す最良の単一指標」と述べる一方で、「必ずしも労働市場の状況全体を示していない」とも述べ、QE終了時の

目安として6月19日の会見で非公式にバーナンキ議長が提示した7%の事実上の放棄を示唆していた。

QE縮小は見通し次第という中で、FOMCのGDP成長率見通しが常に民間予想と比較して楽観的な傾向にあるのも、市場に誤解を与えている。実際、最新9月18日時点の10~12月期の前年比でみたFOMCの実質GDP成長率予想(中心傾向の中央値)は、6月19日時点から2013年、2014年とも約0.3%ポイント下方修正された。

さらに、FRBに起因する問題として、FOMC参加者の自由な意見表明がある。確かに、内部でどのような見解があるのかを明らかにし透明性を高めることは重要。しかし、9月FOMCを目前に控えた8月雇用統計発

表直後ですら、投票メンバー内でタカ派のカンザスシティ連銀ジョージ総裁（9月に150億ドルの購入をすべき）とハト派といわれるシカゴ連銀エバンス総裁（インフレ加速の確認まで縮小は待つべき）から正反対の意見が表明されると、透明性の追求がかえって市場に不透明感を与えてしまうことになる。

確かにQEは非伝統的政策であり未知の領域である。FF金利は先物市場でリアルタイムの市場予想をある程度つかむことはできるが、QEに関する市場の期待をリアルタイムで計るのは容易でない（現状では当局や民間のサーベイデータに頼るしかない）。市場の理解不足、無制限QE固有の問題、FRBの2つの責務に関わる問題があるため、市場の期待のボラティリティをできるだけ抑制し、望ましい方向に誘導するのは容易でない。しかし、そうであればなおさら、市場の期待に働きかけるコミュニケーションのツールである経済見通しや政策運営の目安とする指標、あるいは透明性の扱いには細心の注意が必要になってくる。

(5) 急浮上した財政協議を巡るリスク

最後に財政を巡る問題である。バーナンキ議長自身は公式には財政政策の成長下押し効果の縮小を成長加速の大きな要因に挙げているが、同時に、財政緊縮や財政協議が予想以上に成長を抑制するリスク（7月17日の下院金融サービス委員会証言など）についても常に指摘してきた。一方、市場はごく最近まで、

財政の成長下押しや財政協議のリスクにあまり注目していなかったようだが、第1に、3月から始まった2013年度の総額850億ドルの強制歳出削減は、進捗が遅れており、会計年度末の7～9月期に削減が駆け込みでなされる可能性がある。第2に、9月17～18日のFOMC開催中に、下院共和党が2014年度暫定予算案に医療保険制度改革法（オバマケア）の実施費用を計上せず、1年間の債務上限引き上げの間、オバマケア実施延期を求める方針を明らかにした。そのため、10月1日からの政府機関閉鎖や債務上限引き上げ失敗のリスクが急浮上。大恐慌の研究者でもあるバーナンキ議長は、大恐慌後の時期尚早の財政・金融の引き締めが不況を招いた1937年の教訓を強く意識していることもあり、9月18日の会見ではQE縮小見送りの理由の3番目に財政政策・協議を巡るリスクを挙げていた。

■ 2. 今後のQE戦略へのインプリケーション

(1) 総合的な緩和の枠組みの中でのQE縮小の位置づけ

以上のことが、今後のQE戦略に与えるインプリケーションを考えたい。

バーナンキ議長が、QE縮小は、利上げ見通しとは区別されるものであり、バランスシートの縮小ではないため金融引き締めとは異なることを再三強調するとともに、QE縮小見送りの理由に「金融状況の急激なタイト化」

(≒長期金利・住宅ローン金利の急激な上昇)を挙げている以上、QE縮小で長期金利上昇を望んでいないのは明らかである。バーナンキ議長はQE縮小見送りにより、タイト化した金融状況を一部緩和する狙いもあったことを明らかにしていた。そうなると、QE縮小見送りは、QE縮小と引き締めとは異なるとの説明を受け入れない市場に業を煮やしたバーナンキ議長が、市場金利を引き下げのために取った苦肉の策だった面もあろう。しかし、こうした非常手段は再び市場のQE継続への過度の期待を高めかねないため乱用はできない。

QE縮小とは、非伝統的政策であるQEとゼロ金利の時間軸強化という別物だが相互に補完する手段の最適な組み合わせを模索する中で、「高度な緩和」を提供しようとする試みである。7月10日に全米経済研究所(NBER)で行った講演の質疑応答で、バーナンキ議長は、QEの縮小や終了は「総合的な枠組み」の中での手段のミックスの変更であり、緩和の総量(本質)は予見できる将来において「高度な緩和」で変わらないと述べていた(同様の議論は7月17日の議会証言でも展開された)。

このミックス変更の理由はリスク・コストの拡大抑制である。6月19日の会見で、バーナンキ議長は、QEという非伝統的政策に未知のリスク・コストが付随するため、QEが終了すれば、その後はゼロ金利継続により、不必要な未知のリスク・コストを拡大させる

ことなく、高度な緩和を提供することができるとしていた。既に1月29~30日のFOMCでは、QEに付随する未知のリスク・コストに鑑み、QE終了後も相当の期間、証券の保有額を維持することでQEの補完ないし代替とする議論がなされていた(議事録)。

(2) FF金利の政策指針の強化

このように、QE縮小を追加リスク抑制と緩和手段のミックスの変更と位置づけ、それを市場に周知徹底したほうが、市場の利上げ観測を後退させるのに有効とみられる「総合的な枠組み」の中で「高度な緩和」を維持するため、QE縮小はゼロ金利長期化を意味することになるからである。そのためには、QE縮小とセットないし縮小前に政策金利の運営方針であるフォワードガイダンスの強化が必要になる。

ここで望ましいのは、バーナンキ議長も9月18日の会見でガイダンスに対する「賢明な修正・追加」となりうると認めた「利上げ可能なインフレ率の下限設定」である。セントルイス連銀ブラード総裁はインフレ率が1.5%未満の間は利上げをすべきでないとしている(9月20日の講演後、記者団に)。失業率6.5%の利上げ検討開始の目安が実態を示さない場合があるといっても、それを例えば6.0%に引き下げると目安としての失業率に対する信頼性がさらに低下する可能性がある。それよりは「利上げ可能なインフレの下限」を条件として追加したほうが、そうした

問題を回避し、かつ失業率だけでなくインフレ率も政策運営方針にとって重要であるということを変更して強調しながら、時間軸を強化することができる。それにより、総合的な緩和の枠組みの中で、金融状況のタイト化を回避しながらQEを縮小することが可能になる。

■ 終わりに：

出口戦略へのインプリケーション

(1) 出口戦略修正の必要性

以上でみた「総合的な枠組み」の中での「高度な緩和」を提供し続けるためには、2011年6月21～22日のFOMCが策定した「出口戦略」の諸原則を一部修正する必要がある。全7原則のうち、政策措置に関する原則は、保有証券の一部ないし全てで元本償還金の再投資を停止する（第2原則）、それと同時かやや遅れて、FF金利の先行きガイダンスを修正し、一時的な準備預金吸収オペレーションを開始する（第3原則）、経済状況が許せばFF金利誘導目標を引き上げ、この正常化過程で超過準備への付利や準備預金の水準の調整をFF金利誘導の手段として使用する（第4原則）、agency証券は最初のFF金利誘導目標引き上げから幾分遅れて売却を開始し、売却の時期やペースは事前に公表した上で、ペースは比較的緩やかで一定ながら、経済見通しや金融情勢の変化に合わせて調整する（第5原則）、agency証券は3～5年の期間で保有がゼロになるように売却ペースを調整する

が、このペースは証券保有全体の規模が2～3年で正常化するのに相当する（第6原則）の5つである。

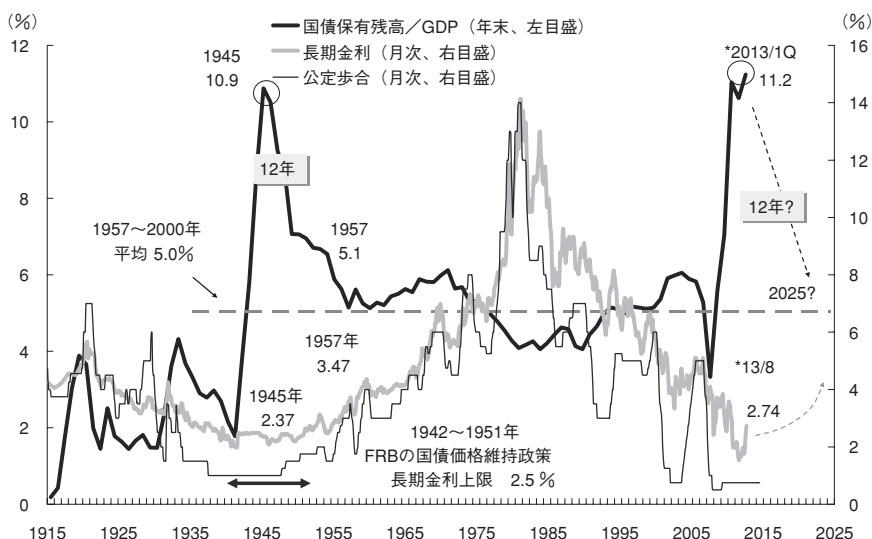
このうち修正の対象となるのはまず第2原則。7月19日の上院銀行委員会の質疑応答でバーナンキ議長は、「総合的な枠組み」の中で「高度な緩和」を提供するため、利上げまではバランスシートの縮小の見込みがないと明言していた。つまり、出口戦略の最初の段階で保有証券の一部ないし全ての元本償還金の再投資をまず停止するとしていた第2原則はこの発言と矛盾する。

さらに、agency証券の売却に関する第5～6原則も修正の対象となる。agency証券保有残高は2011年6月末の1兆256億ドルから直近9月18日時点で1兆4,034億ドルまで拡大している（うちMBSは1兆3,398億ドル）。一段の拡大が見込まれる中、利上げより前に再投資を止め、最初の利上げからやや遅れて売却を開始し、3～5年で保有をゼロにするという原則のままでは、市場の出口への懸念はMBS購入継続に比例して高まることになる。バーナンキ議長は6月19日の会見では「FOMC参加者のほとんどがMBS売却に反対している」ことを披露。事実上、MBSについては売却せず償還まで保有し、自然減で残高を圧縮する方向であることを示していた。

(2) 1950年代の事例

そうすると、FRBのバランスシートの縮小及び正常化は2011年6月に想定されていた

(図表4) FRBの国債保有：1950年代との比較



(注) 長期金利は1999年までは10年以上のコンポジット、それ以降は10年債利回り。1915-29年のGDPはNBER。公定歩合は、2003年以降は、健全な預金金融機関向けのプライマリー・クレジット・レートに変更。
 (出所) FRB、米商務省、NBERより、MUMSS作成

より、かなり遅れることになる。このことが逆に出口戦略への市場の懸念を高める可能性がある。しかし、これについて、参考となる事例がないわけではない。参考になると思われるのは1950年代である。米財務省は第二次世界大戦の戦費調達で国債を大量に発行、1943会計年度の財政赤字はGDP比27.5%に達した。そこで借入コストを低位安定させるため、FRBに対し1942～1951年の10年間、90日物T-Billの買入金利を0.375%に固定し、やや非公式に長期国債の売買金利を2.5%に固定するよう求めた。FRBはこれを維持するため無制限のオペレーションを実施。FRB国債保有残高は1945年にGDP比10.9%に達した(当時の目標達成のための購入はT-Billが

圧倒的だった) 2013年3月末とほぼ同水準である。

FRBは1951年の米財務省との「アコード」により無制限オペレーションから開放されたが、1957年まで国債保有残高をほぼ維持。それでも、12年間かけGDP比率は正常水準(1957～2000年平均の5.0%)付近(5.1%)まで低下した。この間、1947年まで1%だった公定歩合は、1955年半ばまでは2%以下と利上げが極めて緩やかだったため、長期金利は1945年平均の2%前半から1957年平均で3%前半への上昇に止まった。

(3) 今日との比較

当時は1945～1957年の平均名目GDP成長

率が6.0%と高めだったこともあり（現在は3%台半ば）、国債保有残高を維持したままでもGDP比率を下げることは可能だった面はある。また、現在は長期国債のほかにagency債も大量に保有している。その一方で、インフレの環境は現在のほうが良好かもしれない。中期的なインフレ圧力が低下してゆく局面とみられる点は当時と共通しているが、当時はCPIと原材料価格の連動性が高かった。足元では、企業の価格決定力低下により、原材料価格に連動したCPIインフレの高まりはみられない。

そうなると、1950年代の再現も決して非現実的とはいえない。国債に限っていえば、2013年1～3月期でGDP比11.2%のFRBの保

有残高は、保有額をそれほど落とさなくとも、12年間かけて2025年頃までには正常水準のGDP比5%程度に戻すことが不可能ではない（agency MBSについては、住宅ローン金利水準等にもよるが、自然減だけでも月200億ドル程度の減少を期待することができる。2010年3月の購入終了から2011年9月の再投資開始までの例をみると残高は3,016億ドル減少。月当たりの減少ペースは約177億ドルだった）。つまり、足元で2%台後半の長期金利が大幅に上昇することなく、2025年頃でも4%台に止まる可能性がないわけではないことを、1950年代の経験は示唆している。

