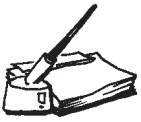


# 不透明な米国金融政策の行方

三菱東京UFJ銀行 市場企画部 市場ソリューション室  
グローバルマーケットリサーチ シニアマーケットエコノミスト

鈴木 敏之



5月3日に発表された雇用統計で、雇用増加が着実であることが確認され、さらに5月22日のバーナンキFRB議長が上下両院合同経済委員会の証言で、証券購入額を減らす可能性に言及したことで、連邦準備システム(以下「Fed」)による今の緩和を弱める政策、出口戦略が始まる可能性が、市場で日々の話題となっている。現行の強烈な緩和を続けることについて、その弊害を心配して、連邦公開市場委員会(以下「FOMC」)内部でも不信論が根強い。一方で、GDP統計は、昨年第4四半期と今年第1四半期を均してみると、年率1.4%でしかない。しかも今年の第1四半期の成長では、在庫投資の寄与も大きい。4月のISM製造業指数も50.7と、弱めの

数字である。強烈な金融緩和がなされていても、経済成長に勢いはない。何らかの形でコンセンサスをつくってFOMCが決定したとしても、それが正しい決定かに市場は不信を持つことになりかねない状況である。

## ■ 1. 両方とも正論

現在、米国の中央銀行であるFedは、①FF金利の誘導目標を0~0.25%とするゼロ金利政策、②それを、インフレ率が2.5%を超えない限り、失業率が6.5%を割り込むまで続けることを公約し(フォワード・ガイダンス)、③保有有価証券の満期分は再投資するとして、バランスシートの規模は小さくしないことを告知し、④月間850億ドルの証券購入を続けるというフルロットルの金融緩和を行っている。この緩和を続けるか否かについては、FOMC内で激しい意見の対立がある。厄介なのは、両論が正論と言えること

### 〈目次〉

1. 両方とも正論
2. FRB議長の任期到来
3. 結び

---

だろう。それが政策の先行きを見る上で、不確実性を高めることになっている。

## (1) 金融緩和継続の積極論

### ① 米国の成長のぜい弱さ

米国ではプラスの経済成長が続いている。雇用の増加数も四半期平均で均してみれば、着実である。それでも今年の経済成長は2%にとどまりそうである。この景気回復は2009年6月に始まっていて、すでに4年になろうとしている。それにもかかわらず、現在の非農業部門雇用者数は、1億3,547万人で、景気後退に入る前の2007年12月の1億3,804万人にはるかに届いていない。

このところの経済の先行きへの楽観論の支えが住宅価格の回復であるが、ここにも心配がある。NAHB（全米住宅建設業者協会）の住宅建設業者景況指数は、住宅価格指数に先行する。シミュレーションをしてみると、この先住宅価格の上昇率も横ばいとなるという結果が出てくる。

さらにISM製造業景気指数の数字も分岐点の50こそ超えているものの弱い。本年第1四半期のGDPは2.4%の成長であるが、それを押し上げているのは在庫投資である。実はその在庫増も、農業在庫の寄与が大きい。ISMの指数が示唆することは、在庫を積み増すような生産活動に至る勢いは乏しいということであろう。現業のレベルでは、経済活動は弱いのである。

フルスロットルの金融緩和をしても2%程

度の経済成長しかできそうにないのが、今の米国の経済状態なのである。それでも、経済成長と雇用の拡大が続いているのは、その金融緩和の寄与であろう。それを止めて、経済が失速したらどうするのか？しかも、それが起きると、「景気が悪い」というだけで済む話ではなく、デフレの中に米国経済を突き落としかねないのである。

### ② 雇用最大化の任務の未達

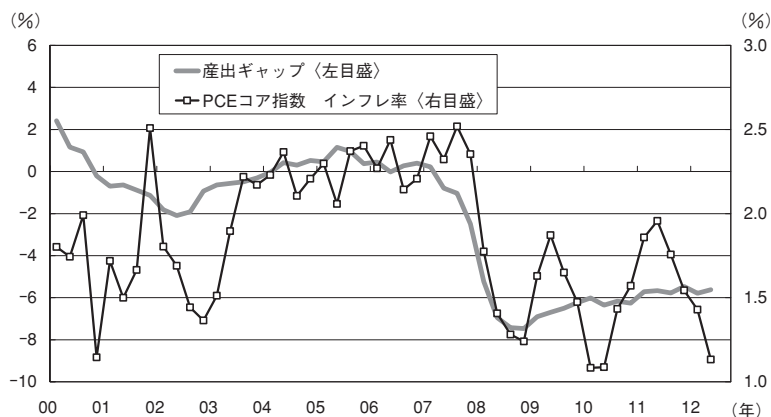
Fedは物価の安定と持続可能な雇用の最大化の任務を負っている。持続可能な雇用の最大化の任務があるので、経済成長がぜい弱であることをFedは看過できない。

今の米国経済にインフレの上方向の問題はない。ここで引き締めになる現行のフルスロットルの金融緩和を弱めて、雇用の回復の流れに水をさすことになれば、Fedにとっては任務の放棄ということになってしまう。危機の中でFedは批判にさらされてきた。その中での投げどころは、連邦準備法（Federal Reserve Act）の求める任務（mandate）に従っていることであった。それをないがしろにして、雇用状態の悪化をもたらす引き金を自ら引くことはできない。

### ③ 物価上昇率の低下

ここへきて、Fedにとって悩ましい問題が浮上している。PCE（消費支出価格）指数という指標で見て、インフレ率が危険なほどに低下しているのである。

(図表1) 産出ギャップとインフレ率



(資料) 米商務省、議会予算局 (CBO) のデータにより、三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチで作成

今、FOMC (連邦公開市場委員会) の示しているインフレの目標は、PCE (消費支出価格指数) の長期のゴールとして2%になっている。ところが、4月のデータでPCE価格指数は前年同月比0.7%、食料品とエネルギーを除いたコア指数で同1.1%まで低下している。コア指数をインフレの目標としているわけではない。しかし、このコア指数は経済予測上において大きな意味を持つ。インフレのトレンドを示すのは、変動の大きい食料品とエネルギーを除いたコア指数だからである。物価統計には推計誤差があるし、デフレにおちいるとその脱出は困難であるので、今のコアの1.1%はすでに危険極まりない状態である。図は、産出ギャップとPCEコア指数のインフレ率の推移を見たものであるが、物価については低圧状態が続きそうである。その状態で、何故、金融緩和を弱めてよいのか、というのが積極緩和論者の言い分である。

#### ④ 金融緩和の有効性

いくら経済状態が悪くても金融緩和が有効でないならば、政策は見直されることもとされよう。実際のところ、今の金融緩和にはFOMCの内外から副作用、コストが大きいことが問題視されている。

しかし、その効果が大きそうなことも無視できない。すなわち、Fedは実態上、インフレ目標を設定している。このため米国の期待インフレ率が安定している。ここで中央銀行による証券の買取りで名目の金利が下がると、実質金利の低下というパスを通じて資産価格が上昇する。これが今日の株高であり、住宅価格の上昇の源であろう。

ここで株高、住宅価格の上昇に変調が起きたとき、今の経済成長、雇用拡大はどうなるだろうか。金融緩和に効果があるとなると、その解除は困難になる。ちなみに、この点は次期FRB議長の選任にもかかわる重大問題

---

とされる（後述）。

## (2) 現行の積極緩和を否とする議論

一方で、今のフルスロットルの緩和を否とする主張も説得力のあるものである。こちらにも正論といえるもので、議論の決着が見えない悩ましさがある。

### ① 平時に今の緩和は過剰

ゼロ金利の時代となり、どれだけの非通常の金融緩和が要るのかの判定など、できるものではない。それでもこのフルスロットル緩和は、欧州にテールリスクがあり、米国においても財政の崖の不安が言われたときの決断である。Fed流の言い方であれば、財政の崖への「保険」であった。今日、財政の崖を巡る緊迫はやわらぎ、保険をかける必要はなくなった。雇用の増加も順調である。失業率にしても低下している。何かあったときに緩和手段をとっておく必要もあるだろう。それならば保険分は解約してもよいのではないかという発想でも、現行の緩和の縮小論（月間850億ドルの証券購入の削減）は説得力がある。

### ② 過剰緩和の問題

実質FF金利のマイナスが続いている。過去、この状態が続いたときに苦難が起きている。過大な債務を負ったことの後始末が経済を低迷させる。昨今ラインハート&ロゴフの計算上の問題（ミス）が広く話題になってい

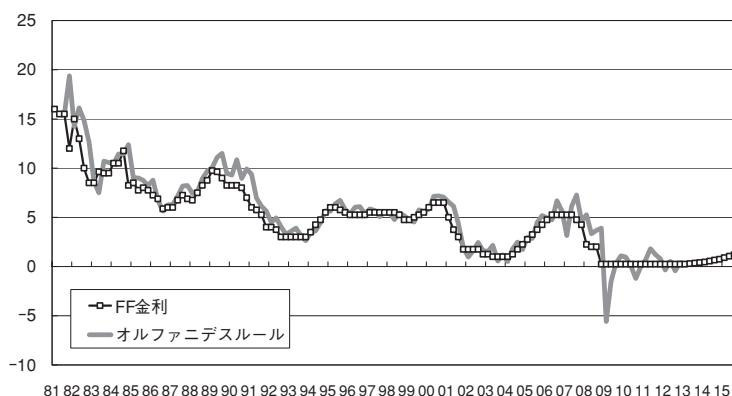
る。しかし金融危機が経済成長の停滞をもたらすという、旧年の彼らの指摘は覆されるものではない。すでに信用力の弱い社債の利回り低下が注目されるころまできていて、過剰債務の問題は意識せざるをえなくなっている。ここで証券購入（QE）を続けることは将来に対してあまりに無責任であり、それは「持続可能な」雇用の最大化の任務放棄である。

### ③ 出口政策に時間のかかる問題

出口政策に向かう場合、相当の時間を要する。すでに第1段階は始まっているが、出口に向かうための告知、そして証券購入の金額削減、追加購入の停止、保有証券の満期到来分の再投資の停止、FF金利の引き上げ、保有する有価証券の売却のステップを踏んで、出口に向かうとすると、FOMCごとに、それぞれの発議、討議、採決のプロセスを経るとしても、年単位の時間がかかる。過去の経験の蓄積もないことをやるので、場合によっては、中断、後退もありえる。そのため、スタートは早く切らなければならないところがある。

このとおり、今のフルスロットルの緩和を続けると言うにしても、縮小すると言うにしても両論の主張に聞くべきところがあり、明解な判定は得られにくい。

(図表 2) 金融政策反応関数と実際のFF金利の推移



81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 (年)

(資料) 米商務省、労働省、CBO (議会予算局)、FRBのデータをもとに三菱東京UFJ銀行グローバルマーケットリサーチで作成

## ■ 2. FRB議長の任期到来

この問題のある中で、さらに不透明をもたらすのがFRBの議長任期の到来である。法律上再任可能であるが、バーナンキFRB議長の任期は2014年1月末に切れる。オバマ大統領は次の期の議長を指名して、議会上院での承認を得なければならない。

後任候補としては、3期目になるが、バーナンキ議長を指名する可能性も、現時点では排除できないが、イエレン副議長、ガイトナー前財務長官、元副議長のファーガスン、コーン、ブラインダー、元財務長官のサマーズ、また、高齢ながらイスラエル中銀のフィッシャー総裁の名前があがっている。他にも候補者の名前は絶えない。

今回は、この議会承認が難航する可能性が言われている。グリーンズパン前議長からバ

ーナンキ現議長への交代時は、この承認のプロセスの間で金融政策の変更が必要ないように設定されていた。すなわち“Measured pace”と言われた0.25%ずつの利上げが進められていた時期である。今回は無難な着地の見えない議会承認のプロセスの最中に重大な判断があるかもしれない。これは市場を不透明にしよう。

ちなみに、この問題を避けるため年内850億ドル/月の証券の買取りの政策は変わらないと告知してしまうのが良いという議論まである。

## ■ 3. 結び

今後の米国の金融政策の行方は、これほどに不透明である。そのとき注目されるのが、オルファニデスルールと言われる金融政策の反応関数である。(図表2)はそのオルファ

---

ニデスルールで今後を見たものであるが、当座の政策変更の必要性は小さいまま推移しそうである。正常化を念頭におくならば、年内に購入の削減開始、年末に追加の証券買取りの停止まで行きたいところであろうが、状況（経済データ）次第で、それよりも長い時間をかけることもありえる。

バーナンキFRB議長の再任の可能性もあるが、いずれにしても2014年1月末に就任するFRB議長のネームで政策は変わる。議長交代を巡る話題が増えるにつれて、不透明状態が強まることを見ておかなければならない。

