

海外経済 ～米金融政策の正常化には柔軟性も～

経済調査部 桂畑 誠治

QE3の年内終了は規定路線も、利上げは不透明

F R Bは、14年1月からQE3の縮小を開始、金融政策の正常化に向けて動き出した。F R Bは、QE3の縮小を景気見通しの著しい変化がない限り、段階的に行う方針である。実際、財政緊縮の緩和、バランスシート調整の終了等によって、景気は緩やかな成長を続け、雇用の拡大が持続するとみられるため、QE3は今年10、11月に終了する可能性が高い。次の段階として、利上げ時期を探る状況となっており、F R Bはフォワードガイダンスとして、利上げの条件、見通しなどを提示している。同時に、F O M C参加者の利上げ予想を四半期ごとに公表しており、市場も概ねそれに沿った時期の利上げ開始を予想していた。

しかし、3月のF O M Cではフォワードガイダンスの一部である閾値を削除したほか、F O M C参加者のF F レートの予想が前回12月の予想から上方修正された。また、F O M C後の記者会見において、イエレンF R B議長が声明文で資産購入終了後のゼロ金利政策を継続する期間として使った「相当の期間」の定義について、6ヶ月程度と答えたことを受け、市場コンセンサスより早い利上げが意識され、金利上昇に繋がった。経済成長により雇用情勢の改善が持続しているため、利上げ開始時期は確実に近づいていることが、市場との対話を難しいものとしている。

市場との対話はより困難に

F R Bは失業率の低下を受け、利上げを検討する閾値の6.5%を削除、代わりに労働市場の状況に関する指標のほか、インフレ圧力とインフレ期待の指標、金融情勢など様々な情報を広く考慮し判断する方針に変更、明確な数値基準を撤廃した。また、「インフレ率が2%の長期的な目標より低くとどまると予想され、長期的なインフレ期待が十

分に抑制される場合には、資産購入が終了した後も現行のF F 金利の目標誘導レンジを“相当な期間”維持することが適切になる」としているが、変更の多いF O M C参加者の見通しを前提としており、金融政策への思惑を生みやすい。市場との対話がより難しくなったことで、市場のボラティリティは高まった。今後、悪天候の影響剥落により、経済指標が市場予想を上回る可能性が高まる。市場では早期利上げ観測が膨らみやすくなることが予想され、金利が大幅に上昇するリスクがある。市場との対話の成否が、実体経済に影響を及ぼし、利上げのタイミングにも影響を与える。

不透明感の強い利上げペース

利上げペースに対する見方も市場金利に大きな影響を及ぼす。F R Bは、引き締め政策に移行する前に、①早い利上げ開始と緩やかなペースの利上げ、あるいは②利上げ開始を遅らせ早いペースでの利上げの選択を迫られよう。リスク回避の観点から後者が選ばれ易い。F R Bは「雇用とインフレが目標に合致する水準に近づいた後も、経済状況は当面、F F 金利の誘導目標をより長期的に正常と判断している水準よりも低い水準に維持することを正当化すると現在予測している」と、非伝統的な金融政策からの出口戦略を慎重に行うことを示唆している。ただし、市場の混乱を回避するため緩やかなペースでの利上げ方針を頑なに維持すれば、最終的な利上げ幅が大きくなり過ぎ、景気後退に陥る可能性が高い。非伝統的な金融政策の正常化は初めてのことであり、そのペースを誤れば景気のソフトランディングは難しいだろう。市場との対話は難しくなり、ボラティリティも高まるが、F R Bにはこれまで以上に政策の柔軟性が求められている。

かつらはた せいじ（主任エコノミスト）