

US Trends

減額開始後の世界

発表日：2013年12月19日(木)

～失業率の閾値接近でガイダンスの効き目が弱くなる～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 金融市場はF R Bによる量的緩和の減額開始決定を比較的冷静に受け止めている。F R Bは、失業率が6.5%を下回った後もかなりの間、ゼロ金利を継続することを約束。ガイダンスを強化したことで、減額開始後も金融緩和姿勢に変化がないと強調したことが大きい。
- ◇ ただ、減額開始を巡る議論に終止符が打たれたことで、市場の次の関心はゼロ金利の解除時期に向かいやすい。ゼロ金利継続の条件とする失業率の閾値を引き下げなかったことで、今後、失業率が閾値の6.5%に近づくにつれ、フォワードガイダンスの効き目が弱くなってくる恐れがある。

■ テーパリング開始時期を巡る議論に終止符

F R Bは12月18・19日のF O M Cで来年1月からの量的緩和の減額開始を決定。国債（月額450億ドル→400億ドル）とM B S（月額400億ドル→350億ドル）の購入額を月額50億ドルずつ縮小し、これまでの月額850億ドルから750ドルに減額する。経済・雇用情勢が全般に改善していることに加えて、財政協議の進展で来年1月の政府再閉鎖の可能性が遠退いたこと、市場参加者の間で減額開始と金融引き締めは別物との認識が浸透してきたことで、機は熟したとみた。

バーナンキ議長は減額開始後もF R Bの金融緩和姿勢に変化がないことを強調。ゼロ金利継続の条件とする失業率の水準は6.5%に据え置いたものの、インフレ率が2%の長期目標を下回る限り、失業率が6.5%を下回った後もかなりの間、ゼロ金利を継続するとの表現を追加した。

最近の好調な経済指標と財政協議の進展で12月のF O M Cで減額開始を決定することは市場関係者の間で相当程度織り込まれていた。とは言え、エコノミストを中心に来年1月や3月のF O M Cでの決定を予想する見方も根強かった。今回の減額開始決定を受け、米国の株式市場は一旦は値を下げたものの、開始決定はF R Bが景気回復の持続性に自信を深めている証拠で、減額開始後も金融緩和姿勢の長期化することを約束したと受け止め、史上最高値を更新して引けた。減額開始時期を巡る議論はこれで終止符を打った訳で、今後の金融政策を巡る焦点は、イエレン体制下での量的緩和の終了時期とゼロ金利の解除時期へと移っていこう。

■ 失業率の閾値接近でゼロ金利解除の思惑が働きやすくなる

バーナンキ議長は量的緩和の減額ペースは経済情勢次第としている。つまり、経済環境が上向けば減額ペースが今回の100億ドルを上回る可能性がある一方、経済が減速すれば減額を一旦中止して様子を見ることもある。均して100～150億ドルのペースで粛々と減額を進めていけば、来年7-9月期頃には新規の資産購

入は終了する計算となり、その後はゼロ金利の解除が意識されやすくなるだろう。

F O M C メンバーのゼロ金利解除の予想時期は、2014年中が 2 名、2015年中が12名、2016年中が 3 名で、2015年が大勢意見を占めている。F O M C メンバーの中心予想では、ガイダンスの基準となる失業率は2014年に6.3～6.6%に低下する。いかにフォワードガイダンスが強化されたとは言え、テーパリングが終わり、失業率が実際に6.5%を下回ってくれば、ゼロ金利解除の思惑が徐々に高まっていく可能性がある。

この点で参考になるのが、B O E のフォワードガイダンスと市場の利上げ観測だろう。B O E はカーニー総裁の下、8月にフォワードガイダンスを導入した。そこでは、物価安定が損なわれるリスクや金融システムの安定への脅威がない限り、失業率が閾値の7%を下回るまでは、政策金利の引き上げや量的緩和の規模縮小を行わないことを約束している。そして、7%の失業率はあくまで緩和を継続するか否かの判断を開始する閾値であり、7%に到達したからと言って、直ちに引き締めを開始するトリガーにはならないとのメッセージを繰り返し発信している。だが、失業率が7%に向かって急低下するなか、市場参加者は早期の利上げを織り込み始めている。

こうしたB O E の経験に照らせば、今後米国の失業率が6.5%に向かう過程でフォワードガイダンスの効き目が弱くなっていくことが予想される。閾値設定型の“強い”ガイダンスは、閾値が達成された時点で、単に金融緩和の長期化を約束するだけの未定量型の“弱い”ガイダンスに変質する。米国の失業率には、年末に期限を迎える緊急失業給付措置の打ち切りで、来年前半にかけてかなりの低下圧力が及ぶ恐れもあるⁱ。ガイダンスの閾値そのものを修正することが検討課題に上る日も近いのではないだろうか。

以上

ⁱ 詳細は12月10日付けのレポート「失業率6.5%までの近道～失業給付の延長措置が打ち切られれば失業率に新たな低下圧力～」を参照されたい。