

US Trends

そろそろ出口を語ろうよ

発表日：2014年5月22日(木)

～量的緩和の終了が近づく～

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

- ◇ 10月末のFOMCでの資産購入プログラムの終了決定が規定路線となるなか、量的緩和終了後の出口戦略の行方に注目が集まっている。FRBの従来の見解では、テーパリング終了後に、保有資産の再投資を中止、その後に利上げを開始し、最後に保有資産を売却する手順を想定していた。FOMCメンバーの一部から、利上げ開始後も保有資産の再投資を続けることが望ましいとの意見も出ている。
- ◇ 4月29・30日のFOMCでは、金融政策の正常化の議論が正式に開始された。大規模なバランスシートを維持しながら引き締めを開始するのはFRBとして初の試みで、リバースオペやターム物預金など様々な選択肢が検討されている。FRBは出口戦略を精査する必要性を感じている一方で、議論を開始することが早期の利上げ観測を呼び起こすことを警戒している。出口を巡るFRBの議論と市場の思惑は今後一段と熱を帯びることになるだろう。

■ 出口戦略の再考を求める声

ニューヨーク連銀のダドリー総裁は20日の講演で、量的緩和の減額（テーパリング）終了後の出口の在り方について自身の見解を披露した。これまでFRBの基本見解とされてきたのは、2011年6月のFOMC議事録で示された「出口戦略の指針（Exit Strategy Principles）」であった。当時のFOMCメンバーは1人を除いて、以下の手順での金融政策の正常化に賛成していた。

- 正常化のプロセスは、満期償還を迎えたFRBの購入資産の再投資の一部または全てを止めることから始まる。
- それと同時もしくはしばらく経過した後に、FF金利のパスに関するフォワードガイダンスを修正し、資金吸収オペを通じてFF金利の上昇を誘導する。
- その後の経済状況が許せば、FF金利の誘導目標を引き上げ、金利を望ましい水準に誘導する。
- 利上げ開始からしばらく経過した後に、FRBは保有資産の売却を開始する。売却のタイミングとペースは事前に市場参加者に通知され、そのペースは漸進的で安定的なものになるが、経済・金融環境次第で調整することも可能とする。
- 売却開始後にFRBの保有資産が3～5年程度でなくなることを前提に、売却のペースは設定される。その結果、保管口座（SOMA）内にある資産の平均償還年限は2～3年になると予想される。保有資産の大きさは、金融政策の効果的な実施が可能となる最低水準にまで引き下げる。
- 経済・金融環境に照らして必要な場合、FOMCは出口戦略を見直す準備がある。

つまり、テーパリングの終了後に、まずは保有資産の再投資を中止し、その後に利上げを開始し、最後に保有資産を売却するのが、これまで想定されていた出口の手順であった。だが、ダドリー総裁は今回、利上げを開始した後も、保有資産の再投資を続けることが望ましいとし、従来の基本見解に異を唱えた。総裁は手順の見直しが必要な理由として以下の2点を挙げた。第1に、保有資産の再投資を中止すれば、FRBが意図しているよりも近い将来の利上げを予兆させ、金融環境の引き締まりが前倒しで起こってしまうリスクがあることを警戒する必要がある。第2に、金融政策の柔軟性を回復するためにも、環境が許すのであれば、ゼロ金利の解除を優先することが望ましいと指摘した。

■ 正常化議論を正式に開始

FRBは4月29・30日のFOMCで、5月以降の資産購入額を追加で100億ドル減額することを決定した。昨年12月のテーパリング開始決定以降、4会合連続で資産購入規模を縮小している。このままのペースで縮小を続ければ、10月28・29日の会合で資産購入プログラムの終了が決定する。年内の量的緩和終了がいよいよ視野に入ってきたことで、FRBはテーパリング後の出口戦略について議論を本格化させている。21日に発表されたFOMC議事録（4月29・30日分）でも、金融政策の正常化について幅広い議論をしたことを明かした。

それによれば、4月のFOMCでは、事務方スタッフから、FRBが大規模なバランスシートを維持しながら利上げを行う様々な手法の紹介と、それぞれの手法が金融仲介や金融市場にどのような影響を及ぼすかについての説明が行われた。超過準備への付利、固定金利・翌日物のリバースオペ（RRP）、ターム物預金ファシリティ（TDF）などが、検討された手法として挙げられている。それを受けたFOMCメンバーの討議が行われ、実際の正常化を開始するより十分前もって、正常化プロセスの決断を下し、それを周知徹底することが可能になることから、今回の会合で金融政策の正常化の議論を開始することが懸命（prudent）との見解で概ね一致した。FRBは過去にこれほど大規模なバランスシートを維持しながら金融政策の引き締めを開始した例はなく、多くのFOMCメンバーは、様々な選択肢を検討し、それらを組み合わせることも念頭に置く必要があると判断。今後も様々な選択肢の実験導入と検証を進めることに概ね賛同した。このように4月のFOMC会合では正常化に関して具体的な決断は下されることはなかったが、今後の会合でも継続的に協議することで合意した。

ダドリー総裁の先の発言からは、出口戦略の再考の必要性を感じている一方で、議論を開始することが早期の利上げ観測を呼び起こすことを警戒している様子が窺える。イエレンFRB議長も7日の議会証言で、「物価上昇率が2%を下回り、インフレ期待がアンカーされている限り、資産購入プログラムの終了後もかなりの期間、現在のFF金利の誘導目標が続くことを見込んでいる」との方針を改めて強調し、量的緩和の終了から利上げ開始までの距離を引き延ばすことを試みている。4月会合の議事録でも、多数の参加者（a number of participants）が保有資産の再投資をいつまで続けるか（つまり、バランスシートの縮小をいつまで開始しないか）について追加の情報を提供することが有益との見解を示したとされる。量的緩和の終了まで残されたFOMC会合は、6月17・18日、7月29・30日、9月16・17日の3回だ（終了が決定すると目される10月28・29日を除く）。出口を巡るFRBの議論と市場の思惑は、夏の訪れとともに一段と熱を帯びることが予想される。

以上