

分析レポート

海外経済金融

QE3 や時間軸延長を決定した米国の金融政策

木村 俊文

雇用情勢に連動した仕組み

米連邦準備理事会（FRB）は、9月12～13日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、「量的緩和策第3弾（QE3）」と「時間軸の強化」を柱とする新たな追加緩和策の導入を決定した。

具体的には、QE3として、連邦住宅公社（ファニーメイ）など政府機関発行の住宅ローン担保証券（MBS）を月額400億ドル（約3.1兆円）のペースで追加購入する。MBS購入は、QE1（09年3月～10年3月、1.25兆ドル）以来2年半ぶりとなる。また、従来から実施している残存期間6～30年の米国債を購入すると同時に3年以下の国債を同額売却する措置、いわゆる「ツイストオペ」のほか、MBSや米国債の償還資金を再投資する既存の政策も継続するため、ツイストオペが期限を迎える12年末までは月額850億ドル（約6.6兆円）の長期債券を追加購入することになる。

なお、過去2度のQEとは異なり、資産購入の規模や期限についてはあらかじめ定めず、物価安定の下で雇用改善が確認されるまでMBS購入を続け、さらに雇用改善が見通せない場合には他の政策手段

を適宜活用するというものであり、雇用情勢に連動した仕組みであることが最大の特徴である。

一方、時間軸の強化については、「景気回復が強まった後もかなりの間、超緩和的な姿勢を継続することが適切になる」との見方を示した上で、08年12月以降、事実上のゼロ金利となる0.0～0.25%に据え置いている政策金利（FF金利）を前回までの「少なくとも14年後半まで」から「少なくとも15年半ばまで」と約半年間延長することとした。バーナンキFRB議長は、FOMC後の会見で「景気が上向くなかでも緩和政策を維持することは、家計や企業に対してさらに大きな確約を与えるものだ」と時間軸効果を強調した。

12年の成長率見通しは下方修正

今回FOMCは、「一段の政策緩和がなければ経済成長が労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある」として追加緩和策の導入を決定した。こうした懸念は数値の上からも明らかであり、FOMC後に公表された最新の経済見通し（年4回発表）によれば、FRB理事と連銀総裁の19人による12

年の実質GDP成長率（予想中心帯）は1.7～2.0%と、前回6月時点の予想（1.9～2.4%）から大幅に引き下げられた（図表1）。しかし、追加緩和の実施が経済成長を押し上げるとの想定から、13年の成長率予想は2.5～3.0%（前回予想：2.2～2.8%）、14年も3.0

図表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(12年9月時点)

(各項目のカッコ内は12年6月時点)

年次	2012	2013	2014	2015	長期
実質GDP	1.7～2.0 (1.9～2.4)	2.5～3.0 (2.2～2.8)	3.0～3.8 (3.0～3.5)	3.0～3.8 (n.a)	2.3～2.5 (2.3～2.6)
失業率	8.0～8.2 (8.0～8.2)	7.6～7.9 (7.5～8.0)	6.7～6.8 (7.0～7.7)	6.0～6.8 (n.a)	5.2～6.0 (5.2～6.0)
PCE デフレーター	1.7～1.8 (1.2～1.7)	1.6～2.0 (1.5～2.0)	1.6～2.0 (1.5～2.0)	1.8～2.0 (n.a)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.7～1.9 (1.7～2.0)	1.7～2.0 (1.6～2.0)	1.8～2.0 (1.6～2.0)	1.9～2.0 (n.a)	未集計
FFレート 誘導水準	0.25 (0.25)	0.25～0.5 (0.25～1.0)	0.25～1.75 (0.25～2.0)	0.75～3.5 (n.a)	3.75～4.5 (4.0～4.5)

(資料)FRB資料より作成

(注)メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。その他の数値は各年第4四半期の前年同期比

～3.8%（同：3.0～3.5%）と引き上げられている。また、失業率についても、現状の8%台が14年には6%台まで低下する見通しとなっており、改善方向に修正された。なお、成長率予想や失業率見通しが改善したものの、利上げ時期予想については、時間軸の強化と一致して、前回までの14年（19人中13人が14年と予想）から15年以降（19人中12人が15年、1人は16年と予想）に後ずれした。

住宅市場の活性化による雇用創出

ところで、新たな資産購入の対象が米国債ではなく、なぜMBSになったのだろうか。バーナンキ議長は、8月末の米ワイオミング州ジャクソンホールでの講演で、「住宅部門に改善の兆しが見えるものの、住宅活動は引き続き低水準にあり、景気循環の現段階で通常予想されるよりも回復への寄与度がかなり小さく、このことが経済成長を抑制する一因になっている」と指摘した。また、バーナンキ議長はFOMC後の会見で、「MBS購入は特に住宅ローン金利に対する下方圧力を増大させ、これにより住宅購入とローン借り換えを促進することで、住宅部門を支援する」と言明している。

一方、FRBは過去2度のQEで長期国債を09年3～10月に3,000億ドル、11年

11月～12年6月に9,000億ドルと合計1兆ドル近く購入し、それぞれの購入対象期間で長期金利が低下した。しかし、金利低下局面では、株式市場や原油・金等商品市場などへの投資は大きく促進されたものの、民間企業の設備投資や雇用創出につながる人的資源への投資に向かったのは少なかったように思われる。

そこで、今回の措置は、住宅市場が改善傾向を示すなか、住宅価格が前年比プラスに転じたこのタイミングで、MBS購入再開により住宅市場の回復に拍車をかけることを意図したものと言えるだろう。実際にファニーメイ保証の30年MBS利回りは、QE3発表後に0.38%ほど急低下しており、住宅ローン金利が今後さらに低下すると予想される（図表2）。

住宅投資は、建設資材や耐久消費財への需要など経済全体への波及効果が大きいことから米景気回復の押し上げに寄与すると考えられ、新規建設が増えれば雇用増加も期待される。しかも、住宅投資は、設備投資や外需などと比べ海外情勢の影響を受けることが少ないと考えられるため、欧州や中国経済の減速懸念が強い中で米国内の住宅部門を支援することは有効な政策と言えるだろう。

今回明らかになった改訂経済見通しなどを踏まえると、FRBはかなり長期にわたり超緩和的な姿勢を維持すると見られ、QE3は14年後半まで続き、ゼロ金利政策は15年前半まで維持されると予想する。なお、追加の資産購入は想定しないものの、12年末にツイストオペの期限が迫り、歳出削減と実質増税が同時に発動される「財政の崖」に対する懸念が強まれば、長期国債の追加購入が実施される可能性もあるだろう。（12.9.20現在）

