

Economic Monitor

Fed が出口戦略の準備的検討を開始

4月のFOMC議事録では出口戦略の準備的検討が明らかに。出口戦略は①ガイダンス変更→②再投資停止→利上げ→資産圧縮の過程を辿る可能性が高い。しかし異論も多く、未だ議論は未成熟。また、2~3名のタカ派が年内引き締め開始を主張したが、その後の講演などに基づくトーンダウンした見込み。来年半ばからの利上げを見込む当社予想に変更はなし。

出口戦略の基本的なステップ

4月26~27日開催のFOMCの議事要旨が5月18日に公開された。議事要旨では、FOMC参加者が将来の金融引き締めへ向けて出口戦略の準備的検討を開始したことが確認された。あくまでも準備的であり、4月26~27日の検討は「出口戦略が差し迫って必要なことを意味しない¹⁾」と断った上で開始されている。その前提の下で、参加者の多くが合意したのは引締め開始に向けたステップ及びその後の引締めが、以下の各段階を経て行われる点である。

- ① 正常化開始に向けたステートメントのガイダンス変更
- ② エージェンシー債償還資金の再投資停止
- ②' 国債償還資金の再投資停止
- ③ FF金利の引き上げ
(リバースレポやタームデポジットを補助的手段として活用)
- ④ 本格的な資産圧縮(5年程度かけてSOMA²⁾を国債のみに)

しかし、異を唱える意見も多く、引締めステップに関する議論が収斂しているわけではない。まず、資産売却(asset sales)にFF金利の引き上げを先行させる方が、将来の景気鈍化などに対応できる、つまりは利下げによる金融緩和が可能になるとの意見が大勢を占める模様だが、インフレ昂進リスクを防ぐ観点から資産売却を利上げに先行させるべき、もしくは同時に行うべきとの意見も少数だがある。

資産売却については、予め決定され、かつ公開されたパス³⁾に基づき行うことで、ほとんどの参加者が合意した。しかし、そのパスの調整については、多くの参加者(Many of those participants)が重大な経済見通しの変更に限るとする一方で、数名(Several other participants)はFF金利と同じように経済見通しの変化に対応して柔軟に行うべきと主張している。また、資産売却のスピードについては5年でSOMAを国債のみに戻すという漸進方式に対する支持が過半を占めるが、1~2年で戻すべきだとする急進的な意見も存在する。

FF金利の引き上げに際しては、昨年からテストを行っている準備預金圧縮手段である「リバース・レポ」や「ターム・デポジット」を補助的な手段として利用する点でFOMC参加者は概ね合意している。なお、利上げを行うに際し、そうした補助的手段で不十分であれば、資産売却も準備する必要があるとも述べら

¹ “[T]he Committee’s decision to discuss the appropriate strategy for normalizing the stance of policy at the current meeting did not mean that the move toward such normalization would necessarily begin soon.”

² 公開市場操作勘定 (System Open Market Account Holdings)。

³ “[O]n a largely predetermined and preannounced path”

れている。ややタカ派的にも読めるが、良く考えれば、金利政策を中心に考えれば当然であろう。

なお、金融政策の正常化に際しての長期フレームワークも今回議論が行われた。金利政策を、すぐに IOER (Interest Rate on Excess Reserves) と貸出レート (Discount Rate) のコリドー・システムに移行すべきとする意見がある一方で、現実論として当面は過剰流動性が残る下でコリドー・システムへの早期移行は現実的に意味がないとする意見もあった。

金融引き締めが近いわけではない

将来的な金融引き締めに際し、こうしたシミュレーション的な準備的検討を予め行っておくことは極めて重要である。しかし、今回の検討は、あくまでもブレイン・ストーミング段階に留まる。冒頭でも述べたように、出口戦略の各ステップの内容及びそのテンポは、あくまでも期が熟したときの FOMC において決定される事項である。従って、今回の議論をもって、金融引き締めの時期が大きく近づいたと解釈するのはナンセンスである。

そもそも、この議事要旨は 4 月 26~27 日段階のものである。(市場の反応を踏まえ若干のニュアンス微修正が議事要旨ではあったとしても) その後にバーナンキ議長の総括的な記者会見が行われ、また 4 月末から 5 月前半にかけて数多くの地区連銀総裁が講演やメディアに対する見解表明を行っており、事態は既に変化している。地区連銀総裁の講演等を踏まえると、寧ろ 4 月 FOMC の段階よりも早期金融引き締めを望む勢力はトーンダウンしたと判断できる。

議事要旨では、数名の参加者 (some participants) が金融緩和度合いの縮小に向けた準備を FOMC が早晩始める必要があるかも知れない⁴と述べている。しかし、あくまでも "some" に留まり "most" ではなく、FOMC 参加者の 大勢は緩和度合い縮小の議論開始の必要性を感じていない。また、そのうちの更に 2~3 名 (a few participants) が年内の金融引き締め⁵を主張した。しかし、年内金融引き締めを主張したタカ派からは既に脱落者が出た可能性がある。

2011 年に投票権を有するタカ派は 3 名で "a few" に概ね一致するが、4 月 FOMC 後の講演で明確に 2011 年内の金融引き締めを主張しているのは、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁に限られる。コチャラコタ総裁は 5 月 5 日⁶と 5 月 11 日の講演において「2011 年のコア PCE デフレーター 1.5% 予想が正しければ、金融緩和度合いの縮小が必要」と強調し、「緩和度合い縮小は効果に実績のある 50Bp の利上げによるべき」と主張した。対して、他のタカ派はダラス連銀のフィッシャー総裁が 5 月 4 日の講演⁷において自身のインフレ・ファイターぶりを強調したものの、金融引き締めの具体的なアクションやスケジュールを示すには至らず、またフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁も 5 月 12 日の講演⁸において、原油価格の上昇が止まりヘッドライン・インフレ率が低下しても「インフレリスクはアップサイド」とし「景気回復が続けば遠くない将来に金融政策は出口に向かう必要ある」と論じたものの、具体的なアクションまではやはり踏み込まなかった⁹。プ

⁴ "[S]ome participants expressed the view that in the context of increased inflation risks and roughly balanced risks to economic growth, the Committee would need to be prepared to begin taking steps toward less-accommodative policy."

⁵ "A few of these participants thought that economic conditions might warrant action to raise the federal funds rate target or to sell assets in the SOMA portfolio later this year"

⁶ ["Some Contingent Planning for Monetary Policy" Narayana Kocherlakota, May 5, 2011](#)

⁷ ["A Perspective on the U.S. Economy and Monetary Policy \(With Reference to the Music of Richard Wagner and Gangsta Rap\)" Richard W. Fisher, May 4, 2011](#)

⁸ ["A Perspective on the Economic Outlook" Charles I. Plosser, May 12, 2011](#)

⁹ 講演後の記者レクでは、「2011 年内緩和解除も (If that forecast is true, then I wouldn't be surprised if we have to take some

ロッサー総裁は講演後の記者会見で年内の緩和解除に言及しているためカウントするとしても、年内利上げ賛成派は僅か2人に限られるのである。

引き締め開始のアナウンスは2012年1月、利上げは年央と予想

今回の議事要旨では先行きの景気のリスクとして、商品価格上昇に伴う経済主体の購買力低下や欧州の財政問題、日本の大震災による供給制約、米国の財政再建、2011年1~3月期に生じた成長率低下の継続が指摘されている。金融引き締めステップを開始するためには、こうした様々なリスクの低下を見極める必要があるが、次回6月FOMC迄では正直言って難しいだろう。また、正常化開始のアナウンスはステートメントの変更のみならず、バーナンキ議長の記者会見を伴う方が政策意図を徹底させる上で好ましい。加えて、先般のバーナンキ議長記者会見に基づく、正常化開始のアナウンスから最初のオペレーションである再投資停止には少なくとも1回のFOMCを挟む可能性が高い。

以上を踏まえて予想される金融引き締めのステップは最速でも、「11月FOMCでアナウンス（バーナンキ議長が記者会見で詳細説明）→2012年1月償還再投資停止→2012年前半の利上げ開始」となる。但し、これはあくまでも最速である。景気特に雇用動向の見極めが必要なことを踏まえると、実際のステップは更に後倒しとなり「2012年1月のアナウンス→4月償還再投資停止→2012年半ばから夏にかけての利上げ開始」になる可能性が高いと当社では考えている。これは、当社の従来予想から大きく変わらない。

action before the end of this year)」と述べているが、講演に明記しなかった点でトーンダウンは否めない。