

1 月の FOMC 議事要旨が示したポイント

時間軸文言と SEP の相違は、FOMC 参加者全体に比べ投票権者がハト派寄りであることを示唆。そのハト派寄りの投票権者をもってしても、追加資産購入が早期に行われる可能性は低い。

1 月 24 ~ 25 日に開催された FOMC の議事要旨 (Minutes) が 2 月 15 日に公開された。最初から話の腰を折るようで申し訳ないが、想定していたほどに、今回の議事要旨は目新しいポイントが多くはない。「長期目標及び政策方針 (longer-run goals and monetary policy strategy)」の決定や時間軸文言の 2014 年後半への長期化 (likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through late 2014)、追加資産購入などについて、相当に突っ込んだ議論が交わされているかと思っただ、淡々とした記載に留まる。その上で、今回の議事要旨の主たるポイントを挙げれば、以下の 3 つである。

QE3 への距離感

FOMC 参加者 (Participants) と投票権者 (Members) のパワーバランスの相違

先行きの米国経済に関するビューの多様さ

QE3 への距離感

順番に見ていこう。

メディア報道にもある通り、当面の金融政策を考える上での最大のポイントは、QE3 に関する議論が想定よりも限られ、資産購入による追加緩和の可能性が現時点では高くないと考えられる点である。

議事要旨によると、FOMC 投票権者のうち「2 ~ 3 名 (A few members)」が「現時点の経済情勢及び見通し (高失業率や 2% を下回るインフレ率) は追加資産購入の近い将来 (before long) における実施を担保しうる」と述べ、追加緩和の実施を主張したものの、おそらく多数を占める「他の投票権者 (Other members)」は「経済とインフレの状況次第では追加資産購入が必要になる」と常識的な見解を確認するにとどまった。なお、反対票を投じたラッカー総裁と推測される「1 名 (one member)」は現状の緩和度合い維持それ自体が不適切として、追加緩和には明確に反対している。

A few members observed that, in their judgment, current and prospective economic conditions--including elevated unemployment and inflation at or below the Committee's objective--could warrant the initiation of additional securities purchases before long.

Other members indicated that such policy action could become necessary if the economy lost momentum or if inflation seemed likely to remain below its mandate-consistent rate of 2 percent over the medium run.

In contrast, one member judged that maintaining the current degree of policy accommodation beyond the near term would likely be inappropriate; that member anticipated that a preemptive tightening of monetary policy would be necessary before the end of 2014 to keep inflation close to 2 percent.

バーナンキ議長が FOMC 後の記者会見において「追加緩和が明らかに検討されている選択肢である」と

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

述べていた点や、ダドリーNY 連銀総裁やウィリアム SF 連銀総裁の MBS 購入への前向き発言から、1 月の FOMC では追加緩和の具体的な条件や買入資産の種別（国債か MBS か）などまで突っ込んだ議論が為されている可能性があると考えられていたが、結局のところ肩透かしに終わった。

FOMC 参加者 (Participants) と投票権者 (Members) のパワーバランスの相違

1 月 FOMC において、従来の「少なくとも 2013 年半ばまで」から「少なくとも 2014 年後半まで」に延長された時間軸文言を巡っては、経済見通し (SEP: The Summary of Economic Projection) との不整合を指摘する見解が多く見られた。すなわち、2014 年末の FF 金利予想を 0.25% とする FOMC 参加者が 6 名にとどまり、他の 11 名が少なくとも 2014 年末までに 1 回の利上げを予想しているにも関わらず、時間軸文言で「少なくとも 2014 年後半まで、FF 金利を異例な低水準に維持することが正当化される可能性が高い (likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through late 2014)」と述べるのはおかしいとの見方である。

これについての、一つの有力な解釈は「異例な低水準 (exceptionally low levels)」を 0.25% ではなく 1% 以下とするものであった。確かに、議事要旨と同時に公開された SEP の詳細版では、1% を金利水準判断の一つの目安とする記載 (11 participants placed the target federal funds rate at 1 percent or lower at the end of 2014) がみられる¹。

ただ、当社は寧ろ、FOMC 参加者の見解を示す SEP と、実際に 2012 年に政策決定を下す FOMC 投票権者の認識の相違にこそ原因があると考え。時間軸文言のあり方を巡っては、今回の議事要旨でも多様な意見の表明や対立がみられるが、その中で数名の参加者 (several other participants) が「SEP における FF 金利に関する情報は FOMC における投票権者の正式の決定に代わるものではない」と指摘している。

[S]everal other participants emphasized that the information regarding the federal funds rate in the SEP could not substitute for a formal decision of the members of the FOMC.

この見解はある意味で当たり前である。両者が一致するものであれば、FOMC の決定が不要となるか、FOMC を参加者全員による投票で決める必要あると言える。従って、SEP と時間軸文言の不整合を指摘すること自体がナンセンスとなる。あえて、SEP と時間軸文言の整合性を考えれば、FOMC 投票権者の FF 金利の先行き予想分布は、SEP が示す FOMC 参加者全体の分布よりも下方に (0.25% に近い方に) 偏っているのだろう。

先行きの米国経済に関するビューの多様さ

先行きの米国経済について過度に強気な見解は見られず、ほとんどの投票権者はステートメントが示したように米国経済の先行きを極めて慎重にみている。但し、デュアルマンドेटである雇用やインフレについては、引き続き認識の相違が大きい。まず、依然として極めて多数に及ぶ長期失業者については、その主因を需要不足に求める立場と、ミスマッチに求める立場が依然として対立している。また、足元の失業率低下についても、雇用情勢の改善による部分よりも、労働力率の低下に伴う部分が大きいと判断する見解が掲載されている。インフレについては、先行きの低下もしくはインフレ率目標 2% を下回り続けるリスクを強調するハト派と、インフレ率の先行き上昇リスクを指摘するタカ派の認識対立が引き続きみられる。こうした路線対立は、金融政策の先行きを予想する立場からはあまり嬉しいものではないが、議論の

¹ 0.25% 予想が 6 名、0.50% が 2 名、0.75% が 1 名、1.00% が 2 名で計 11 名となる。

健全性を担保し、金融政策の失敗を避ける観点からは極めて重要と言えるだろう。

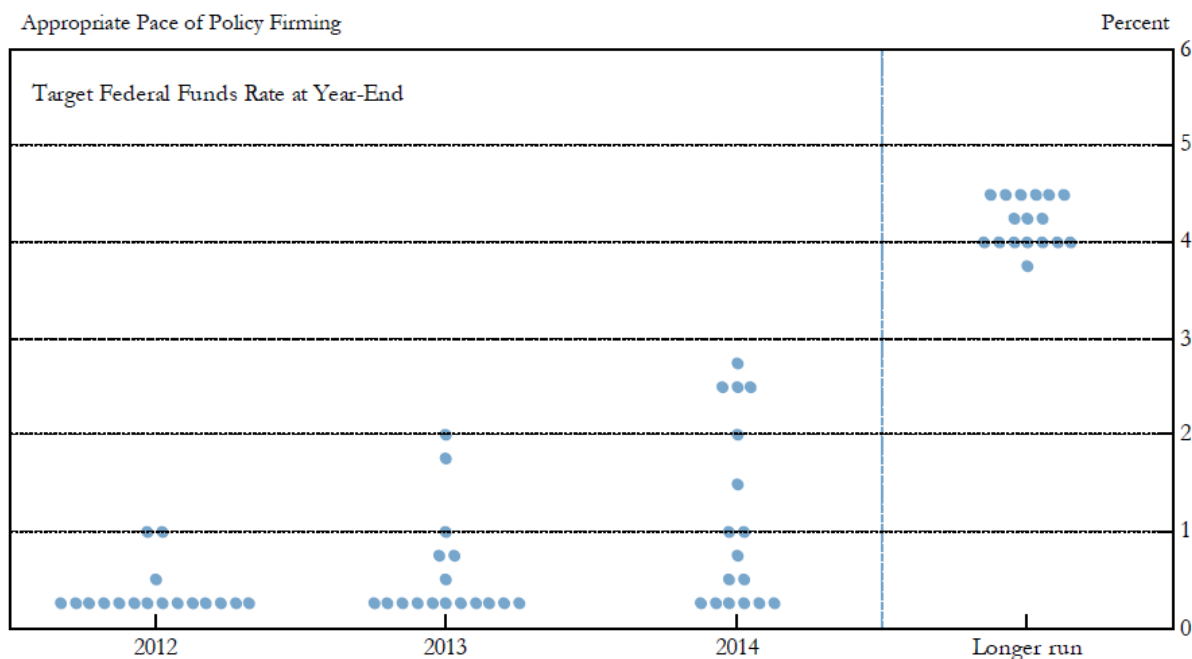
タルー口理事の躊躇

主たる論点ではないが、「長期目標及び政策方針 (longer-run goals and monetary policy strategy)」の決定に際して、一つサプライズがあった。タルー口理事がその有用性に疑問を示して投票を棄権したことである。有用性を疑問視する具体的な理由は不明だが、バーナンキ議長に近いと考えられるワシントンの理事が、反対ではないとは言え、支持を見送ったのは驚きと言えるだろう。

FOMC は当面様子見

1 月の FOMC ステートメント、バーナンキ議長の記者会見、そして今回公表された議事要旨を総合すれば、2012 年の FOMC 投票権者は明らかにハト派に偏っているものの、そのハト派が中心の FOMC 投票権者をもってしても追加的な資産購入は未だ時期尚早と考えられていることが判明した。米国の経済指標は、2 月に入って公表されたものも、雇用関連（雇用統計、失業保険申請件数など）や企業関連（ISM 指数、鉱工業生産、NY 連銀指数など）を中心に概ね好調を維持している。そのため、1 月時点の FOMC よりも、Fed が更なる資産購入による追加緩和を検討するまでには、更に距離が開いたとも判断できよう。

FOMC参加者が考える適切なFF金利の各年末及び長期水準 (%)



(出所) Fed