

6 月 FOMC プレビュー

6 月 1 週目までの FOMC 投票権者のコンセンサスは現状維持。経済・物価情勢は保険的な追加緩和を促すも、決め手を欠く。欧州債務問題の悪化なかりせば、追加緩和の可能性は 35%。しかし、欧州債務問題が悪化すれば、ツイスト延長などによる追加緩和がメインシナリオに。なお、理事 2 名の新任により 6 月 FOMC は久方ぶりのフルメンバー。但し、デューク理事が早晚退任する可能性あり。

6 月 FOMC は、久方ぶりにフルメンバーによって開催される予定である。詳細は後述するが、4 月 FOMC 時点では 5 名であった理事に、新任 2 名が加わり、6 月 FOMC では定員通りの 7 名となり、地区連銀総裁 12 名を含めた計 19 名により金融政策が討議される。また、FOMC の票決は、理事 7 名と輪番で投票権を有する地区連銀総裁 5 名の計 12 名により行われる（バーナンキ FRB 議長とイエレン FRB 副議長は理事の内数である）。

FOMC 投票権者の見解

6 月 FOMC を占うために、まずは最近の投票権者の見解を振り返ろう。6 月 FOMC で投票権を有する 12 名のうち、5 月雇用統計後に、バーナンキ議長とイエレン副議長、クリーブランド連銀ピアナルト総裁、サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁、アトランタ連銀ロックハート総裁の 5 名が講演などにより意見を表明している（詳細は巻末の表を参照）。5 名の中では、イエレン副議長が追加緩和を仄めかす発言を行い、追加緩和に対して前向きと考えられる。しかし、バーナンキ議長を含め、残りの 4 名は 5 月雇用統計への失望を示し、追加緩和が必要になる可能性を示唆はしたものの、その時点では現状の金融政策維持が適当とのスタンスを確認するにとどまった。現状維持の支持を表明した 4 名の中には、ハト派のサンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁も含まれている。

発言内容を詳細に見ると、講演を行った 5 名の中で、最も追加緩和に傾斜した発言を行ったのは、前述の

FOMCの投票権者

	2011年10名	2012年12名	スタンス
理 事	バーナンキ議長	バーナンキ議長	中間派
	イエレン副議長	イエレン副議長	ハト派
	デューク理事	デューク理事	バーナンキ議長追随
	タルーロ理事	タルーロ理事	バーナンキ議長追随
	ラスキン理事	ラスキン理事	バーナンキ議長追随
	ウォーシュ理事3月退任	パウエル理事(2012/5/25就任)	新任 スタンスは不明
	欠員	スタイン理事(2012/5/30就任)	新任 スタンスは不明
地 区 連 銀 総 裁	ダドリーNY連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁	ハト派,FOMC副議長
	エバンス・シカゴ連銀総裁	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	中間派
	フィッシャー・ダラス連銀総裁	ロックハート・アトランタ連銀総裁	中間派
	プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	ハト派
	コチャコタ・ミネアポリス連銀総裁	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	タカ派

（資料）Federal Reserve Board 資料等より伊藤忠経済研究所作成。

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。見直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。

とおりイエレン FRB 副議長であり、「保険的な追加緩和」の実施にも言及している。次に、追加緩和に対して前向きなスタンスを示したのは、中間派に位置するロックハート総裁であり、下振れした 5 月の雇用統計を受けて、米国経済が昨年や一昨年と同様の景気失速に至るリスクを強調し、追加緩和が正当化される可能性を認めている。また、ロックハート総裁は、欧州発の金融危機という非常事態に対して、Fed が行動する用意があることにも、あえて言及している。

一方、議長としての立場もあり、金融政策について最も無味乾燥な発言を行ったのは、バーナンキ議長である。6 月 7 日の議会証言においては、財政問題に大部分の時間を割く一方で、5 月雇用統計については従来の見解¹を再び示すにとどめ、金融政策に至っては 4 月の FOMC 後のステートメントの文言を繰り返したのみであった。

FOMC 投票権者を総体として考えた場合には、イエレン副議長などが 足元の経済情勢に対する警戒感の強まりや 景気減速及び金融危機に対する金融政策面での備えを強調する一方で、発言が最も注目されるバーナンキ議長は金融市場の期待が過度に高まることを避けるべく重石としての役割を担ったと評価できる。

金融緩和のコストとベネフィット

次に経済情勢等を確認する。まず、5 月 25 日までの情報収集に基づき 6 月 6 日に公表されたページブック（地区連銀経済報告）では景気判断が、前回からほぼ据え置かれた。ページブックの総括判断は、4 月の「穏やかもしくは緩やかなペースでの拡大（expand at a modest to moderate pace）」が、6 月には「緩やかなペースでの拡大（expanded at a moderate pace）」へ修正され、一見、上方修正のように読める。しかし、各地区連銀の判断を見ると“moderate”の判断が 6 地区から 7 地区へ増加したものの、“modest”の判断も 2 地区から 3 地区へ増加している。また、4 月は残り 4 地区がアップサイドの評価だったが、6 月は 1 地区がアップサイド、1 地区はダウンサイドへ改められている。そのため、ページブックを上方修正とは評価すべきでないだろう（読みようによっては若干の下方修正とも言える）。

ページブックの対象期間である 5 月 25 日以降の主要な動きについては、まず 6 月 1 日に公表された 5 月の雇用統計はページブックより弱めではあるが、上述の FOMC 投票権者の発言が示すように、それのみでは金融政策の変更を促すだけの“Substantial”な変化ではなかったと言える。ただし、今週 13 日に発表された 5 月の小売売上高が低迷し、週次の失業保険申請件数が高めの水準で推移するなど、支出面を含めて景気減速の動きが更に広がる気配が窺われる。従って、ページブックの時点よりも、追加緩和を促す方向に、景気情勢は幾分変化したと判断される。

また、エネルギー価格の下落に加えて、賃金上昇率の低下もありインフレ圧力は鈍化している。インフレ率の低下は、現状、FOMC メンバーの主たる関心ではなく、追加緩和の決め手になるとは考えにくい。しかし、追加緩和によってインフレが再加速するリスクの後退は、追加緩和のコストが低下していることを意味する。特にタカ派の反対を和らげることになる。

では、追加緩和のベネフィットはどうか。Fed による追加緩和は、市場関係者のコンフィデンスを高め、金融市場においては有形・無形のかたちで恩恵をもたらすと考えられる。債券・金利市場だけではなく、株式市場にも影響は波及するだろう。但し、現在の金融市場情勢を考えると、追加緩和によって目に見え

¹ 1～3 月期の好天の反動や季節調整の問題、1～2 月の増加が金融危機後の企業の雇用抑制の反動に過ぎなかった点などを指摘。

るかたちでの金利低下が生じるとは見込み難い。世界的なリスクオフの動きにより、米国の長期金利が既に極めて低水準にあるためである。米 10 年債利回りは 4 月末の 1.9% 程度が、足元では 1.6% 近傍まで低下した。米国債に対する需要が極めて強い下で、更に需給をタイト化させるような政策は、効果を発揮しにくい。

欧州債務問題次第で、追加緩和がメインシナリオに

経済・物価情勢及び金融市場の動向、FOMC 関係者の発言などを踏まえ、欧州債務問題に対する懸念が加速しないとの前提において、当社は 6 月 FOMC において追加緩和が行われる可能性を 35%、行われない可能性を 65% と判断する。追加緩和期待を保持しつつの現状維持がメインシナリオ、追加緩和がリスクシナリオである。しかし、欧州債務問題は予断を許さない。週末にユーロ離脱を左右するギリシャの再選挙を控え、スペインなど他のユーロ圏諸国情勢の動きも不透明である。そのため、週末の政治情勢及び週明けの金融市場動向次第では、上述したリスクシナリオがメインシナリオにとって替わる。すなわち、欧州債務問題が悪化すれば、追加金融緩和がメインシナリオとなる。

欧州債務問題の悪化を前提としない場合でも、5 月雇用統計の公表時点では追加緩和の可能性を 25% 程度と判断しており、最近 2 週間で追加緩和の可能性は高まった。足元の経済情勢はイエレン副総裁の言う「保険的な追加緩和」を正当化する領域に入りつつある。但し、FOMC までに欧州債務問題の悪化がなかりせば、金融危機の再来に備えたオプションを確保するために、追加緩和自体は見送ると予想する。ただ、その場合には、同時に、ステートメントで慎重な景気認識を示すことにより、市場の緩和期待の保持を図る可能性が高いだろう。バーナンキ議長も記者会見において、経済状態やリスクの状況によっては追加緩和がありうることを強調、市場の過度の失望を回避すると予想される。なお、6 月 FOMC では SEP (The Summary of Economic Projection) も同時に示される。投票権者以外で慎重な景気判断を示す FOMC 参加者が存在すること、かつ 4 月 FOMC 後に発表された 1~3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.9% (1 次推計値の 2.2% から下方修正) にとどまり多くの FOMC 参加者の 4 月 SEP 想定を下回ったと推測されること、などを考慮すれば、SEP の GDP 成長率見通しは下方修正される可能性が高い。なお、失業率は据え置きが見込まれるが、エネルギー価格の下落等を受けて PCE デフレーター見通しは下方修正を予想する。

想定される追加緩和策はツイスト延長と時間軸の強化

一方、当社がリスクシナリオ (欧州債務問題が悪化した場合にはメインシナリオ) において想定する追加緩和策は「SEP 見通し悪化に対応した時間軸長期化」や「オペレーション・ツイストの規模縮小による延長²」である。現時点で Fed は、追加の金利低下効果を発揮しにくい資産購入オペレーションによる緩和を回避したいと考えているだろう。とは言え、オペレーション・ツイストを予定通り 6 月末で終了するのは、あまりにもタイミングが悪い。緩和効果は債券購入のフローではなく保有債券残高に依存し、オペレーション・ツイストの終了は金融緩和姿勢の後退を意味しない、という Stock View を Fed がいくら説明しても、市場は納得せず、Fed が米国経済を悪くいえば見捨てたと判断する可能性が高い。そのため、バランスシートの拡大に繋がらない点で QE3 より負担が軽いオペレーション・ツイストの限定的な延長は選択肢となりえる。また、上述のように SEP 見通しは下方修正の可能性が高く、それに対応しての時間軸

² 昨年 9 月に導入したオペレーション・ツイストは、2012 年 6 月までに 4,000 億ドルの保有米国債の残存期間の長期化を図るものであった。当社がリスクシナリオで想定するのは、規模を縮小しての追加入れ替えと、それに伴う買入期間の限定延長である。

長期化もリーズナブルな選択肢となる。二つの合わせ技（もしくは片方のみの実施）によって、市場の期待を繋ぎつつ、QE3などの大型対策を金融危機勃発のリスクに備えて温存するのではないだろうか。

補足: Fedの金融政策決定の仕組み

冒頭で指摘したように、6月FOMCは久々のフルメンバーとなる。良い機会であるため、Fed³の金融政策における最高意思決定機関であるFOMCについて若干補足したい。米国の中央銀行制度はFRS（連邦準備制度、The Federal Reserve System）であるが、FRSではなく、通常はFedと呼称される⁴。

Fed（FRS）はワシントンのFRB（連邦準備制度理事会、Board of Governors of the Federal Reserve System）と各地区の連邦準備銀行（Federal Reserve Bank、こちらも略称はFRB。なお、総称はFederal Reserve District Banks）により構成される。狭義の中央銀行としてFRBを指す場合もあるが、米国の中央銀行は正しくはFed（FRS）である。

金融政策の決定に関わる決定権を有するのもFRBではなく、FOMC（連邦公開市場委員会、Federal Open Market Committee）である。FOMCは、FRBの理事（Governor、理事には議長と副議長が含まれる）7名と12名の地区連銀総裁（President）から構成され、定員は19名と定められている。但し、ここで注意すべきは19名全員が、投票権を有するわけではない点である。大統領の指名と上院の承認を経て就任するFRB理事7名はFOMCにおいて常に投票権を保持するが、地区連銀総裁は輪番により5名しか投票権を有さない。5名のうち1名はNY連銀総裁で固定されているため、NY連銀を除いた11名の地区連銀総裁が、4つの投票権を輪番により担う（投票権の輪番は、4つのグループに分かれている⁵）。

こうした地区連銀総裁の全員ではなく、一部が投票権を有するという仕組みにより、金融政策におけるワシントンすなわちFRBの主導的な地位が確保されている。地区連銀総裁の投票権5名を、理事7名が人数で上回るため、たとえ理事と地区連銀総裁の意見が全く異なっても、最終的に、FRBは自らの方針を多数決によりFOMCの決定とすることが可能である。また、地区連銀総裁のうち、FOMCにおいて副議長（FRBの副議長ではない）を務めるNY連銀総裁は、現実にはFRBに極めて近いと見なせる。従って、ワシントン及びNYの執行部が8名を占め、たとえ残り4名の地区連銀総裁が皆反対に回っても、FRBの主導により金融政策を決定・運営を決定することができるとも言える。

しかし、欠席の場合に、他の地区連銀総裁が代替メンバーとして投票権を行使する地区連銀総裁の投票権とは異なり、FRB理事は空席や欠席（電話やテレビ会議等での出席はありうる）であれば、投票権が単純に失われてしまう。そのため、FRB理事の空席は、金融政策運営において極めて重要な問題を孕んでいる。たとえば、2011年8月FOMCの「時間軸強化」に対してはタカ派の地区連銀総裁3名が反対に回ったが、FRB理事は2名が空席であったため、賛成は7名にとどまった（理事5名＋地区連銀総裁2名）。7対3の意思決定は薄氷を踏むほどではないが、危なっかしい意思決定と言える。もし理事の欠員がなく、かつ賛成に回っていれば、賛成9名vs反対3名であり、意思決定の安定感は大きく高まっていた。

³ 正確にはThe Federal Reserve Systemであるが、米国の慣習ではFedと略される。なお、FedはFRB（Board of Governors of the Federal Reserve System）と12の地区連銀（FRB：Federal Reserve Bank）から構成される。

⁴ FRSの詳細はFRBのHP（<http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>）などを参照。

⁵ 2地区連銀のグループが一つ、3地区連銀のグループが三つであり、平等ではない。

新理事の略歴

パウエル理事 (Jerome H. Powell)

2012年5月25日就任。任期は2014年1月31日迄（再任可）。1953年生。就任前はBipartisan Policy Centerの客員研究員。1997年から2005年まで、投資会社であるカーライルグループのパートナーであり、ブッシュ政権下で財務次官を務めていた。

スタイン理事 (Dr. Jeremy C. Stein)

2012年5月30日就任。任期は2018年1月31日迄（再任可）。1960年生。就任前は、ハーバード大経済学教授。2009年2月から7月には、オバマ政権のアドバイザーも務めた。

（資料）FRB資料及び各種報道より伊藤忠経済研究所作成

5月の上院の承認を受けて、5月下旬にパウエル理事とスタイン理事の2名が新たに就任し、FRB理事は定員の7名となった。FOMCの欠員も自動的になくなり、FOMCの政策決定は6月から12名の投票権者によって決定される。新任FRB理事2名の金融政策に対するスタンスは、情報が少なく、明らかではないものの、この就任により、ワシントン側のリーダーシップが大きく強化されることは確かである。こうしたリーダーシップの強化は、難しい舵取りを迫られるバーナンキ議長にとって、喜ばしい事態だろう。但し、早晚、理事が、再び1名欠ける可能性がある。バーナンキFRB議長を除けば、最古参の理事であるデューク理事の任期が既に満了しているためである。

デューク理事は2008年8月5日に就任しており、バーナンキ議長を除けば、唯一人のブッシュ前大統領が指名した理事である⁶。理事の任期は、政治からの独立性を確保するために本来14年と極めて長期であるが、前任者の任期を引き継ぐため、デューク理事の任期は2012年1月31日で既に満了している。デューク理事の意思か、オバマ大統領の意思かは不明だが、再任はされていない。デューク理事は、後任が就任するまで現職にとどまる意向を任期切れの1月時点で示し（規則上とどまることが可能⁷）、本稿の執筆時点も理事にとどまっている。デューク理事が任期満了後も理事職にとどまったのは、上述したFOMCの意思決定に配慮しての可能性が高い。デューク理事が退任し、理事が4名となれば、地区連銀総裁5名と単純な計算では人数が逆転してしまっていた。しかし、今回2名が就任し、デューク理事が欠けてもFOMCの意思決定に支障は生じなくなった。そのため、後任理事が就任する前に、デューク理事が退任へ踏み切る可能性がある。そうなれば、また一人の欠員が生じる。オバマ大統領や民主党としては、大統領選挙前に新たな理事を選任するのが望ましいが、スケジュール的に難しいかも知れない。その場合、FOMCメンバーは18名に、投票権者は11名へ再び減少する。

⁶ バーナンキ議長は2006年2月1日に理事及び議長に就任。

⁷ 最近の例では、コーンFRB副議長（当時）が2010年に任期満了後も副議長職にとどまった例がある。

FOMC投票権者の最近の発言

	5月雇用統計の評価	現在の金融政策に対する評価
Pianalto WSJ May 31- June 1	Clearly I'm disappointed in today's numbers (Labor Report for May). This number itself isn't likely to lead to a substantially change in my outlook.	Right now I feel that our accommodative monetary policy is appropriate given my outlook. Consequently it(Labor Report for May) would not lead me at this time, given what I know about my outlook, to have me change my position on policy.
Williams June 6	I'm sure you noticed the disappointing employment report for May. In thinking about where the economy is headed, we should focus on underlying trends and not get caught up in short-term gyrations. In that regard, the underlying trend in job growth is probably closer to the 150,000 monthly job gain number that we've seen over the past year than to the recent weaker data.	[I]t 's crucial that we maintain our current highly stimulatory monetary policy stance. If the outlook for growth worsens to the point that we no longer expect to make sustained progress on bringing the unemployment rate down to levels consistent with our dual mandate, or if the medium-term outlook for inflation falls significantly below our 2 percent target, then additional monetary accommodation would be warranted. In such circumstances, an effective tool would be further purchases of longer-maturity securities, potentially including agency mortgage-backed securities.
Lockhart June 6	The May employment report, combined with downward revisions to the March and April jobs statistics, was clearly a disappointment. There remains some question about the degree of weather-related payback from the robust job growth earlier in the year. Losses in construction jobs, for example, were unexpectedly large in May. But it is nearly impossible to escape the conclusion that we are replaying in some manner the spring-summer slowdowns of the past two years. The economy remains in recovery but, as the disappointing employment numbers illustrate, the economy is working against some strong headwinds.	I view this policy stance as appropriate for the outlook I depicted. However, as the employment report of last Friday illustrates, there continues to be a halting and tenuous character to the recovery. Should it become clear that something resembling my baseline scenario of continued, though modest, growth is no longer realistic, further monetary actions to support the recovery will certainly need to be considered. In addition, the situation we face requires that the FOMC maintain a state of readiness to respond to financial or economic instability should the need arise. I am confident that the committee retains the capacity to act and the tools to promote stability.
Yellen June 6	The deceleration of payroll employment from the first to the second quarter was probably exacerbated by some combination of seasonal adjustment difficulties and an unusually mild winter that likely boosted employment growth earlier in the year. Payback for that earlier strength probably accounts for some of the weakness we've seen recently. Smoothing through these fluctuations, the average pace of job creation for the year to date, as well as recent unemployment benefit claims data and other indicators, appear to be consistent with an economy expanding at only a moderate rate, close to its potential.	If the Committee were to judge that the recovery is unlikely to proceed at a satisfactory pace (for example, that the forecast entails little or no improvement in the labor market over the next few years), or that the downside risks to the outlook had become sufficiently great, or that inflation appeared to be in danger of declining notably below its 2 percent objective, I am convinced that scope remains for the FOMC to provide further policy accommodation either through its forward guidance or through additional balance-sheet actions. [I]t may well be appropriate to insure against adverse shocks that could push the economy into territory where a self-reinforcing downward spiral of economic weakness would be difficult to arrest.
Bernanke June 7	This apparent slowing in the labor market may have been exaggerated by issues related to seasonal adjustment and the unusually warm weather this past winter. But it may also be the case that the larger gains seen late last year and early this year were associated with some catch-up in hiring on the part of employers who had pared their workforces aggressively during and just after the recession.	The Committee reviews the size and composition of its securities holdings regularly and is prepared to adjust those holdings as appropriate to promote a stronger economic recovery in a context of price stability.

(出所)FRB,地区連銀,WSJ