

12月と2013年のFOMCプレビュー

2012年最後となる12月FOMCではオペレーション・ツイストの資産買入による代替が決定される見込み。買い入れ額は850億ドル(MBS400億ドル+国債450億ドル)がメインシナリオだが、減額の可能性も残る。フォワード・ガイダンスへの数値基準導入については、12月FOMCでは見送られるものの、賛同者が投票権を得る2013年には実施が見込まれる。現在のFOMC関係者発言に基づけば、現在の「少なくとも2015年半ばまで」という特定期日基準に替えて、低金利解除に向けた閾値として「失業率6.5%」が導入される可能性が高いと考えられる。

12月FOMCの焦点は二つ

12月11～12日に2012年最後となるFOMCが開催される。今回のFOMCにおける焦点は二つ存在する。一つは、年末で終了するオペレーション・ツイストへの対応であり、もう一つはフォワード・ガイダンスへの数値基準導入である。

オペレーション・ツイストは資産買入により代替される見込み

2012年末で終了するオペレーション・ツイストについては、資産買入により代替すべしとの見解が、2012年の投票権者においては優勢と判断される。オペレーション・ツイストによる現在450億ドルの国債買入を資産買入によってそのまま代替すべきとの見解を明確に表明しているのは、サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁ⁱに限られる。しかし、アトランタ連銀のロックハート総裁ⁱⁱも「バランスシートを積極的に利用した金融政策が引き続き適切であり経済情勢から正当化される」と述べているほか、スタイン理事ⁱⁱⁱやダドリーNY連銀総裁^{iv}も9月に導入したオープンエンドの資産買入を積極的に評価しており、オペレーション・ツイストによる代替に賛意を示すと考えられる。また筋金入りのハト派であるイエレン副議長も反対はしないだろう。逆に言えば、反対の意思を明確に示しているのは「インフレ目標を危険にさらすことなしに、継続的に債券を追加購入することはできない」と指摘するリッチモンド連銀のラッカー総裁^vに限られる。

スタイン理事以外のFRB理事はスタンスを表明していないが^{vi}、バーナンキFRB議長が賛成すれば同調する可能性が高いと考えられる。キーマンとなるバーナンキ議長はスタンスを明確としていないが、米国経済については慎重な見解を繰り返し示し、「物価安定の下での力強い経済成長を達成するために、Fedは緩和的な金融政策運営により役割を果たす」と最新の講演^{vii}でも述べている。バーナンキ議長が、オペレーション・ツイストを資産買入で代替させる方策を講じる可能性は極めて高い。

代替額は450億ドルがメインシナリオだが減額の可能性も

オペレーション・ツイストの代替として買い入れるべき国債の金額については、やや不透明だが、現在の買入額450億ドルと同額が一応メインシナリオとなる。FOMC投票権者で規模を明示しているのは上述のウィリアムズ総裁に限られるが、ボストン連銀のローゼングレン総裁^{viii}も現在と同じ850億ドル(MBS400億ドル+代替分400億ドル)の買い入れを支持している。但し、オペレーション・ツイストとは異なり、資産買入はバランスシートの拡大を伴い緩和効果が相対的に高いと考えられるため、購入額を減らすべきとの議論も当然に存在する。セントルイス連銀のブラード総裁^{ix}は、緩和効果の違いに配慮

し、オペレーション・ツイスト代替分の資産買入額を 250 億ドルにとどめることを提案している(MBS400 億ドル+代替分 250 億ドル=650 億ドル)。ブラード総裁の提案は(金額の是非はともかく)論理的であるため、資産買入額が多少減額される可能性も否定はできない。なお、ローゼングレン総裁とブラード総裁は、共に 2013 年にFOMC投票権者となる予定である。

フォワード・ガイダンスへの数値基準導入は見解が分かれる

もう一つの焦点である、フォワード・ガイダンスへの数値基準導入に関しては、未だ見解が大きく分かれている。これは、現在「少なくとも 2015 年半ばまで」と具体的な日付により表記されている低金利維持期間(利上げ時期)のフォワード・ガイダンス(時間軸)を、経済データによる数値基準により置き換えるべきか否かの議論である。10 月のFOMC議事要旨^xが明らかとしたように、FOMC参加者の間には特定期日の利用に替えて、経済データを用いることが金融政策上好ましい点については一般的な合意がある(Participants generally favored...)。しかし、ガイダンスとして特定の経済データの「数値」を用いることが適切か否かについては、見解が収斂していない。

12 月 FOMC での数値基準導入は可能性が低い

2012 年のFOMC投票権者で数値基準の導入に賛成しているのは、イエレン副議長とロックハート総裁の二名である。イエレン総裁^{xi}は「数値基準を示すことで、経済見通しの変化に対応して、利上げ時期に対する市場や国民の期待が速やかに修正され、経済の自動安定化装置としての役割が期待できる」と講演で述べ、明確な支持を表明している。ロックハート総裁^{xii}も、記者からの質問に対する回答という受動的な発言ではあるが、イエレン副議長の見解に同調している。但し、二人とも具体的な数値基準には言及していない。一方、ハト派の中でも、ウィリアムズ総裁は金融政策の柔軟性低下を懸念し、数値基準導入の是非に対する態度を保留している。また、タカ派であるラッカー総裁も数値基準の導入に対して、明確に反対している。数値基準の導入に際しては、金融政策の柔軟性との関係など、未だ議論すべき論点が多々あるため、来週のFOMCにおいて数値基準の導入が決定される可能性は低いと判断される。

2013 年に風向きは変わる

但し、2013 年になると、議論の風向きは変わるかも知れない。2013 年の投票権者ではシカゴ連銀のエバンズ総裁^{xiii}とローゼングレン総裁^{xiv}が、具体的な数値を明示した上で数値基準の導入を提案しており、ブラード総裁^{xv}も「金融政策にとってインフレ率と失業率の 2 変数だけが重要との印象を与えないように留意」するとの条件付きで数値基準導入に前向きな見解に最近転じた。その結果、常に投票権を有するイエレン副議長を含めて 4 名、つまり投票権者の 3 分の 1 が数値基準に賛成することになる。なお、2013 年にFOMCで投票権は有しないが、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁^{xvi}も採用すべき数値基準を提案してい

FOMCの投票権者

	2012年12名	2013年12名
理事	バーナンキ議長	バーナンキ議長
	イエレン副議長	イエレン副議長
	デューク理事	デューク理事
	タルーロ理事	タルーロ理事
	ラスキン理事	ラスキン理事
	パウエル理事(2012/5/25就任)	パウエル理事
	スタイン理事(2012/5/30就任)	スタイン理事
地区連銀総裁	ダドリー-NY連銀総裁	ダドリー-NY連銀総裁
	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	エバンズ・シカゴ連銀総裁(ハト派)
	ロックハート・アトランタ連銀総裁	ボストン連銀ローゼングレン総裁(ハト派)
	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	セントルイス連銀ブラード総裁(タカ派寄り)
	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	カンザスシティ連銀ジョージ総裁(タカ派)

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

る。

2013年FOMCのスケジュール

2013/01/29-30

2013/03/19-20 SEP, 記者会見

2013/04/30-05/01

2012/06/18-19 SEP, 記者会見

2012/07/30-31

2012/09/17-18 SEP, 記者会見

2012/10/29-30

2012/12/17-18 SEP, 記者会見

FOMCは年8回。

(出所) FRB

数値基準は失業率 6.5%か？

2013 年の FOMC において、数値基準導入が決定される可能性は高まりつつあると判断されるが、具体的な数値水準はどうなるのか。数値基準を明示している関係者でも見解は微妙に異なり、エバンズ総裁が「インフレが 2.5% を上回らない限り、失業率が 6.5% に低下するまで低金利を継続」、ローゼングレン総裁は「失業率が 7.25% を下回るまで資産購入を継続、インフレ圧力が落ち着いている限り失業率が 6.5% に低下するまで低金利政策を継続」、コチャラコタ総裁は「インフレ率が 2.25% を下回る限り、失業率が 5.5% 以下に改善するまで低金利を維持」と主張もしくは提案している。総合すれば、多くの認識に合うのは「インフレ率が目標である 2% を大きく上回らない限り、インフレ率が 6.5% へ低下するまで低金利を継続」というところだろうか。失業率 6.5% は、ブロード総裁が「6.5% の失業率という閾値は主流な分析での推計値と概ね一致」と述べ、是認するレベルでもある。金融政策の柔軟性確保や、インフレ率と失業率だけでは示せない経済構造や変化に対する配慮が前提とはなるが、「失業率 6.5% 」という数値基準が低金利維持の目安として、現在の「少なくとも 2015 年半ばまで」という特定期日基準に替えて、2013 年の FOMC において導入される可能性があるだろう。

i “A decision not to continue buying long-term Treasuries when Twist expires... would be a surprise to markets and that would be counterproductive” WSJ, November 22, 2012

ii “I expect that continued aggressive use of balance sheet monetary tools will be appropriate and justified by economic conditions for some time even if fiscal cliff issues are properly addressed” Dennis Lockhart, November 16, 2012,

iii “I suspect that mortgage purchases may confer more macroeconomic stimulus dollar-for-dollar than Treasury purchases” Jeremy C. Stein, November 30, 2012

iv “This(MBS 利回りやモーゲージの金利低下) is solid evidence that our policy has been and continues to be effective—though it is certainly not all-powerful in current circumstances” William C. Dudley, December 3, 2012

v “[I]t’s important for us to remember that we cannot continually buy more securities and create more bank reserves without jeopardizing our inflation goal” Jeffrey M. Lacker, November 15, 2012

vi WSJ の報道において、9 月の緩和措置をアレンジしたとされるデューク理事は見解を表明していない。

vii “The Federal Reserve is doing its part by providing accommodative monetary policy to promote a stronger economic recovery in a context of price stability” Chairman Ben S. Bernanke, November 20, 2012

viii “So in my view, a strong case can be made for the Federal Reserve continuing to purchase the current \$85 billion in longer-term securities a month – even after our so-called Operation Twist is completed at the end of 2012. This is a topic we will be discussing at the next FOMC meeting” Eric S. Rosengren, December 3, 2012,

ix “Half as much on outright purchases would be as effective. So \$45 billion in Twist, you could go down to \$25 billion in outright purchases and probably get the same stimulative impact” WSJ, December 3, 2012

x 詳細は 11 月 15 日付 Economic Monitor 「FOMC はオペレーション・ツイストの代替に動く見込み (10 月 FOMC の議事要旨)」を参照。

xi “The idea is to define a zone of combinations of the unemployment rate and inflation within which the FOMC would continue to hold the federal funds rate in its current, near-zero range.... I support this approach because it would enable the public to immediately adjust its expectations concerning the timing

of liftoff in response to new information affecting the economic outlook. This market response would serve as a kind of automatic stabilizer for the economy: Information suggesting a weaker outlook would automatically induce market participants to push out the anticipated date of tightening and vice versa”

Janet L. Yellen, November 13, 2012

xii “It’s possible to get to a threshold number for unemployment, as long as we present it as indicative of a broader evaluation” WSJ, November 20, 2012

xiii “I now think a threshold of 6-1/2 percent for the unemployment rate and an inflation safeguard of 2-1/2 percent, measured in terms of the outlook for total PCE inflation over the next two to three years, would be appropriate” Charles Evans, November 27, 2012

xiv “[T]his is a threshold, not a trigger – at the 7.25 percent threshold the assessment of continued asset purchases would commence ... [M]y own personal view is that if inflationary pressures remain muted, then labor market conditions would need to be more like 6.5 percent unemployment to warrant the federal funds rate being lifted off the zero bound” Eric S. Rosengren, November 1, 2012

xv “My preference is for a statement in terms of actual values for both inflation and unemployment” , “[C]are should be taken that the Committee does not leave the impression that only these two variables matter for monetary policy” , “The 6.5 value for the unemployment rate is broadly consistent with mainstream analysis of the likely value of the unemployment rate at the time of the first increase in the policy rate” WSJ, December 3, 2012

xvi “As long as the FOMC is continuing to satisfy its price stability mandate, it should keep the fed funds rate extraordinarily low until the unemployment rate has fallen below 5.5 percent” Narayana Kocherlakota, October 10, 2012