

## Fed が 12 月 FOMC で時間軸への数値基準導入に踏み切る

12月FOMCでは、オペレーション・ツイストの長期債買入による代替と、時間軸の特定期日方式から経済指標数値基準方式への変更を決定。オペレーション・ツイストと異なり、長期債買入はバランスシート拡大を伴うため追加の金融緩和。一方、時間軸への数値基準導入は、コミュニケーション強化に相当。失業率 6.5%との数値基準は、FOMC の経済見通しに照らせば、従来の「少なくとも 2015 年半ば」との時間軸に概ね一致。今回の二つの施策は、バーナンキ議長の任期満了後も継続するフレームワークの完成を意味すると同時に、イエレン副議長の FOMC 内での影響力の高まりを示唆。

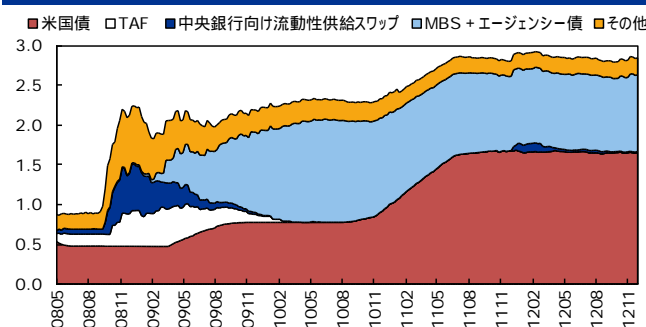
### FOMC がオペレーション・ツイスト代替と時間軸への数値基準導入を決定

Fed は 12 月 11～12 日に今年最後の FOMC を開催し、新たに二つの施策を講じた。一つは 2012 年末で終了するオペレーション・ツイストの長期債買入による代替であり、買入額はオペレーション・ツイストによる長期国債購入額と同等の月当たり 450 億ドルとなる。もう一つは、将来の利上げ時期を示唆するフォワードガイダンス、いわゆる時間軸文言を、従来の特定期日から失業率及びインフレ率の数値基準等による記載へ改めることである。両施策とも、市場において導入が予想されており、全くの予想外という訳ではない。しかし、後者の時間軸文言への数値基準導入には、FOMC 内の意見調整になお時間を必要とし、導入は 2013 年以降になると考える向きが当社も含め多数を占めていたため、サプライズと言える。後述するように、バーナンキ FRB 議長とイエレン副議長の強い意志を感じることができる。

### オペレーション・ツイストの長期債買入による代替は追加金融緩和

二つの施策は、目的が大きく異なる。まず、オペレーション・ツイストの代替としての長期国債買入は、オペレーション・ツイストの 2012 年末終了による金融引き締めを回避すると同時に、追加金融緩和を実施するものである。2013 年 1 月からの国債買入額 450 億ドル/月は、オペレーション・ツイストと同額であり、かつ NY 連銀が公表した買入対象国債の平均残存期間も約 9 年とオペレーション・ツイストから変わらない。しかし、オペレーション・ツイストで長期国債買入と同時に行っていた短期国債売却は終了するため、Fed のバランスシート拡張に繋がり、金融緩和度合いの拡大、すなわち追加金融緩和となるのである。なお、従来の MBS 買入 400 億ドルと合わせ毎月 850 億ドルの長期債買い入れ（400 億ドル + 450 億ドル）が行われ、かつ償還されるエージェンシー債や MBS、国債の元本は再投資されるため、現在の施策に変更がなければ、今後 1 年間で Fed のバランスシートは 1 兆ドル程度拡大（850 億ドル × 12 ヶ月 = 1.02 兆ドル）、現在 2.84 兆ドルの Fed のバランスシートは 4 兆ドル弱へ膨らむ。FOMC ステートメントに示された景気認識には前回から大きな変化がないが（詳細は末尾の比較表参照）、追加金融緩和を妥当とするほどに FOMC 参加者は米国経済の先行きを慎重に見ていると判断することができるだろう。

FEDの資産推移（兆ドル）



(出所) Bloomberg

なお、FOMC 終了後の記者会見においてバーナンキ議長は、現在の米国経済における最大の懸念材料である「財政の崖」について、米国経済の「財政の崖」からの転落がメインシナリオではないとしつつも、転落した場合の金融政策対応を否定していない。但し、従来から繰り返し指摘している通り、財政政策を金融政策が完全に代替できない点も強調した。

### 時間軸文言への数値基準導入はコミュニケーション円滑化

次に、時間軸文言の変更は、コミュニケーション円滑化のための施策と位置付けられる。これまでFOMC 公表文（ステートメント）では、超低金利維持の時間軸文言として「少なくとも 2015 年半ばまで、FF金利の異例な低水準が正当化される<sup>1</sup>」と記載し、「少なくとも 2015 年半ば」という特定期日を用いてきた。しかし、こうした特定期日による方式は、FOMCステートメントの公表を待たなければ、経済状況等の変化が金融市場に反映されにくいという問題を有している。すなわち、経済情勢の変化により、金融政策のタイム・ホライズンは本来リアルタイムに変化するが、FOMCという中間変数を経由しなければ、それが金融市場へ反映されにくかったのである。

### 失業率 6.5%とインフレ率 2%が超低金利解除の基準

対して、12 月のFOMCで新たに導入された「少なくとも失業率が 6.5%を上回る水準にとどまるとともに、向こう 1~2 年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である 2%を 0.5%ポイント超上回らず、長期インフレ期待が引き続き十分に抑制されている限り、FF金利を異例の低水準とすることが適切になる<sup>2</sup>」との表現は、経済指標の数値基準（thresholds）に紐付けすることで経済情勢の変化をダイレクトに、市場の金融政策予想へ反映させ、イールドカーブの変化を促すものとして、前向きに評価することができる。しかし、こうした経済指標の数値基準を用いた時間軸文言は、幾つかのリスクを潜在的に孕んでいる。

### 金融政策の柔軟性への配慮

第一のリスクは、金融政策の柔軟性を損なうリスクである。新たな時間軸文言は『インフレ率が Fed のデュアルマンデートに適うインフレ率である 2%を 0.5%超上回らず、失業率が 6.5%を上回る限值において、超低金利維持が妥当』との内容であり、これだけであれば、金融政策が経済指標による自動操縦（autopilot）となり、杓子定規に運営されるリスクが存在する。そうしたリスクを回避するために、FOMC ステートメントでは超低金利維持の条件に「長期インフレ期待の抑制」を加えると同時に、実際の金融政策決定は「労働市場の状況に関するさらなる尺度」や「インフレ圧力およびインフレ期待を示す指標」、「金融動向の見通しを含むその他の情報」も考慮してバランスの取れたアプローチに基づく、とも併記して金融政策運営の柔軟性を確保しているのである。

### 数値基準は SEP により翻訳される

第二のリスクは、経済指標の数値基準を実際の時間軸へ読み替える際に生じる解釈相違のリスク、である。これについて FOMC ステートメントでは、新たな数値基準による時間軸文言が「期日に基づいた従来のガイダンスと整合性する（consistent）」と記し、現時点においては「少なくとも 2015 年半ば」との従来の時間軸に一致することを示唆している。実際、FOMC がステートメントと同時に公表した見通し（SEP: Summary of Economic Projection）では、2015 年最終四半期にインフレ率が 1.7~2.0%と 2%を下回り、

<sup>1</sup> “exceptionally low levels for the federal funds rate are likely to be warranted at least through mid-2015”

<sup>2</sup> “appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee’s 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored”

同時に失業率は 6.0～6.6%と見込まれており、2015 年半ばから後半にかけて経済情勢が利上げ検討の基準を満たす見込みであることを確認できる。すなわち、新たな時間軸は、SEP との組み合わせにおいて有効に作用するフレームワークと言えるだろう。なお、SEP に含まれている最初の利上げタイミングに関する FOMC 参加者の回答においても、2015 年利上げが 19 名中 13 名と最多である。

### 経済構造変化が数値基準へ及ぼす影響

第三のリスクは、米国経済の構造変化により将来的に数値基準が変化するリスクである。FOMC では米国経済の長期均衡を成長率 2.3～2.5%、失業率 5.2～

6.0%、インフレ率 2.0%と判断した上で、前述の数値基準を導入した。しかし、近い将来に米国経済の構造変化が生じた場合（もしくは明らかとなった場合）、数値基準も変更を迫られ、金融政策運営が不安定となるリスクがある。こうしたリスクも勘案した上で、FOMC は数値基準を導入し、柔軟性確保で対処する方針と考えられるが、今後の変化への留意は必要であろう。

### 数値基準の範囲は超低金利解除に限られる

今回導入された数値基準は、あくまでも超低金利維持の時間軸に関するものととどまり、資産買入の期間や、利上げ開始後の金融政策を拘束するものではない。その観点で、Fed の金融政策フレーム全体に変化があったわけではない。なお、今回の FOMC ステートメントでは、資産買入終了と利上げの間に相当のインターバルが存在することが新たに追加されており、米国経済が十分な回復軌道にのったことを慎重に確認した上で、金融引き締めへ転じるスタンスが強調された。

## FOMC参加者の見通し(SEP)

### 1. 経済見通し

(%)	2012	2013	2014	2015	Longer run
成長率	1.7 1.8	2.3 3.0	3.0 3.5	3.0 3.7	2.3 2.5
前回見通し	1.7 2.0	2.5 3.0	3.0 3.8	3.0 3.8	2.3 2.5
失業率	7.8 7.9	7.4 7.7	6.8 7.3	6.0 6.6	5.2 6.0
前回見通し	8.0 8.2	7.6 7.9	6.7 7.3	6.0 6.8	5.2 6.0
PCEデフレーター	1.6 1.7	1.3 2.0	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0
前回見通し	1.7 1.8	1.6 2.0	1.6 2.0	1.8 2.0	2.0
コアPCEデフレーター	1.6 1.7	1.6 1.9	1.6 2.0	1.8 2.0	-
前回見通し	1.7 1.9	1.7 2.0	1.8 2.0	1.9 2.0	-

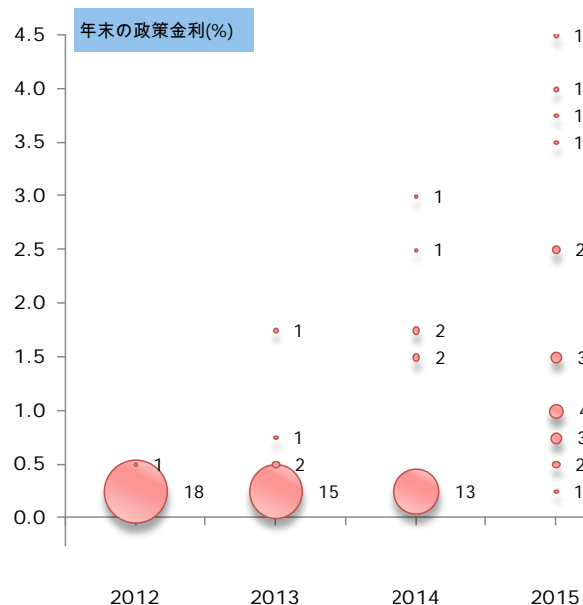
(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

### 2. 金融政策見通し

(人)	2012	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	0	2	3	13	1
前回見通し	1	3	2	12	1

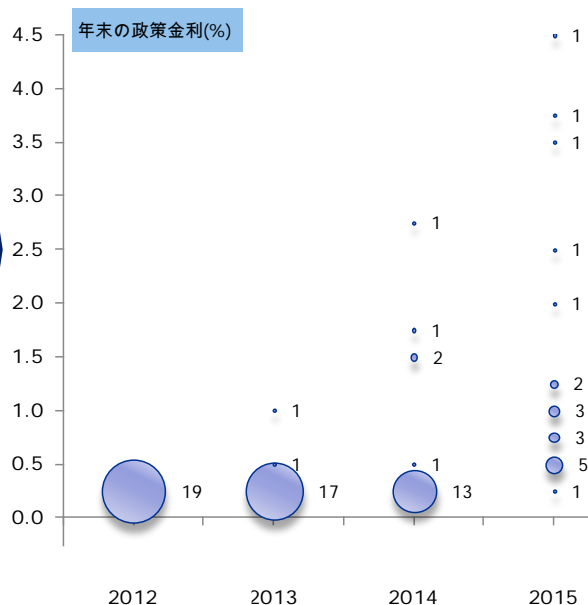
(出所) Fed

## 適切な金融引き締めペース (9月時点)



(出所) Fed

## 適切な金融引き締めペース (12月時点)



(出所) Fed



## 金融政策見通しの変更はなし

今回の二つの施策は、追加金融緩和を伴うものだが、オペレーション・ツイストに替えての月当たり 450 億ドルの長期国債買入という内容は、市場予想に沿ったものである。またコミュニケーション円滑化も FOMC 自身が現時点で従来の「少なくとも 2015 年半ば」と一致することを明記しており、時間軸の実態的な変更を伴うものでもない（あくまでもコミュニケーション方式の変更にとどまる）。従って、FOMC を受けて、米国経済や金融政策の見通しを変更する必要はないと言える。故に金融市場への影響も限られるだろう。当社では、2014 年中ごろまでオープンエンドの資産買入が続き、利上げ時期は現時点での FOMC ステートメントの示唆通り 2015 年半ばから後半になると予想している。

## バーナンキ議長の退任後も続く金融政策フレームワーク

冒頭でも述べたように、時間軸への経済指標に基づく数値基準は将来的に予想されていたが、今回のタイミングでの導入はサプライズである。今回導入された施策は、FRB の人事面について二つの示唆を与えるものと言える。一つは、バーナンキ FRB 議長が退任後に向けて、金融政策のフレームワークを概ね完成した点である。時間軸文言を特定期日から経済指標の数値基準へ変更し、同時に有期であったオペレーション・ツイストを無期（オープンエンド）の長期債買入に組み替えたことで、時限的な措置が解消され、バーナンキ議長が退任しても一定のルールを原則として金融政策が運営されるフレームワークが完成したと判断できる。2014 年 1 月に予定されるバーナンキ議長の任期満了に際して、オバマ大統領は再任を望む可能性が高い。しかし、バーナンキ議長は学界への復帰を望んでいると見られており、退任後の金融政策運営に多少の不確定要素があった。しかし、今回のフレームワーク完成により、その不確定度合いは大きく低下したと言える。

## 数値基準の早期導入が示唆するイエレン副議長の影響力

もう一つは、イエレン副議長の影響力の高まりである。今回導入された時間軸への数値基準導入などのコミュニケーション政策は、バーナンキ議長の求めに応じてイエレン副議長が中心となって検討を重ねてきたものである。議事要旨によれば、前回 10 月 FOMC の段階では数値基準の導入について FOMC 参加者のコンセンサスは得られておらず、その後の地区連銀総裁講演などでも慎重意見が散見された。それにも関わらず、12 月 FOMC において数値基準を導入できたのは、バーナンキ議長のリーダーシップはもちろん重要だが、同時にイエレン副議長の FOMC 内での影響力が高まりつつあることの現れでもあるだろう。イエレン副議長がバーナンキ議長の後任となることに意欲を示しているか否かは不明だが、バーナンキ議長が退任を望む場合に、イエレン副議長が後任候補の筆頭となる可能性は高いだろう。なお、イエレン副議長は筋金入りのハト派であり、議長に就任すれば、現在の金融緩和政策を当然に継続すると見込まれる。なお、次期議長人事が示されるのは、過去の例に倣えば、来年の夏ごろである。

## FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	10月	12月
景気の現状判断	<p>[E]conomic activity has continued to expand at a moderate pace in recent months. Growth in employment has been slow, and the unemployment rate remains elevated. Household spending has advanced a bit more quickly, but growth in business fixed investment has slowed. The housing sector has shown some further signs of improvement, albeit from a depressed level.</p> <p>米国の経済活動は最近数か月間緩やかなペースで拡大が続いた。雇用の伸びは緩慢であり、失業率は依然として高止まりしている。家計支出はやや速いペースで拡大したが、設備投資は減速した。住宅市場は抑制された水準からではあるが、更なる改善の動きを示している。</p>	<p>[E]conomic activity and employment have continued to expand at a moderate pace in recent months, apart from weather-related disruptions. Although the unemployment rate has declined somewhat since the summer, it remains elevated. Household spending has continued to advance, and the housing sector has shown further signs of improvement, but growth in business fixed investment has slowed.</p> <p>米国の経済活動と雇用は、天候に関連した混乱を除き、最近数か月間緩やかなペースで拡大が続いた。失業率は、夏以降、幾分低下したものの、依然として高止まりしている。家計支出は拡大を続け、住宅セクターは一段の改善の兆しを示したが、企業による固定投資の伸びは鈍化した。</p>
景気見通し	<p>The Committee remains concerned that, without sufficient policy accommodation, economic growth might not be strong enough to generate sustained improvement in labor market conditions. Furthermore, strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>一段の政策による緩和がなければ、経済成長は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点を、FOMCは引き続き懸念している。国際金融市場の緊張は、引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスクである。</p>	<p>The Committee remains concerned that, without sufficient policy accommodation, economic growth might not be strong enough to generate sustained improvement in labor market conditions. Furthermore, strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook.</p> <p>一段の政策による緩和がなければ、経済成長は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点を、FOMCは引き続き懸念している。国際金融市場の緊張は、引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスクである。</p>
インフレ判断	<p>Inflation recently picked up somewhat, reflecting higher energy prices. Longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレは、最近エネルギー価格の上昇を反映して幾分加速した。長期インフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation has been running somewhat below the Committee's longer-run objective, apart from temporary variations that largely reflect fluctuations in energy prices. Longer-term inflation expectations have remained stable.</p> <p>インフレは、主としてエネルギー価格の変動を反映した一時的な変化を除き、FOMCの長期目標を幾分下回る水準で推移している。長期インフレ期待は引き続き安定している。</p>
インフレ見通し	<p>The Committee also anticipates that inflation over the medium term likely would run at or below its 2 percent objective.</p> <p>インフレ率は、中期的に、2%目標が目標を下回る水準で推移すると予想している。</p>	<p>The Committee also anticipates that inflation over the medium term likely would run at or below its 2 percent objective.</p> <p>インフレ率は、中期的に、2%目標が目標を下回る水準で推移すると予想している。</p>

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。

## FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	10月	12月
時間軸文言	<p>To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee expects that a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the economic recovery strengthens.</p> <p>In particular, the Committee also decided today to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and currently anticipates that exceptionally low levels for the federal funds rate are likely to be warranted at least through mid-2015.</p>	<p>To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee expects that a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time <b>after the asset purchase program ends and</b> the economic recovery strengthens.</p> <p>In particular, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and currently anticipates that this exceptionally low range for the federal funds rate <b>will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored.</b> The Committee views these thresholds as consistent with its earlier date-based guidance. In determining how long to maintain a highly accommodative stance of monetary policy, the Committee will also consider other information, including additional measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments. When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent.</p>
	<p>雇用最大化と物価安定に向けた動きの継続を支援するため、FOMCは景気回復が強まった後かなりの間、非常に緩和的なスタンスが引き続き適切になると予想している。具体的には、FOMCは本日、FF金利誘導目標水準をゼロ～0.25%に据え置くことを決定した。少なくとも2015年半ばまで、FF金利の異例な低水準が正当化されると現時点で予想している。</p>	<p>雇用最大化と物価安定に向けた動きの継続を支援するため、FOMCは<b>資産買入が終了し</b>、景気回復が強まった後かなりの間、非常に緩和的なスタンスが引き続き適切になると予想している。具体的には、FOMCは本日、FF金利誘導目標水準をゼロ～0.25%に据え置くことを決定した。<b>少なくとも失業率が6.5%を上回る水準にとどまるとともに、向こう1～2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%を0.5%ポイント超上回らず、長期インフレ期待が引き続き十分に抑制されている限り、FF金利を異例の低水準とすることが適切になると現時点で予想している。</b>FOMCはこれらの数値基準について、期日に基づいた従来のガイダンスと整合性すると認識している。極めて緩和的な金融政策スタンスをどの程度の期間維持するか決定するに当たっては、労働市場の状況に関するさらなる尺度やインフレ圧力およびインフレ期待を示す指標、金融動向の見通しを含むその他の情報も考慮する。緩和解除の開始を決定する際には、雇用最大化と2%のインフレ率という長期目標に沿うバランスの取れたアプローチを採る。</p>

(出所) Fed

日本語は当社による仮訳。