

## 1 月 FOMC プレビューと資産買入の行方

1 月 FOMC の注目は、資産買入の先行きについての労働市場の数値基準に関する言及と 金融不均衡のリスクを勘案した資産買入の「効果とコスト」に関する検討。なお、輪番により投票権者が変更。

### 注目される新たな投票権者による議論

1 月 30～31 日に 2013 年一回目となる FOMC が開催される。昨年最後の FOMC において、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と今後行われる最初の利上げに関するインフレ率と失業率の数値基準導入を決定<sup>1</sup>しており、1 月 FOMC では金融政策の変更は予想されない。但し、12 名の投票権者のうち、NY 連銀のダドリー総裁を除く 4 名の地区連銀総裁は、1 年毎の輪番により 1 月 FOMC から交替する。そのため、昨年までと、この 1 月からの FOMC が同じ軌道にあると単純に見做す訳には行かない。新しい投票権者による議論で注目されるのは、資産買入の先行きに関する議論である。

### 資産買入早期停止の思惑

1 月 3 日に公表された昨年 12 月 FOMC の議事要旨 (Minutes) において、12 名の投票権者のうち「数名 (4～5 名、Several others)」が 2013 年末より前に資産買入の減額や停止が適切になる<sup>2</sup>と考えていたことが示され、Fed が早いタイミングで資産買入の見直しに動くとの思惑が生じた。加えて、その後 1 月 4 日に公表された雇用統計が良好であったため、雇用改善により資産買入が早期に停止されとの見方は更に強まり、2013 年初めに米 10 年債利回りは一気に 20Bp 程度も跳ね上がり、その後も上昇圧力が燦っている。

### FOMC が提示した資産買入の終了条件

そもそも、FOMC は資産買入について 12 月の公表文において「労働市場見通しの著しい改善」を終了条

#### FOMC の投票権者

	2012 年 12 名	2013 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
	パウエル理事 (2012/5/25 就任)	パウエル理事	バーナンキ議長追随
	スタイン理事 (2012/5/30 就任)	スタイン理事	バーナンキ議長追随
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
	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	エバンス・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	ハト派寄り
	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。

<sup>1</sup> 詳細は 2013 年 12 月 13 日付 Economic Monitor 「Fed が 12 月 FOMC で時間軸への数値基準導入に踏み切る」を参照。

<sup>2</sup> “ [A] few members expressed the view that ongoing asset purchases would likely be warranted until about the end of 2013, while a few others emphasized the need for considerable policy accommodation but did not state a specific time frame or total for purchases. Several others thought that it would probably be appropriate to slow or to stop purchases well before the end of 2013” Minutes of the FOMC (December 11-12, 2012)

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。

件としつつ、資産購入の内容（規模、ペース等）については「効果とコスト」を考慮すると述べており、二つの判断基準を示している。従って、この二つの判断基準に基づき、資産買入の先行きについて考える必要がある。なお、12月FOMCにおいて導入されたインフレ率と失業率の数値基準は、あくまでも最初の利上げタイミングに関するものであり、資産買入とは直接関係しない。但し、金融政策運営は、資産買入停止を経て利上げに至ると想定されるため、全く因果関係がないというわけではない。

### 1年後に7%への失業率低下が見込めるか？

まず「労働市場見通しの著しい改善」については、12月FOMCで示された経済見通し( SEP : Summary of Economic Projection )が参考になる。SEPにおいて、FOMC参加者19名中14名は2014年中のゼロ金利継続を、そのうち13名が2015年の利上げ開始を見込んでいる。そうした大勢の金融政策予想の前提となる失業率見通し（大勢見通し）は2013年（最終四半期）が7.4～7.7%、2014年は6.8～7.3%である。SEPを踏まえつつ、資産買入の停止と最初の利上げの間に1年のラグがあると仮定すれば、すなわち2013年末に資産買入停止をするためには1年後に7%程度までの失業率低下を見込む必要があるというのがFOMCの大勢を占める見解と推測できる。こうした推測は、タカ派寄りと位置づけられるセントルイス連銀のブラード総裁が2013年内の失業率7.1%到達を前提に資産買入停止を、2014年半ばの6.5%到達を前提に利上げ開始を示唆<sup>3</sup>していることや、失業率が7.25%に低下するまでの資産買入継続をボストン連銀のローゼングレン総裁が提案<sup>4</sup>していることとも整合しており、概ね妥当な理解と言える。なお、ブラード総裁とローゼングレン総裁は、ともに2013年にFOMCでの投票権を有する。

従って、失業率が2014年末よりも早いタイミングで7%を下回ると予想できるほどに労働市場見通しが改善すれば、2013年の早い時期に資産買入の停止が行われる可能性はあると言える。しかし、これはSEPにおける大勢見通しではない<sup>5</sup>。また当社も2013年末の失業率を7.5%と見込んでおり、メインシナリオにおいて2013年中の資産買入停止を想定しない。

### バランスシート拡大と共に強める金融不均衡への懸念

もう一つの判断基準である資産買入の「効果とコスト」については、判断が難しい。改めて12月議事要旨を見直すと、前述の早期の買入減額及び停止を示唆した数名は「金融安定やFedのバランスシート」に言及しており、「労働市場見通しの著しい改善」よりも、こちらの「効果とコスト」すなわち積極的な金融緩和がもたらす資産バブルなどの金融不均衡への懸念から買入減額や停止を示唆したものと推測される。実は、資産買入の「効果とコスト」の評価については、数名にとどまらず「ほぼ全ての投票権者」が

## 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

<sup>3</sup> CNBC, Jan 4, 2013

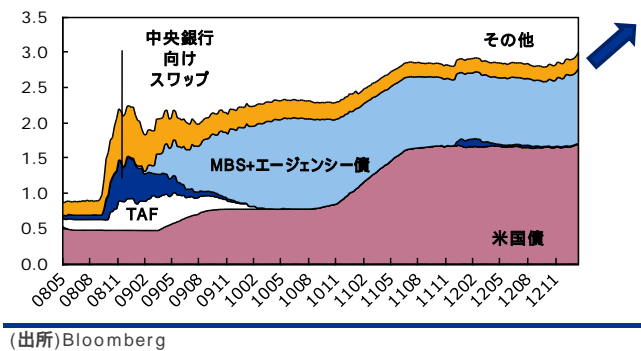
<sup>4</sup> Marketwatch, Jan 15, 2013

<sup>5</sup> 上述のブラード総裁の失業率見通しは、大勢見通しから除かれる強気な3名に含まれている模様である。なお、FOMC参加者全員による2013年の失業率見通しレンジは6.9～7.8%となっている。

不透明として懸念を示している部分<sup>6</sup>であり、毎回のFOMCにおいて慎重な点検が為されるはずである。

Fedのバランスシートは1月下旬に3兆ドルの大台を超えたが、毎月850億ドルの資産買入と保有証券の償還分のロールオーバーが行われ、1年間で更に1兆ドル分、資産が拡大する。そのため、金融不均衡のリスクが高まる兆しが観察されれば、早いタイミングでFOMCから警戒が発せられ、それが資産買入減額や停止へのシグナルとなる可能性が高い。

Fedの資産推移（兆ドル）



資産買入残高が膨らむにつれて政策の「効果」が減退するとは断定されないが、「コスト」すなわち金融不均衡のリスクが高まっていくのは間違いないため、「効果とコスト」の評価は悪化する。従って、「労働市場見通しの著しい改善」よりも先に「効果とコスト」の観点から、FOMCはコスト軽減を意図した買入減額や停止に動く可能性がある。

### 1月FOMCの注目点

以上を踏まえれば、1月FOMCにおいて注目されるのは、資産買入の先行きについての労働市場の数値基準に関する言及と金融不均衡のリスクを勘案した資産買入の「効果とコスト」に関する検討、と言える。に関して、FOMC投票権者（参加者）の多くは自らの手を更に縛る数値基準の導入は望まないと考えられる。ただ、一部の投票権者から、目安となる見解が示される可能性はある。についてはコストに対する認識の変更が示されるか否かが重要である。

なお、当社では、FOMCによる次の金融政策変更の次期を2013年終盤から2014年前半と想定している。早ければ2013年終盤からの減額を経て2014年半ばまでに資産買入を停止し、2015年半ばにFOMCは最初の利上げを行うと予想する。

<sup>6</sup> “While almost all members thought that the asset purchase program begun in September had been effective and supportive of growth, they also generally saw that the benefits of ongoing purchases were uncertain and that the potential costs could rise as the size of the balance sheet increased” Minutes of the FOMC(December 11-12, 2012)