

FOMC では資産買入の在り方について幅広い意見が交換される

1 月 FOMC 議事要旨では、資産買入政策の今後について様々な意見交換が明らかに。資産買入政策が変更されるタイミングが顕著に近づいた訳ではないが、複数の FOMC 関係者が言及する金融市場の不均衡リスクの先行きについては、留意が必要。

2013 年 1 月 29～30 日に開催された FOMC の議事要旨 (Minutes) が FRB から公開された。同 FOMC では昨年導入したオープンエンドの資産買入政策の維持が決定されたが、議事要旨からは今後の政策の在り方に関して FOMC 参加者が幅広い意見交換を行っていることが分かる。

議事要旨で紹介されている主たる意見を、記載順に紹介すると以下のとおりである。

a) 数名の参加者 (Several participants) が、経済見通しの変化及び資産買入の便益と費用の評価変化に応じて、資産買入のペースを変更する準備を FOMC がすべきと強調。

Several participants emphasized that the Committee should be prepared to vary the pace of asset purchases, either in response to changes in the economic outlook or as its evaluation of the efficacy and costs of such purchases evolved.

b) 多くの参加者 (A number of participants) が、雇用市場見通しの顕著な改善が認められる前に、資産買入の便益と費用、リスクに関する継続した分析の下で FOMC が資産買入規模の縮小や終了に至る可能性がある (might well) と言及。

A number of participants stated that an ongoing evaluation of the efficacy, costs, and risks of asset purchases might well lead the Committee to taper or end its purchases before it judged that a substantial improvement in the outlook for the labor market had occurred.

c) 数名の参加者 (Several others) は、過度に速く (too soon) 資産買入を縮小もしくは終了する潜在的なコストも極めて大きく、資産買入は雇用市場見通しの顕著な改善が生じるまで継続すべきと主張。

Several others argued that the potential costs of reducing or ending asset purchases too soon were also significant, or that asset purchases should continue until a substantial improvement in the labor market outlook had occurred.

こうした意見のうち、多くの参加者が言及している b) の意見は基本的に一般論であり、内容は従来からの FOMC の見解を確認したものにとどまる。FOMC は 12 月にオープンエンドの資産買入を導入するに際し、「労働市場見通しの著しい改善」を終了条件としつつ、資産買入の内容 (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、二つの判断基準を示した。同基準は 1 月の FOMC でも維持されている。b) の意見は、「効果とコスト」の評価変化に伴い、資産買入政策の変更が「労働市場見通しの著しい改善」より前に生じうることに、改めて言及したものである。

a) はタカ派寄り、c) はハト派の見解である。b) との比較で見ると、c) は労働市場見通しの著しい改善を重視し、それが見通せるまでは資産買入を継続すべきとの見解である。程度にもよるが、金融市場の不均衡な

どよりも、あまりに長く経済が潜在ペースを下回った場合に潜在成長率が低下するリスク¹などをより重視しているものと推測される。

一方、a)は労働市場全体ではなく、経済見通しの変化や資産買入の便益と費用の評価変化に応じて、資産買入を柔軟に縮小する準備をすべきとの見解である。これだけでは分かりにくいのが、インフレリスクと金融市場の不均衡に配慮すべきとの議論²が下地になっており、FOMCがオープンエンドの資産買入について判断基準に挙げた「効果とコスト」をより重視した見解と言える。すなわち、経済見通しの改善に応じて、資産買入のコスト面すなわちインフレと金融市場の不均衡を引き起こすリスクが高まるため、それに応じて資産買入を調節すべきとの立場である。

以上を踏まえつつ、今回の議事要旨の意味を考えたい。まず、b)は一般論ではあるが、改めて議事要旨で言及されたのは、1月FOMCでの景気判断の実質的な上方修正³と金融市場のリスク選好度合いの高まり（例えば株高、ジャンク債市場の上昇）などを踏まえ、資産買入の将来に関する判断を行う時期が多少なりとも近づいた旨の示唆と言えるだろう。但し、タカ派寄りの見解であるa)が資産買入縮小の「提案」ではなく「準備」にとどまることを踏まえると、そうしたアクションの判断が次回や次々回のFOMCで行われる可能性は低いと考えられる。c)の見解が示すように、労働市場の改善が「顕著に」どころか「十分に」も進んでいない点は当然ながら早期の政策転換のリスクを高めている。当社の従来からの見通しである「資産買入減額のタイミングは2013年終盤以降」を変更する必要はないと判断する。

FOMC関係者の最近の発言を見ると、資産買入の修正の必要性を論じる論者は、強気な見通しを前提に資産買入の修正を示唆する向き（セントルイス連銀のブラード総裁など）と金融市場の不均衡を懸念する向き（スタイン理事、クリーブランド連銀のピアナルト総裁、カンザスシティ連銀のジョージ総裁）に分かれる。もちろん、実際の政策転換に際しては、「労働市場見通しの著しい改善」と「資産買入の効果とコスト」という二つの視点に基づき判断することになるが、公表されている最近のFOMC関係者の発言から推し量る限り、当面は「金融不均衡」のリスク（及びリスクに関するFOMC関係者の認識）に、より注目すべきだろう。

¹ “Many of these participants worried that, should the economy continue to operate below potential for too long, reduced investment and underutilization of labor could further undermine the growth of potential output over time.”

² “Several participants discussed the possible complications that additional purchases could cause for the eventual withdrawal of policy accommodation, a few mentioned the prospect of inflationary risks, and some noted that further asset purchases could foster market behavior that could undermine financial stability.”

³ 1月FOMCについては1月31日付Economic Monitor「2013年最初のFOMCは無風だが、景気認識は実質好転」を参照。