

3月のFOMC プレビュー

1月FOMCの議事要旨が示したように、経済情勢の改善などを受けて、資産買入見直しに向けた機運は徐々に高まりつつあるが、実際のアクションにはなお時間を要する可能性が高い。3月FOMCでは、経済見通しとの兼ね合いにおいて、見直し議論が進展するか否かに要注目。

注目は資産買入の行方

3月19～20日に今年2回目のFOMCが開催される。政策変更は予想されず、注目ポイントは現在行っている資産買入の行方に関する示唆とFOMCが示す経済見通し（SEP: Summary of Economic Projections）である。

FOMCは昨年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、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。2月の雇用統計¹は素晴らしい内容だったが、水準面から見れば未だ雇用環境は「著しい改善」が見通せる状況にはない。そのため、資産買入の行方を考える上では、「効果とコスト」の考慮が鍵を握る。

1月議事要旨は資産買入縮小に向けて前進したが・・・

前回1月FOMCの議事要旨（Minutes）では、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）」と言及したことが明記され、資産買入の縮小や終了に関する判断を行う時期が多少なりとも近づいた旨が示唆されていた。

但し、最近のFOMC投票権者12名の発言を紐解けば、スタイン理事が信用市場過熱の兆候に言及しているものの、反対票を投じたカンザスシティ連銀のジョージ総裁を除けば、資産買入継続に対するリスクを強調する発言は見当たらない。

資産買入の当面維持がメインストリーム

影響力の大きなバーナンキ議長が、半期に一度の議会証言において、現時点では「コストが効果を上回るとは判断していない」と明確に述べたほか、イエレン副議長も「資産買入を縮小すべきとのコストは見当たらない」と主張している。また、シカゴ連銀のエバンズ総裁も「資産買入終了が近いとの認識は誤り」と述べて、早期の資産買入終了を見込んだ市場の動きをけん制した。外野と言っては失礼だが、2013年に投票権を有しないタカ派からは金融緩和継続のリスクに関する発言が多数

FOMCの投票権者

2013年12名		スタンス
理事	バーナンキ議長	中間派
	イエレン副議長	ハト派
	デューク理事	バーナンキ議長追随
	タルーロ理事	バーナンキ議長追随
	ラスキン理事	バーナンキ議長追随
	パウエル理事	バーナンキ議長追随
	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	ハト派、FOMC副議長
	エバンズ・シカゴ連銀総裁	ハト派
	ボストン連銀ローゼングレン総裁	ハト派寄り
	セントルイス連銀ブラッド総裁	タカ派寄り
	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。

¹ 3月11日付 Economic Monitor「米国の雇用情勢は力強く回復（2月の米雇用統計）」を参照。

為されているものの（その多くは筋金入りのタカ派である）投票権者に限れば、緩和継続を狩猟するハト派寄りの考えが未だメインストリームである。

タカ派寄りと考えられるセントルイス連銀のブロード総裁が「FOMC の中で経済情勢改善に応じた段階的な買入縮小が支持を得つつある」と指摘しているように、経済情勢の改善を受けて資産買入縮小に向けた議論が進みつつあるとは考えられる。しかし、ブロード総裁が自らの反対票を投じるアクションを未だ示唆していないことが象徴するように、資産買入見直しの時期は近づきつつはあるものの差し迫ってはいないというのが現状だろう。

再び議事要旨に注目

今回の FOMC では、参加者による新たな経済見通し（SEP）が公表される。成長率や雇用については据え置きか多少の上方修正が見込まれており、そうした経済情勢改善を受けて、資産買入縮小に向けた議論が前進するのか否かが、重要と言える。但し、そうしたニュアンスが公表文に盛り込まれるとは考えにくく、バーナンキ議長が記者会見で何らかの示唆を行う可能性も高いとは言い難い。FOMC 内での議論の確認は、1 月と同様に議事要旨の公表まで待つ必要があるかも知れない。

2012年12月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) FRB

FOMC 投票権者の最近の発言

BERNANKE	[W]e do not see the potential costs of the increased risk-taking in some financial markets as outweighing the benefits of promoting a stronger economic recovery and more-rapid job creation. (Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, February 26, 2013)
YELLEN	I do not see any [costs] that would cause me to advocate a curtailment of our purchase program. I view the balance of risks as still calling for a highly accommodative monetary policy to support a stronger recovery and more-rapid growth in employment. (Challenges Confronting Monetary Policy, March 4, 2013)
DUKE	As our holdings of MBS become larger in both absolute terms and in relation to the overall supply of agency MBS outstanding, we could reach a point where market functioning concerns begin to outweigh the efficacy of such purchases. Or we might conclude that sales of MBS in volumes sufficient to meet the parameters of the exit strategy principles might create significant market disruptions. In either case, I think we should consider alternatives, such as holding the securities for longer or allowing them to roll off more gradually. (Comments on Housing and Mortgage Markets, March 8, 2013)
POWELL	I am not suggesting, and I do not expect, that the path ahead for monetary policy will be an easy one. There are legitimate concerns associated with the costs and benefits of continuing asset purchases. We may face challenges related to financial stability, as well as market function and inflation expectations. (Discussion of "Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy", February 22, 2013)
RASKIN	-
STEIN	Putting it all together, my reading of the evidence is that we are seeing a fairly significant pattern of reaching-for-yield behavior emerging in corporate credit. However, even if this conjecture is correct, and even if it does not bode well for the expected returns to junk bond and leveraged-loan investors, it need not follow that this risk-taking has ominous systemic implications. (Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses, February 7, 2013)
TARULLO	-

DUDLEY	-
BULLARD	“The idea of tapering the program at some point in the future may be gaining steam on the committee” “The committee should acknowledge gradual improvement when we see it or when we think we see it, and then gradually taper back the program.” (CNBC's "Squawk Box", February 22, 2013)
EVANS	“I don't think we are anywhere near the end of the program,” (Evans told reporters after speaking to the CFA Society of Iowa, February 28, 2013)
GEORGE	DISSENT in January
ROSENGREN	-