

資産買入を巡る議論が活発化（3月のFOMC議事要旨）

議事要旨により、3月のFOMCでは、資産買入減額及び終了を巡って、FOMCメンバーによる活発な議論が行われていたことが示された。3月の議論は、夏場からの減額、年内終了の可能性を示唆するものである。しかし、3月雇用者数の下振れや歳出削減の影響を見極める時間を考慮すると、減額開始は2013年10～12月期まで先送りされ、買入プログラムは2014年前半に終了すると予想される。

FRB側のミスによって、予定より早く公表された2013年3月19～20日開催のFOMCの議事要旨（Minutes）では、FOMC参加者が、資産買入の減額及び終了について様々な見解を示していたことが明らかとなった。

多くの投票権者が年内の資産買入縮小を支持

12名の投票権者のうち、数名（several）の投票権者が労働市場見通しの予想通りの改善を前提として、年後半の資産買入減額と年末までの停止を、2～3名（a few）は昨秋以降の労働市場の改善を踏まえ、年央からの資産買入減額と年後半での終了を、1名は資産買入の即時減額を、それぞれ主張した。逆に2名は少なくとも年内の資産買入継続を求めている。なお、こうしたFOMC投票権者の資産買入における主張は、投票権者以外のメンバーも含めた全参加者が交わした議論においても概ね同様の意見分布である。

Several others thought that if the outlook for labor market conditions improved as anticipated, it would probably be appropriate to slow purchases later in the year and to stop them by year-end.

A few members felt that the risks and costs of purchases, along with the improved outlook since last fall, would likely make a reduction in the pace of purchases appropriate around midyear, with purchases ending later this year.

In light of the current review of benefits and costs, one member judged that the pace of purchases should ideally be slowed immediately.

Two members indicated that purchases might well continue at the current pace at least through the end of the year.

そのまま読めば夏からの資産買入減額だが...

今回のFOMCにおいて示された議論を、素直に解釈すれば夏まで（4月、6月、7月）のいずれかのFOMCにおいて資産買入の減額が始まり、年内に自動的に10月か12月のFOMCで終了が決定されるということになる。但し、3月FOMCでの議論は、市場予想を大きく下回り、かつ絶対水準として10万人の増加にさえ届かなかった3月の非農業部門雇用者数が公表される前に行われたものである。そのため、割り引く必要がある。また、執行部として鍵をにぎるバー

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	
2013/06/18-19	SEP, 記者会見
2013/07/30-31	
2013/09/17-18	SEP, 記者会見
2013/10/29-30	
2013/12/17-18	SEP, 記者会見

FOMCは年8回。

（出所）FRB

¹ 一部に早いタイミングでメール送信されたため。

ナンキ FRB 議長やイエレン副議長、ダドリーNY連銀総裁が最近の記者会見や講演などで、雇用情勢見通しの改善に対応した資産買入減額を肯定しつつも、それに対して積極的な姿勢を示していない点も考慮すべきである。

減額開始の閾値は？

3 月 FOMC の時点で、年央からの減額を求めた 2 ~ 3 名の投票権者が前提とした労働市場の回復は、月当たり 20 万人程度のペースでの非農業部門雇用者数の増加が 5 ヶ月間継続していたこと（2012 年 10 月 ~ 2013 年 2 月）であったと考えられる。雇用統計の 2 月データ公表時点で非農業部門雇用者数は 5 ヶ月平均で 19.6 万人増加かつ 2 月は 23.6 万人の大幅増加となり、増勢加速を示していた。

雇用者数の 20 万人増加が半年以上続く必要

こうした解釈は、今年投票権を有するシカゴ連銀のエバンス総裁や来年投票権を有するクリーブランド連銀のピアナルト総裁、昨年の金融緩和においてエバンス総裁と共に主導的なポジションにあったサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁の見解から確認もできる。但し、3 名とも 20 万人増加の 5 ヶ月間継続だけでは不十分との認識も同時に示しており、エバンス総裁は半年、ピアナルト総裁は 5 ヶ月間プラス数ヶ月の改善が減額開始に必要としていた。また、ウィリアムズ総裁も 3 月雇用統計公表前の時点で、夏からの買い入れ額縮小を示唆しており、概ね同様の見解と考えられる。多くの FOMC メンバーが時期尚早と判断したが故に、3 月ではカンザスシティ連銀のジョージ総裁（おそらく の投票権者に相当）を除き、他の投票権者は金融政策の変更を求めなかったのだと言える。仮に 3 月の非農業部門雇用者数が 20 万人を超えていれば、4 月か 6 月に減額開始が、より具体的なかたちで議論の俎上にのぼることになっていた可能性があるだろう。

3 月雇用者数の大幅下振れ

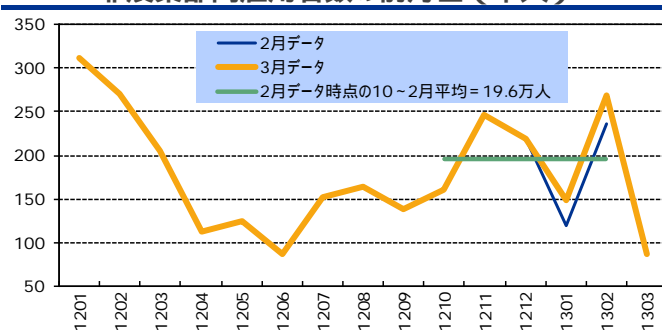
しかし、現実の非農業部門雇用者数は 3 月に前月差 8.8 万人増加まで、急減速した。1 ~ 3 月期平均でも月当たり 16.8 万人の増加にとどまり、物足りない内容と言える。もちろん、当初公表の 23.6 万人が 26.8 万人へ上方修正された 2 月データのように 3 月データも改訂される可能性はあるが、一方で 4 ~ 6 月期には FOMC 参加者も懸念する歳出削減による景気下押し圧力が強まる。そのため、より時間をかけて労働市場を見極めたいとする FOMC 投票権者が増加すると判断される。4 ~ 6 月期の景気及び雇用の動向を見

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
	エバンス・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ロード総裁	タカ派寄り
	カンザスシティ連銀ジョージ総裁	タカ派

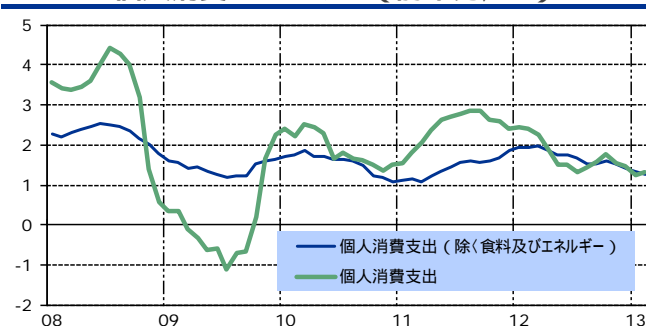
（資料）Federal Reserve Board 資料等より伊藤忠経済研究所作成。

非農業部門雇用者数の前月差（千人）



（出所）U.S. Department of Labor

個人消費デフレーター（前年比、%）



（出所）CEIC Data

極めることが出来るのは、早くて7月のFOMCとなる。従って、4~6月期に雇用者数の増勢が月当たり20万人増加に復帰すれば、7月もしくは9月のFOMCにおいて資産買入の減額が決定される可能性がある。

歳出削減の影響を見極め 10月もしくは12月から減額か

ただ、当社では財政支出削減による政府部門の雇用削減や、その影響を見極めんとする民間部門の雇用抑制により、4~6月期の非農業部門雇用者数は月当たり15万人を下回る可能性が高いと考えている。当社予想通りであれば、非農業部門雇用者数の増勢が再び、FOMC関係者の閾値である20万人まで回復したことを確認する必要から、FOMCによる資産買入の減額決定は早くて10月、四半期に一度のFOMC参加者見通し(SEP)の公表や政策変更を詳細に説明できるバーナンキ議長の記者会見が行われることを考えれば、12月FOMCまで遅れる可能性もあるだろう。また、今年投票権を有するセントルイス連銀のブラード総裁が指摘しているようにPCEデフレーターがヘッドラインとコア共に前年比1.3%と、FOMCのインフレ目標(Goal)である2%を大きく下回り、かつ低下傾向にあることも、資産買入の減額について、慎重に時間をかけて判断する余裕を与えることになる。

減額は半年程度で実施

では、実際の買入減額はどのように行われるのか。今回のMinutesにおいて多くの参加者は、(雇用回復の継続がもちろん前提だが)半年程度の期間の減額を経て、資産買入を終了することを想定している。また、バーナンキ議長²は、3月FOMC後の記者会見において買入ペースの調整について「毎回のFOMCで行いたいとも頻繁に行いたいとも考えていない(Now, we won't do that every meeting; we won't do that frequently)」と説明している。そのため、実際の買入減額は、ブラード総裁が提案するように毎月一定額の減額(例えば100~150億ドル)を行っていくパターンと2段階程度の減額を経て行うパターンのいずれかが想定されるだろう。

については、毎月150億ドルの減額であればほぼ6ヶ月間で買入額はゼロへと段階的に縮小される。またの場合には、例えば、まずは600億ドルへ縮小し、その次々回のFOMCで更に300億ドルへ縮小するなどの方法が考えられる。なおとのいずれの場合においても予め縮小方針を明示し、それが妥当かを毎回のFOMCで点検するとの手法になり、毎回ゼロから減額幅を検討することはないだろう。

2013年10~12月期から減額開始、2014年前半で資産買入終了

以上を総括すれば、3月Minutesで議論された資産買入の減額は、やや遅れて10~12月期から開始され、2014年前半に資産買入は終了すると予想される。減額は、その刻み方に様々なバリエーションが考えられるが、いずれにしても資産買入終了までの減額テンポを最初に決定し、それを点検するという手法になるだろう。なお、当然だが、こうした資産買入の減額及び終了は雇用回復の継続が前提である。

² "We think it makes more sense to have our policy variable, which is the rate of flow of purchases, respond in a more continuous or sensitive way to changes in the outlook. So, as we make progress towards our ultimate objective of substantial improvement, we may adjust the rate of flow of purchases accordingly. Now, we won't do that every meeting; we won't do that frequently. But when we see that the condition or the situation has changed in a meaningful way, then we may well adjust the pace of purchases in order to keep the level of accommodation consistent with the outlook, and, secondly, to help provide the markets with some sense of progress—how much progress is being made so that it can make better judgments." Ben Bernanke, March 20, 2013