

混乱を誘う FOMC 議事要旨

FOMC 投票権者と投票権者以外で多少の見解のズレ。投票権者に限れば Tapering に前のめりではないが、他を含めれば FOMC 内での緩和縮小へ向けたマグマは蓄積。6 月 FOMC 後に公表された極めて強い 6 月雇用統計も勘案すれば、9 月 FOMC で Tapering 開始が決定される可能性が高い。

6 月 18～19 日開催の FOMC 議事要旨 (Minutes) が、7 月 10 日に公開された。今回の議事要旨は、資産買入縮小 (Tapering) の開始に関して、金融市場に多少の新たな情報を提供したが、同時に混乱ももたらした可能性がある。

各四半期末月 (3,6,9,12 月) の FOMC では、参加者 (meeting participants) の経済及び金融政策見通し (SEP: Summary of Economic Projections) が公表される。その SEP において、19 名の FOMC 参加者のうち、約半数 (About half of these participants) が資産買入を今年後半に「終了 (end)」することが適切になりうると示唆した。残りの多くの参加者 (Many other) が 2014 年に向けての継続が適切と主張しているため、年内終了の見解が過半数には至っていなかったと推測されるが、Tapering の開始ではなく、資産買入全体の「終了 (end)」を約半数が示唆したというのは、極めてタカ派的である。

ただ、ここで留意すべきは、SEP が 6 月 FOMC で交わされた議論を反映したものではなく事前の見解の集計に基づく点と、政策決定を担う 12 名の投票権者 (members) ではなく、あくまでも 19 名の参加者全員の約半数が「終了 (end)」の見解を示唆したと言う点である。

About half of these participants indicated that it likely would be appropriate to end asset purchases late this year. Many other participants anticipated that it likely would be appropriate to continue purchases into 2014.

では、投票権者に限った場合の見解はどうか。Minutesによれば、多くの投票権者 (many members) は、労働市場見通しの更なる改善が資産買入縮小の開始には必要と判断している。多くの参加者 (many¹) は、過去 9 ヶ月 (2012 年 9 月～2013 年 5 月) の失業率低下や非農業部門雇用者数の増加を「相当の改善 (considerable)」と見做しポジティブに評価しつつも、公表文 (Statement) が資産買入継続の条件に掲げている「顕著な改善 (improved substantially)」までには至っていないと認識した。また、労働市場だけではなく、GDP 成長率が加速へ向かうことの証左が必要との見解も示されている。

6 月 FOMC 時点で入手できたデータをもって、資産買入の縮小が「まもなく正当化される (soon be warranted)」としたのは、投票権者のうち数名 (several members) に過ぎない。

[M]any saw the cumulative decline in the unemployment rate and gains in nonfarm payrolls over the past nine months as considerable.

While recognizing the improvement in a number of indicators of economic activity and labor market conditions since the fall, many members indicated that further improvement in the outlook for the labor market would be required before it would be appropriate to slow the pace

¹ 但し、これが前述の many members と構成が一致するかは明らかでない。

of asset purchases. Some added that they would, as well, need to see more evidence that the projected acceleration in economic activity would occur, before reducing the pace of asset purchases.

*However, **several members** judged that a reduction in asset purchases would likely soon be warranted, in light of the cumulative decline in unemployment since the September meeting and ongoing increases in private payrolls, which had increased their confidence in the outlook for sustained improvement in labor market conditions.*

以上を踏まえると、6月FOMC段階において、政策決定に責任を有する投票権者がTaperingに対して前のめりに、つまり次回7月FOMCで縮小を開始するほどの意気込みを示していたとは判断できない。但し、SEPが示すように、FOMC全体では、Taperingへ向けたマグマが蓄積されつつあるのも、また確かである。SEPと投票権者の認識のズレは、地区連銀総裁の輪番の巡り合わせにより今年のFOMC投票権者がどちらかと言えばハト派色が強いことも影響している。一方、議長の後継人事をひとまず棚上げして考えれば、来年はタカ派色が強まる。そのため、政策決定の連続性の観点から、投票権者以外の参加者の意見も斟酌する必要がある。そうした様々な見解からコンセンサスを抽出しStatementに盛り込むのが困難であったため、FOMCはTapering開始に関する方針をStatementに明記せず、バーナンキ議長の記者会見へ委ねた。それを受けて、バーナンキ議長は、FOMC参加者全体の認識を勘案し、データ依存であることを強調しつつも2013年後半の資産買入縮小見通し表明へ踏み込んだのだろう。

However, some saw potential difficulties in being able to convey succinctly the desired information in the postmeeting statement. At the conclusion of the discussion, most participants thought that the Chairman, during his postmeeting press conference, should describe a likely path for asset purchases in coming quarters that was conditional on economic outcomes broadly in line with the Committee's expectations.

今回のMinutesにおけるTaperingの議論に関しては、もう一つ留意すべき点がある。それは、上述したFOMC投票権者及び参加者による検討は、遡及修正もあって極めて強い内容だった6月雇用統計の公表前のものであるという点である。6月雇用統計は、労働力率の上昇により失業率こそ低下しなかったが、非農業雇用者数が3四半期連続で20万人程度の伸びを確保し、賃金情勢にも明るい動きが見られるなど、ほとんど文句のつけようがない内容²だった。そのため、過去のレポートで指摘したように、6月SEPに比べ成長率及び失業率が下振れする可能性が高い点を如何に説明するかとの課題は残るが、(7月FOMCでのTapering開始は時期尚早としても)9月FOMCでのTapering開始は明らかに射程圏内にある。

また、今回の議事要旨で繰り返し記載されているのは、FOMC参加者がTaperingとそれ以降の出口政策つまり資産圧縮や利上げが異なる点のアピールに腐心している点である。これは7月10日にボストンで行われた講演に際し、バーナンキ議長が質疑応答において強調した点でもある。FOMCにとっては、金融緩和の継続の範疇に入るTaperingと、金融引締めへの転換を意味する資産圧縮や利上げを別扱いするのは当然である。しかし、その一方で、金融市場はTaperingを出口政策の入口と捉えている。FOMCは、議事要旨や参加者の講演などを通じて、この点を繰り返し説明し、景気回復を阻害する可能性がある時期尚早な金利上昇を防ぎたいのであろう。

² 詳細は7月8日付Economic Monitor「遡及修正もあり米雇用情勢は一気に資産買入縮小の条件を充足」を参照。