

## 7 月 FOMC プレビュー

6 月雇用統計は、Tapering 開始を担保する内容。しかし、FOMC 見通しとの整合性を説明するから、7 月ではなく、9 月 FOMC での Tapering 開始になると予想。一方、10 月以降の開始では Behind the Curve のリスク。現時点で FOMC の主流派が描く初回利上げは 2015 年前半と想定。

Fed（連邦準備制度）は、7 月 30～31 日に、今年 5 回目の FOMC（連邦公開市場委員会）を開催する。結論を先に言えば、7 月 FOMC での金融政策変更は予想されない。つまり資産買入縮小（Tapering）の開始は見込まれない。また、7 月は、四半期に一度の FOMC 見通し公表やバーナンキ議長の記者会見が行われるタイミングにも該当しない。そのため、比較的、平穏な FOMC となりそうである。

### 議会証言においてバーナンキ議長が示した道筋

出口戦略の先行きについては、これまでも公表文（Statement）や議事要旨（Minutes）などにより説明が試みられているが、7 月 17 日の議会証言<sup>1</sup>においてバーナンキFRB議長が示したTaperingを含めた出口戦略の解説は、極めて平易で分かりやすいものであった。そこで、本稿では、まずその解説を振り返る。なお、バーナンキ議長とFOMCの間で、Taperingについて認識相違が生じているとの見解を示す向きもあったが、6 月FOMCの議事要旨や議会証言が明示するように、バーナンキ議長の解説はあくまでもFOMCの委託に基づいている。

*Committee participants agreed in June that it would be helpful to lay out more details about our thinking regarding the asset purchase program--specifically, to provide additional information on our assessment of progress to date, as well as of the likely trajectory of the program if the economy evolves as projected.*

まず、Tapering の開始に関して、バーナンキ議長は「今後のデータが、（6 月 FOMC）見通しに広範に一致するものであれば、今年後半に毎月の資産買入幅を縮小するのが適切となりうる」と述べた。

*If the incoming data were to be **broadly consistent with these projections**, we anticipated that it would be appropriate to begin to moderate the monthly pace of purchases **later this year**.*

Tapering 開始のタイミングを考える上での重要な問題は、「見通しに広範に一致」の解釈であるが、一旦棚上げし、先に進みたい。

Tapering を開始した後について、バーナンキ議長は「経済データが景気回復の継続とインフレの正常化を引き続き示唆するものであれば、来年上半期に Tapering のペースを更に速め、資産買入自体を年央に終了する見込み」と述べている。

*And **if the subsequent data continued to confirm this pattern of ongoing economic improvement and normalizing inflation**, we expected to continue to reduce the pace of purchases in measured steps through the first half of next year, ending them around midyear.*

資産買入の終了後に本格化する出口戦略について、バーナンキ議長は「資産買入が終了し、景気回復が強

<sup>1</sup> “Semiannual Monetary Policy Report to the Congress”, Chairman Bernanke, July 18, 2013

まった後もかなりの期間」に渡って、極めて緩和的な金融環境を維持すると述べた。これは該当する期間における、引き締め方向への金融政策転換を完全に排除するものではない。しかし、(FOMC 公表文に明記されている内容と同じではあるが)「インフレやインフレ期待が問題なく推移し、失業率が 6.5%を上回る限りにおいては少なくとも」超低金利の維持が適当と指摘し、利上げを急がない姿勢を強調した。

*The Committee has said it intends to maintain a high degree of monetary accommodation for a considerable time after the asset purchase program ends and the economic recovery strengthens. In particular, the Committee anticipates that its current exceptionally low target range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent and inflation and inflation expectations remain well behaved in the sense described in the FOMC's statement.*

同時に、バーナンキ議長は、超低金利維持に関わる失業率などの数値基準が「条件 (Trigger)」ではなく、あくまでも検討開始の「閾値 (Thresholds)」にとどまると指摘し、失業率が 6.5%に到達したからと言って自動的に利上げが決定されるわけではなく、利上げが適当か否かの検討を開始するに過ぎない点を、相当の時間を割いて説明している。なお、失業率が低下しても雇用回復とは判断しない場合として、雇用増加よりも循環的な労働力率の低下を反映するケースが例示された。

## Tapering 開始の条件

以上のバーナンキ議長の解説を踏まえた上で、金融政策の先行きを考えたい。

過去のレポートでも指摘したように、6 月雇用統計が示した 3 四半期連続での月当たり 20 万人程度の雇用増は、a)現在の月当たり 20 万人弱の生産年齢人口増加や 63%台の労働力率、b) 6 月 FOMC 以前の月当たり 20 万人の雇用増加を重視していた FOMC 関係者発言等に基づけば、FOMC 公表文に掲げられる資産買入継続条件である「物価安定の下、労働市場の見通しが著しく改善するまで (until the outlook for the labor market has improved substantially)」の労働市場部分を充足するものとして位置づけられる。また、賃金上昇に関しても明るいデータが見られ、デフインフレ懸念が近い将来に払拭されるとの主張も、何とか可能である。つまり、FOMC 公表文に基づく限り、極めて強い 6 月雇用統計により、7 月 FOMC での Tapering 開始も可能になったと判断できる。

しかし、バーナンキ議長は、Tapering を始めるには経済・物価情勢が「見通しに広範に一致」する必要があると述べた。公表されてから一ヶ月程しか経過していないが、6 月 FOMC 見通しは(大幅な下方修正もあり)インフレ率こそ到達圏内にあるが、GDP 成長率と失業率については(計数上は)達成のハードルが大幅に高まっている。そのため、詳細な定性的説明(言葉を選ばなければ『言い訳』)を伴わなければ、現時点で「見通しに広範に一致」とは主張できず、7 月 FOMC での Tapering 開始は正当化されない。また、7 月の Tapering 開始が、将来に渡って Fed が出口戦略を急ぐとの認識を金融市場へ与え、時期尚早の金利上昇を招くリスクもある。

## 9 月 FOMC での Tapering 開始を予想

9 月 FOMC 時点でも「見通しに広範に一致」との条件が、計数上、

### 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。

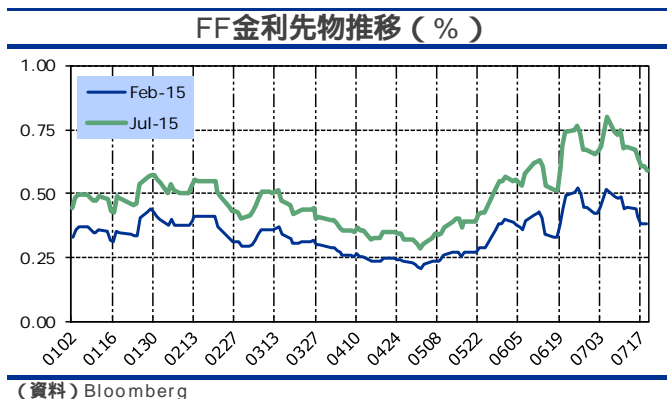
満たされる可能性は極めて低い。しかし、バーナンキ議長が、記者会見の機会を用いて、改めて示す見通し<sup>2</sup>の内容を引用しつつ、成長率については2013年後半の再加速を強調し、失業率については「労働参加率の高まりによる良い失業率上昇」との定性的な説明を加えることで、「見通しに広範に一致」との条件充足を主張することは可能である。これは、上述したように、バーナンキ議長が、労働力率低下による失業率低下を雇用回復とは見做さない旨を指摘した点にも整合する。

こうした9月FOMCに関するロジックは、10月以降のFOMCでのTapering開始を排除するものではない。しかし、6月の雇用統計が米国経済の実勢を正しく示しているとすれば、Taperingを10月以降まで待つと、金融政策運営上は「Behind the Curve（後手に回る）」となりかねない。また、6月のFOMC議事要旨が示したように、FOMC全体で見ると、Taperingへ向けたマグマが相当に蓄積されつつある。従って、10月迄は待たず、9月FOMCにおいてTaperingの開始が決定される可能性が高いと判断できる。

Tapering開始後について見ると、バーナンキ議長は中途での縮小ペース加速を想定しており、来年初めごろに資産買入額は更に縮小される可能性が高い。なお、1年未満での資産買入終了が念頭にあることから、縮小は3～4段階程度と想定される（三段階の例：現状850億ドル 650億ドル 350億ドルゼロ）。

### 初回利上げは2015年前半か

Tapering終了後に開始される出口戦略について考えるために、FF金利引き上げタイミングの金融市場における織り込み度合いを確認すると、バーナンキ議長の解説などが奏功し、早期の利上げ観測は後退しつつある。2015年2月限月のFF金利先物は、6月19日のFOMC直後や7月5日の6月雇用統計公表直後に0.5%を超え、2015年1月FOMCまでの利上げ実施を、一時は完全に織り込んだ<sup>3</sup>。しかし、足元では再び0.4%を割り込む水準へ低下している。また、2015年6月迄の利上げ結果を反映する2015年7月限月は、一時0.75%を超え、2015年前半までの50Bp（25Bp×2回）の利上げを完全に織り込んだが、足元では0.6%と2015年前半の利上げ開始こそ織り込むも、追加利上げの織り込み度合いは5割を下回る。



FF金利先物が示す、こうした現在の金融市場における織り込み度合いは、昨年12月に経済指標による数値基準を時間軸に導入する前にFOMCが用いていた「少なくとも2015年半ばまで超低金利を維持する」との固定期日の時間軸に比べ、多少短期化しているが大きく異なるものではない。

もちろん、実際の利上げタイミングは、バーナンキ議長が繰り返し強調しているように経済動向及び見通しに依存する。しかし、昨年後半に金融緩和を強化する方向にあった時点においてFOMCが「少なくとも2015年半ば」が適切な利上げ開始の次期と認識していた点を勘案すれば、FOMCが現在想定する初回利上げのタイミングは2015年前半と考えておくのが妥当だろう。

<sup>2</sup> 成長率見通しと失業率見通しは下方修正される可能性が高い（失業率見通しは引き上げ）。

<sup>3</sup> FF金利先物は、該当月の平均金利を対象とするためである。