

## 7 月 FOMC 議事要旨が示すフォワード・ガイダンスの強化方針

議事要旨は、7 月 FOMC での Tapering 開始見送りの経緯や判断根拠を示すも、Tapering 開始タイミングに関する追加情報は示さず。当社は、9 月 FOMC での Tapering 開始を引き続きメインシナリオに据える。なお、時期尚早の長期金利上昇を抑制するためにも、Tapering 開始時には縮小経路を明示し、かつ資産買入終了後の出口戦略について一定のインフレ率を下回る下では初回利上げを実施しない旨を盛り込むなど、フォワード・ガイダンスの強化が図られる見込み。

7 月 30～31 日に開催された FOMC の議事要旨 (Minutes) が公表された。7 月 FOMC の公表文 (Statement) では、景気認識を「緩やかな (moderate)」から「緩慢な (modest)」へ引き下げたほか、モーゲージ金利上昇やディスインフレリスクへの言及、出口戦略の再確認などが行われたものの<sup>1</sup>、金融市場において注目を集める資産買入の縮小 (Tapering) に関して新たな情報は示されなかった。裏を返せば、7 月 Minutes を読む上での最大の焦点は、Tapering に関する FOMC 投票権者及び参加者の認識である。

### Tapering に関する検討

#### バーナンキ議長の見解を改めて承認

Tapering に関する検討に際し、まず第一に、ほぼ全ての FOMC 参加者 (almost all participants) が 6 月 FOMC 後の記者会見やその後の議会証言において、バーナンキ議長が示した資産買入に関する見通しに関して賛意を示していることが分かる<sup>2</sup>。

*[A]lmost all participants confirmed that they were broadly comfortable with the characterization of the contingent outlook for asset purchases that was presented in the June postmeeting press conference and in the July monetary policy testimony.*

これにより改めて、バーナンキ議長が示していた「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。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、来年上半期に資産買入の縮小を更に進め、資産買入自体を年央に終了する見込みである。その時点で失業率は 7% 近傍にあり、インフレ率は 2% へ向かっていると考えられる」との見解が担保された。なお、バーナンキ議長が、Tapering の経路に関し具体的な期日に言及した点について、一人の参加者 (one participant) が不快感を表明したが、一般的に FOMC 参加者は、資産買入の先行きがデータ依存 (data-dependent) である点は (金融市場から) 理解を得られているとの認識であり、問題としていない。ただ、2～3 名の参加者 (A few participants) は、資産買入終了時点の失業率 7% 想定を過度に強調することは回避すべきと述べており、失業率の 7% 到達 (見通し) は資産買入終了の条件ではないと判断される。

*[I]f economic conditions improved broadly as expected, the Committee would moderate the pace of its securities purchases later this year. And if economic conditions continued to develop broadly as anticipated, the Committee would reduce the pace of purchases in*

<sup>1</sup> 詳細は、8 月 1 日付 Economic Monitor 「ディスインフレのリスクを明示した 7 月 FOMC」を参照ください。

<sup>2</sup> 6 月 FOMC はバーナンキ議長に Tapering に関する説明を記者会見で行う旨を委託していた。

*measured steps and conclude the purchase program around the middle of 2014. At that point, if the economy evolved along the lines anticipated, the recovery would have gained further momentum, unemployment would be in the vicinity of 7 percent, and inflation would be moving toward the Committee's 2 percent objective.*

*A few participants, while comfortable with the plan, stressed the need to avoid putting too much emphasis on the 7 percent value for the unemployment rate, which they saw only as illustrative of conditions that could obtain at the time when the asset purchases are completed.*

#### 公表文における Tapering 関連情報の追加

6 月 FOMC では見送られた Tapering に関する情報の公表文への追加について、ほとんどの参加者 (Most participants) が潜在的に有用 (potentially useful) と判断している。しかし、多くの参加者 (many) はバーナンキ議長が記者会見などで示したのと同様のニュアンスを公表文に盛り込むことは困難と判断し、7 月 FOMC でも、結局、追加は見送られた。但し、数名 (Several participants) の参加者が情報追加に意欲を示し、また別の数名 (several others) が Tapering 開始時の情報追加が最も有用 (most useful) と指摘している点を踏まえると、資産買入縮小の開始に際しては、その際の FOMC 公表文に、資産買入縮小の経路が明示される見込みである。

*Most participants saw the provision of such information, which would reaffirm the contingent outlook presented following the June meeting, as potentially useful; however, many also saw possible difficulties, such as the challenge of conveying the desired information succinctly and with adequate nuance, and the associated risk of again raising uncertainty about the Committee's policy intentions.*

*Several participants favored including such additional information in the policy statement to be released following the current meeting; several others indicated that providing such information would be most useful when the time came for the Committee to begin reducing the pace of its securities purchases, reasoning that earlier inclusion might trigger an unintended tightening of financial conditions.*

#### Tapering 開始タイミングに関する検討

7 月 FOMC では、FOMC 投票権者のほぼ全員 (almost all Committee members) が、失業率の著しい低下や雇用者数の堅調推移に基づき、期限を定めない資産買入を開始した昨秋以降の労働市場の累積的な改善を認識しつつも、労働参加率やパートタイム比率、労働需要データなども勘案した場合には、資産買入プログラムの変更には労働市場の改善がなお不十分 (not yet appropriate) と判断し、Tapering 開始を見送っている。

2~3 名の投票権者が、今後の経済データを根気強く評価することが重要と述べる一方、別の 2~3 名 (a few others) は、Tapering 開始がまもなく (soon) 始まるとの示唆を行っている。従って、今後の経済指標において、2013 年後半以降の景気回復加速や労働市場の改善継続、デフインフレの緩和などの FOMC 認識と大きく相違する経済データが示されない限り、FOMC は早晩 Tapering を開始すると考えられる。

*While a range of views were expressed regarding the cumulative improvement in the labor market since last fall, almost all Committee members agreed that a change in the purchase program was not yet appropriate.*

*A few members emphasized the importance of being patient and evaluating additional information on the economy before deciding on any changes to the pace of asset purchases. At the same time, a few others pointed to the contingent plan that had been articulated on behalf of the Committee the previous month, and suggested that it might soon be time to slow somewhat the pace of purchases as outlined in that plan.*

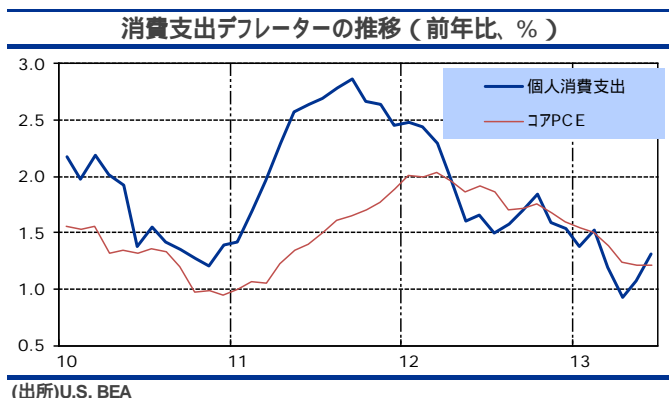
## FF 金利のフォワード・ガイダンスに関する検討

7月のFOMCは、「少なくとも失業率が6.5%を上回る水準にとどまるとともに、向こう1~2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%を0.5%ポイント超上回らず、長期インフレ期待が引き続き十分に抑制されている限り、FF金利を異例の低水準とすることが適切」とのFF金利に関する従来からのフォワード・ガイダンスを再確認している（the Committee reaffirmed）。

但し、フォワード・ガイダンスについて、7月FOMCでは更なる透明性の向上及び強化について検討が行われている。バーナンキ議長も記者会見で言及した現在6.5%である失業率閾値の引き下げについて少数の参加者から提案がなされたが、失業率に関する閾値の変更が、その閾値の信頼性に対し疑問を喚起し、また有効性の低下にも繋がる懸念が2~3名の参加者（A few participants）から示された。また、数名の参加者（several participants）が、追加金融緩和が必要になる場合や適切な金融緩和度合いの提供のための政策ツール構成の調整が必要な場合における失業率閾値の変更については熟考したいとの見解を示している。こうした参加者の見解を踏まえると、失業率に関する閾値の変更はFOMCにおいて否定こそされていないものの、実現のハードルは高いと考えられる。

## 失業率6.5%の閾値を維持しつつ、金利上昇を抑制する方向

寧ろ、FOMC参加者が前向きに検討しているのは、失業率に関する閾値を維持したままのガイダンス強化である。多くの参加者（A number of participants）は、失業率が6.5%の閾値に到達した後のFOMCの金融政策運営方針をより詳しく示すことがもたらす潜在的な有効性に言及している。従って、長期金利上昇に繋がりうる「FOMCが早期に出口戦略へ移行する」との金融市場の思惑を抑制するためにも、失業率に関する6.5%の閾値は維持しつつ、閾値に到達しても、インフレ率が一定水準以下では利上げを行わない旨などのガイダンスを追加することが考えられる。例えば、コア消費支出（PCE）デフレーターが前年比1.5%未満では初回利上げを行わない旨が明記されれば、早期利上げ観測は後退する可能性がある。なお、直近2013年4~6月期のコアPCEデフレーターは前年比1.2%、6月単月も同じく1.2%であった。



*A number of participants also remarked on the possible usefulness of providing additional information on the Committee's intentions regarding adjustments to the federal funds rate after the 6-1/2 percent unemployment rate threshold was reached, in order to strengthen or clarify the Committee's forward guidance.*

## FOMC 見通し: Tapering は 9 月開始、同時に金利上昇のためにフォワード・ガイダンスを強化

以上を総合すると、今後公表される雇用やインフレ、成長率に関する経済データ<sup>3</sup>がFOMC想定を大きく裏切らない限り、9 月 17～18 日の次回FOMCにおいてTaperingが開始される見込みである（確率 60%、従来から変わらず）。但し、雇用者数が大きく弱含むなどのデータが示された場合にはTaperingの開始が 10～12 月期へ延期される可能性もある。なお、7 月FOMCにおける議論を踏まえると、Tapering開始に際しては、時期尚早な長期金利の上昇を防ぐために、Tapering開始後の資産買入に関する経路が明示されると同時に、資産買入終了後の初回利上げなど出口戦略について一定のインフレ率を下回る下では実施しないなどのフォワード・ガイダンスの強化が盛り込まれると考えられる。

<sup>3</sup> 特に重要なのは、4～6 月期の GDP 二次推計値、7 月の PCE デフレーター、8 月雇用統計、8 月 CPI などと考えられる。