

9月 FOMC プレビュー

経済情勢は9月からの Tapering 開始にお墨付きは与えていないが、FOMC 内部の議論を踏まえると、9月 FOMC で、フォワード・ガイダンス強化と組み合わせるかたちで Tapering 開始が決定される見込み。なお、来年のスムーズな金融政策運営を確保するためには、FRB 議長人事のみならず、欠員となる FRB 理事の後任を早期に埋めることが必要。

Fed は9月17~18日に FOMC を開催する。最大の焦点は、資産買入縮小 (Tapering) の開始に踏み切るか否かであるが、極めて微妙な情勢にある。正直なところ、確率は五分五分だろう。

景気回復の加速は示さず

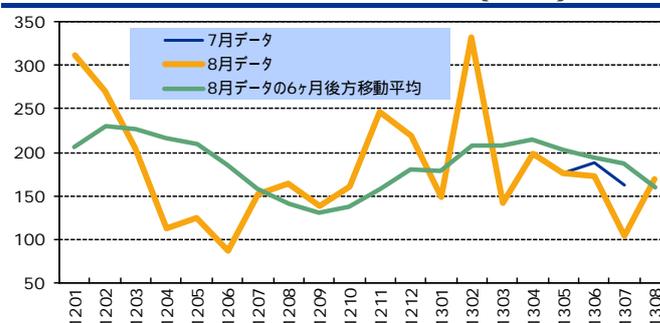
まず、足元の経済指標は、FOMCの景気回復見通しを強くはサポートしていない。記憶に新しい8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差 16.9 万人の増加にとどまった。6~7月データが累計 7.4 万人も下方改訂されたため、6ヶ月平均は 16.0 万人 (7月 18.8 万人) と 20 万人前後を確保していた6月迄から、明らかに減速している¹。7月の製造業生産は前月比

0.1% (6月 0.2%) と小幅ながら減少、実質個人消費支出は 0.0% (6月 0.2%) も横ばいにとどまった。7~9月期の米国経済が良好なスタートを切ったとは言いがたい。雇用と並び FOMC がデュアルマンドेटとするインフレ動向も底這いが続く。コア PCE デフレーターは7月まで4ヶ月連続で前年比 1.2% と、目標の 2% を大きく下回ったままである。

しかし、景気回復加速の見通しには反せず

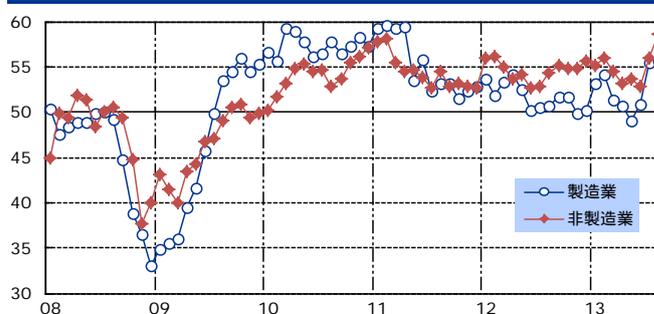
但し、同時に、経済データは、2013 年後半から景気回復ペースが加速するとの FOMC 見通しを違える程に悪い内容とも言えない。企業景況感を示す ISM 指数は改善基調にあり、製造業と非製造業ともに中立水準の 50 を明確に上回っている。また、8月の雇用統計は低調だったが、新規失業保険申請件数は低下傾向が鮮明であり、ISM 調査の雇用指数も製造業と非製造業が共に上昇傾向にある。8月の雇用者数は当初公表では低く出やすいとの統計の癖も踏まえ、次回公表では、遡及しての上方修正と良好な9月データが

非農業部門雇用者数の前月差 (千人)



(出所) U.S. Department of Labor

ISM調査の企業景況感 (中立 = 50)



(出所) Institute for Supply Management

消費支出デフレーター推移 (前年比, %)



(出所) U.S. BEA

¹ 雇用統計の詳細は9月9日付 Economic Monitor 「8月の米雇用統計は明らかな減速を示すも、先行きは暗くない」を参照。

期待できるだろう。

Tapering にお墨付きを与えないが、否定もしない

従って、経済情勢は、9月 FOMC から Tapering を開始するお墨付きは与えていないが、従来から FOMC が主張する景気回復見通しに沿ったかたちでの Tapering 開始を否定もしていないと言える。

FOMC 内部には二つのコンセンサス

次に FOMC 内部の議論はどうだろうか。カンザスシティ連銀主催のジャクソンホール・ミーティングにバーナンキ FRB 議長が出席せず、またイエレン副議長も主たる講演を行わなかったため、例年に比べ、今年は判断に利用できる材料が少ない。ただ、7月 30~31 日に開催された前回 FOMC の議事要旨 (Minutes) や FOMC 参加者の講演からは、FOMC 投票権者及び参加者の間に形成されている二つのコンセンサスを読み取れる。

いずれにしろ 203 年内に Tapering 開始

第一は、2013 年後半から Tapering 開始をするというコンセンサスである。無論、決定事項ではないが、9月 FOMC で Tapering 開始を見送っても、10~12 月期には開始するというのがマジョリティである。これは、ほぼ全ての FOCM 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、賛意を示している点から読み取れる。

第二は、長期金利上昇を抑制する観点から、フォワード・ガイダンスの強化を行うとのコンセンサスである。現在、FOMC は公表文において「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」とのガイダンスを掲げている。このうち失業率部分を早期に修正するハードルは高いが²、インフレ率部分については修正する余地があると考えられる。つまり、長期金利上昇に繋がらうる「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、早期利上げ観測の抑制に効果を発揮する可能性がある。

9 月 FOMC における二つの選択肢

以上を踏まえると、9 月の FOMC が採用しうる選択肢としては、大別して、以下の二つを指摘できる。第一に、9月 FOMC から Tapering を開始するものの、減額幅は国債買入額の 100 億ドル減額 (MBS は据え置き) など極めて少額にとどめ、また今後の買入減額が景気動向に依存し、場合によっては増額もありうることを明示するとの選択肢である。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は、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・ガイダンスの強化により金利上昇を抑制すると考えられる。すなわち、慎重姿勢をアピールしつつ、早いタイミングで小規模の Tapering を開始するとの方策である。

第二は、9月 FOMC では Tapering 開始の条件が満たされつつあるも、更なるデータの見極めが必要と強

² この議論の詳細は 8 月 22 日付 Economic Monitor 「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」を参照。

調し、10月以降のFOMCにTapering開始を先送りするとの選択肢である。この場合、減額幅は第一の選択肢の100億ドルより多額になると見込まれる。9月のFOMC後の記者会見などにより十分な地均しが為されるため、記者会見などを伴う12月FOMCまで待たずに、データ次第では10月からTaperingが開始される可能性がある。但し、先送りによって、Tapering開始に際し求められる経済データのハードルが上昇し、FOMCの行動を制約する弊害も生じうる。なお、フォワード・ガイダンスの強化は、第一の選択肢と同様に、金利上昇抑制のために実施される見込みである。

フォワード・ガイダンス強化との合わせ技による9月からの慎重なTapering開始を予想

二つの選択肢の採用確率は、ほぼ五分五分に近いと考えられる。しかし、既に金融市場がTaperingの開始を織り込んでいるため、9月開始の減額幅を少額にとどめるのならば、9月開始と10月もしくは12月のFOMCからの開始に大きな違いはない。また、投票権者における輪番制の関係から2014年に勢力を強めるタカ派が、資産買入縮小にむけて圧力を強めているという内部事情もある。そのため、当社では、9月のFOMCにおいてTapering開始が決定され、Fedが出口戦略の本格開始に向けた地均しを慎重に開始すると予想する。

金融政策と共に注目されるFed人事

金融政策運営は当然として、今後はFed人事に関する注目も高まりそうである。バーナンキFRB議長の後任人事³は、シリア問題が一段落した後に公表される可能性が高いが、議長人事を別としても、来年にかけて、Fedでは極めて大規模な人事異動が生じるためである。既に8月でデューク理事が退任したが、来

FOMCメンバー及び投票権

	FOMCでの投票権		スタンス	任期等	
	2013年	2014年			
理事	バーナンキ議長	後任	中間派	Jan.31, 2014	退任の意向
	イエレン副議長		ハト派	Oct.04, 2014	
	デューク理事	後任	バーナンキ議長追随	Jan.31, 2012	Aug.31,2013で退任
	タルーロ理事		バーナンキ議長追随	Jan.31, 2022	
	ラスキン理事	後任	バーナンキ議長追随	Jan.31, 2016	財務副長官に転出予定 再任の可能性あり
	パウエル理事	後任	バーナンキ議長追随	Jan.31, 2014	
	スタイン理事		バーナンキ議長追随	Jan.31, 2018	
	地区連銀総裁	NY連銀グドリー総裁		ハト派,FOMC副議長	
ミネアポリス連銀コチャロタ総裁			ハト派		
シカゴ連銀エバンス総裁			中間派		
サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁			中間派		
アトランタ連銀ロックハート総裁			中間派		
クリーブランド連銀ピナルト総裁		後任	中間派		
ボストン連銀ローゼングレン総裁			中間派		
セントルイス連銀ブラッド総裁			中間派		
フィラデルフィア連銀プロッサー総裁			タカ派		
リッチモンド連銀ラッカー総裁			タカ派		
カンザスシティ連銀ジョージ総裁			タカ派		
ダラス連銀フィッシャー総裁			タカ派		

(資料) Federal Reserve Board 資料等より作成。

³ FRB議長人事に関する議論は8月9日付Economic Monitor「FRB議長人事を考える」を参照。

年にかけて、バーナンキ議長に加え、財務副長官に転出予定のラスキン理事、バーナンキ議長と同じく来年1月に任期を迎えるパウエル理事の3名がFRBから欠ける可能性がある。パウエル理事は2012年に就任したばかりのため再任される可能性があるが⁴、単純計算で議長と副議長を含め定員7名のFRB理事のうち、過半数が入れ替わってしまう。また、サマーズ氏が議長に就任した場合には、イエレン副議長⁵が退任する可能性もあるだろう。なお、ワシントンポストは、FRB理事の後任として、ホワイトハウスがブレナード財務次官とエバリー元財務次官補を検討していると報じている。

2014年はタカ派の勢力が強まる

また、既に多少触れたが、2014年は連邦公開市場委員会(FOMC)でタカ派の勢力が強まる年に当たる。FOMCでは、FRB理事7名(議長と副議長を含む)と、輪番により決まる5名の地区連銀総裁の合計12名による投票で金融政策が決定される。地区連銀総裁のうちNY連銀総裁は常に投票権を有するが、残り4人は輪番で変わる。2013年は、明確なタカ派がカンザスシティ連銀のジョージ総裁のみで、幾分ハト派寄りの構成だったが、2014年はタカ派がフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁とダラス連銀のフィッシャー総裁の二名に増える。なお、来年輪番により投票権を得る予定のクリーブランド連銀のピアナルト総裁は退任を表明しており、後任が投票権を得ることになる。クリーブランド連銀は伝統的に中間派だが、後任のスタンスが異なる可能性もゼロとは言えない。

オバマ大統領が金融情勢の安定を望むのならば、早期のFRB理事指名が必要

以上を踏まえると、オバマ大統領が、金融政策における早期の出口戦略への移行をリスクと考えるのであれば、FRB理事を早く任命し、欠員が出来るだけ少ないかたちにして、新議長に運営させることが望まれる。つまり、ワシントンのFRB理事会によるFOMCに対するコントロール力を低下させないことが重要である。イエレン副議長かサマーズ氏のいずれがFRB議長に任命されるか以上に、このFRB理事人事がスムーズに行われるか否かが、来年以降の金融政策運営を考える上で注目される。

⁴ 前任者の任期を引き継いだため、任期が短い。

⁵ 副議長の任期は2014年10月4日迄。また、イエレン副議長が議長に昇格した場合は、副議長人事が必要になる。