

10月FOMCプレビュー

イエレン氏のFRB議長指名により不透明要素は一つ減ったが、FRB理事指名の問題が残る。9月FOMCにおけるTapering開始の見送りが「際どい判断」となった背景には、金利上昇と財政リスクの急浮上に加え、FOMCのコミュニケーションにおける問題も存在。10月FOMCでのTapering開始は予想されず、12月FOMCでの可能性も極めて低い。財政問題再燃のリスクも踏まえれば、Tapering開始の決定は、早くても3月FOMCになると考えられる。

イエレン氏をFRB議長に指名

財政問題が未だ解決に至らない10月9日に、オバマ大統領はイエレンFRB副議長をバーナンキ議長の後任として指名した。今後、上院の上院銀行住宅都市委員会及び本会議において承認が得られれば、女性として初めて、イエレン氏がFRB議長に就任する。上院本会議での承認に際しては、承認の採決に至る手続き上のプロセスをクリア（フィリバスターを回避）するために共和党議員数名の賛成が必要だが、ハードルは低く、イエレン氏のFRB議長就任が承認される可能性は高いだろう。9月15日のサマーズ元財務官のFRB議長レースからの撤退により、金融市場において、イエレン氏の指名は確実視されていたため、指名自体に関するサプライズは皆無である。財政問題が紛糾している最中の指名公表にはやや驚かされたが、経済運営の要である中央銀行トップの人選を迅速に進めていることをアピールし、議会に対して財政問題の早期解決を促す意図が、オバマ大統領にあったと考えられる。

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
	イエレン副議長			ハト派	Oct.04, 2014	次期議長に指名
	デュータ理事		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
	パウエル理事		後任	バーナンキ議長追随	Jan.31, 2014	再任の可能性あり
	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		後任	ハト派,FOMC副議長	退任の意向	
	ミネアポリス連銀コチャコタ総裁			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アナルト総裁			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。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

イエレン氏は、サンフランシスコ連銀総裁並びにFRB副議長として、バーナンキ時代の金融政策決定に深く携わってきており、FRB議長就任後も、基本的には政策の継続性を重視すると考えられる。ただ、筋金入りのハト派であることも事実であり、資産買入縮小（Tapering）の開始に向けて微妙な判断を迫られた9月FOMCのような局面では、そうしたイエレン氏のハト派色が、金融政策の決定に影響する可能性もあるだろう¹。

なお残る Fed 人事の不透明要素

イエレン氏のFRB議長指名により、来年の金融政策運営を巡る不透明要素は一つ減じられた。しかし、Fedの人事を巡る不透明要素はなお複数存在する。まず、既に8月でデューク理事が退任したが、来年にかけて、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²、単純計算では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。

投票権者の輪番での交替により、2014年は連邦公開市場委員会（FOMC）において、タカ派の勢力が強まる年に当たる。そのためFRB理事の欠員は、ハト派のイエレン氏の政策運営を困難にする可能性がある。オバマ大統領が、金融政策の安定的な運営を望むのであれば、FRB理事を早く任命し、欠員を出来るだけ少ない状態にして、イエレン氏に運営させる必要があるだろう。党派を問わず、実績が広く評価されているイエレン氏は別として、党派対立が激化している下で、他の理事候補について承認プロセスがスムーズに進む保証はない。そうした点も考慮し、オバマ大統領はできるだけ早期に理事指名を行うべきだが、少なくとも現時点でそうした動きはほとんど伝えられていない。

「際どい判断」だった9月FOMC

10月9日に公表された9月FOMCの議事要旨（Minutes）は、苦悩するFOMC参加者の姿を浮き彫りにした。9月FOMCにおいて、Fedは市場予想に反して資産買入縮小（Tapering）の開始を見送ったが、その決定は「相対的に際どい判断（a relatively closed call）」だったと、Minutesに記されている。

For several members, the various considerations made the decision to maintain an unchanged pace of asset purchases at this meeting a relatively close call.

経済情勢におけるリスクの浮上

「際どい判断」となったのには、二つの理由がある。一つ目の主たる理由は、経済情勢面でのリスクの浮上である。金融政策経路に関する討議において、Tapering開始の見送りを支持したFOMC参加者の多くは、期限を定めない資産買入を開始した昨年秋以降の雇用改善を認めつつも、最近の金利上昇が住宅市場など実体経済に及ぼす悪影響や、財政問題を巡る顕著なリスクの高まりに対して、懸念を表明した。更に、9月FOMC当時の斑模様の経済データの下でのTapering開始が、金融市場において更なる出口戦略実施の思惑を生む可能性も考慮し、最終的には「リスク・マネジメント」の観点から、Tapering開始の妥当性を裏付ける「更なる根拠（further evidence）」が得られるまでの判断先送りが主張されている。

¹ イエレン氏は2012年の講演において、Optimal-Model分析では、当時のFOMC参加者見通しよりも利上げを遅らせることが妥当となる可能性に言及している。

² 前任者の任期を引き継いだため、任期が短い。

[Q]uestions were raised about the effects on the housing sector and on the broader economy of the tightening in financial conditions in recent months, as well as about the considerable risks surrounding fiscal policy.

[T]he announcement of a reduction in asset purchases at this meeting might trigger an additional, unwarranted tightening of financial conditions, perhaps because markets would read such an announcement as signaling the Committee's willingness, notwithstanding mixed recent data, to take an initial step toward exit from its highly accommodative policy.

[A] number of participants thought that risk-management considerations called for a cautious approach and that, in light of the ambiguous cast of recent readings on the economy, it would be prudent to await further evidence of progress before reducing the pace of asset purchases.

コミュニケーションの有効性低下に対する懸念

二つ目の理由は、9月FOMCでのTapering開始を金融市場が確実視していたために、Tapering開始を見送れば、FOMCのコミュニケーションの有効性に関して懸念が生まれる恐れが存在したことである。つまり、コミュニケーションの有効性低下が将来の金融政策運営に及ぼす悪影響を考慮する必要が生じたが故に、9月のFOMCにおける判断が「際どく」なったのだと言える。

But with financial markets appearing to expect a reduction in purchases at this meeting, concerns were raised about the effectiveness of FOMC communications if the Committee did not take that step.

9月FOMCでのTapering開始見送りが「際どい判断」となった二つの理由のうち、前者の経済情勢に関するものは、金融政策運営が経済データに依存するとのバーナンキ議長のスタンスを正に裏付けるものである。10月前半に連邦政府部門の閉鎖や債務上限引き上げを巡る立法府の混乱が顕在化したことを踏まえば、9月のFOMCにおけるTapering開始見送りは、リスク・マネジメントとして極めて妥当な政策判断だったと言えるだろう。しかし、経済情勢変化のうち、財政問題と共にリスクとして挙げられた金利上昇には、FOMCのコミュニケーションによって金融市場がTapering開始を確実視したために生じた部分も含まれる点を指摘する必要がある。

Fedのコミュニケーションにおける課題

金融政策運営の透明性向上や金融政策に関するコミュニケーションの充実が重要な点は、改めて指摘するまでもない。しかし、9月FOMCに至るコミュニケーションにおいては、金融政策運営が経済データの行方に依存し、かつ様々な不透明要因が存在するにも関わらず、Tapering開始を過度に金融市場へ織り込ませてしまった。そうした過度の織り込みが、時期尚早の金利上昇を招き、巡り巡って9月FOMCでの判断に影響したのである。

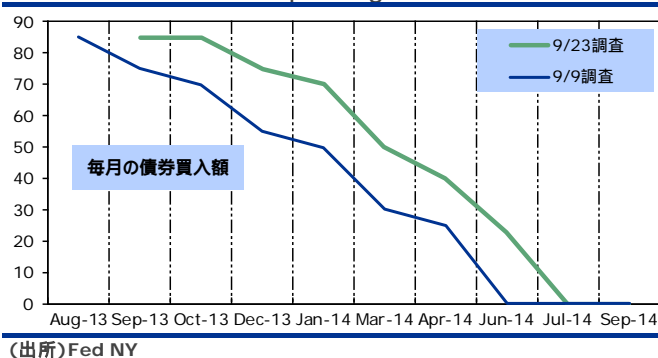
Taperingを巡る今回のFedのコミュニケーションは多少の課題を残すものだったと言えるのではないだろうか。

遠のいたTapering

理由はともあれ、9月FOMCにおけるTapering見送りにより、今後のTaperingの開始に際しては「更なる根拠 (further evidence)」が必要になった。そうした根拠が次回10月29~30日のFOMC迄の短い期間

に蓄積される可能性は極めて低い。実際、9月FOMC後の23日にNY連銀が実施したプライマリーディーラーに対する調査では、10月FOMCにおいてTapering開始は見込まれていなかった。加えて、財政問題の影響により、10～12月期の米国経済は下押しされ、かつ「更なる根拠」の重要部分を構成する経済データの公表が延期されてしまった。10月29～30日のFOMC迄には重要な経済データの過半は公表される予定³であるが、10月FOMCにおいてTapering開始が決定される可能性はほぼゼロと判断できるであろう。

9月FOMC前後でのTaperingに関するPD予想の変化



では、Taperingの開始はいつになるのか。前述のNY連銀調査では12月FOMCから少額(100億ドル減額)でのTapering開始が見込まれていたが、9月FOMCでも懸念されていた財政問題が、10月に入り顕在化してしまった。従って、Taperingを開始するためには、連邦政府部門閉鎖が生じた10～12月期の米国経済がどの程度のペースで成長したのかに加え、財政問題の悪影響緩和後にどの程度で成長可能なかを見極める必要がある。

歳出削減及び税制に関する検討を担う両院予算協議会が期限である12月13日迄に提言をまとめた場合に、12月17～18日のFOMCにおいてTapering開始が決定される可能性は存在する。しかし、そもそも両院予算協議会が合意に至る可能性は高いとは言えず、また12月の時点で財政問題の悪影響緩和後の米国経済の姿を見極めるには相当の困難が伴う点も勘案すると、12月FOMCでTaperingが決定される可能性はやはり低いと判断される。

良好な雇用関連データが整うという前提の下でも、FOMCは少なくとも来年1～3月期までTapering開始を待つと考えられる。財政問題が早期に解決へ向かえば、1月28～29日のFOMCでTaperingが決定される可能性はある。しかし、2月7日には連邦債務が再び債務上限へ達する見込みであり、財政問題が再燃するリスクが大きい点なども勘案すると、Taperingの開始は3月以降にずれ込むと考えるのが妥当であろう。

³ 10月22日に2週間遅れで9月の雇用統計が公表された。また今後、10月28日に9月鉱工業生産、29日に9月小売売上高、30日に9月CPIが公表される予定である。