

FOMC は来年 3 月まで動けない見込み

判断材料を欠き、10 月 FOMC は金融政策を据え置き。公表文は、12 月 FOMC での資産買入縮小の開始を排除しないが、経済情勢の判断が可能になるという観点から見れば、早くても来年 3 月。

Fed は金融政策を据え置き

Fed は 10 月 29～30 日に開催した FOMC において、大方の予想通り、金融政策の据え置きを決定した。すなわち、毎月 850 億ドルの資産買い入れ（及び償還分のロールオーバー）は維持され、0～0.25%のFF金利誘導目標は言うまでもなく、フォワード・ガイダンス（時間軸文言）にも変更はない。初回利上げに課した失業率 6.5%、インフレ率 2%+0.5%Pt の閾値もそのままである。

9 月 FOMC において、資産買入縮小（Tapering）開始を見送った後、どちらかと言えば景気減速を示す経済指標が多く見られ、かつ財政問題は明らかに深刻化した。加えて、財政問題の悪影響は未だ見極め難い状況にある。つまり、10 月 FOMC において、Tapering へ踏み切ると言う選択肢は存在しなかった。

景気やリスクに対する認識の変更は最小限

今後の政策変更を考える上で重要となるのは、9 月にTapering開始を見送る原因となった 金利上昇の景気への影響及び 財政問題についてのFOMCの認識である。しかし、10 月の公表文（Statement）において大きな判断の変更は見られなかった。まず、「住宅市場の回復が最近数ヶ月で幾分減速（slowed somewhat）した」と認め、また雇用市場についても「一段の改善」を「ある程度の一段の改善（some further improvement）」へニュアンスを僅かに下方修正したものの、景気全体の判断は「緩慢なペースで拡大（expand at a moderate pace）」に据え置いている。つまり、景気認識に関する大きな変更はない。なお、住宅市場に関する判断の修正は、金利上昇が住宅市場へ悪影響をもたらした点を認めたものと言えるが、因果関係は明示されていない。また、9 月FOMC後の金利低下を踏まえ、金融情勢の引き締まりが経済に及ぼす悪影響に関する記載¹は削除されている。

また、10 月に米国経済に悪影響を及ぼし、国際金融市場の懸念材料となった財政問題については、従来からの「財政政策が経済成長の制約となっている（restraining economic growth）」との表現を維持した。

そして、最終的に、FOMC は「経済及び労働市場見通しに対する下振れリスクは、全体として、昨年秋以降、後退してきた」とのリスク認識を堅持し、資産買入開始時に比べ「（現在の）経済活動と労働市場の改善は、広範な領域において経済活動の趨勢が力強さを増していることと整合」との判断も変更していない。連邦政府部門の閉鎖もあり、判断材料が限られる下で、FOMC は景気やリスクに対する認識を、基本的には前回と同様に据え置いたと言える。

形式的には 12 月 FOMC での Tapering 開始を排除しないが...

今回のFOMC公表文は、前回 9 月FOMCと今回 10 月FOMCの間に大きな認識の変更はないことを強調するものであり、形式的には年内つまり次回 12 月FOMCでのTapering開始を排除しないものと言える。し

¹ “[T]ightening of financial conditions observed in recent months, if sustained, could slow the pace of improvement in the economy and labor market”が削除された。

かし、現実問題として、年内のTapering開始は相当に困難であろう。7~9 月期の雇用情勢は回復の勢いを失い²、また民間調査³に基づけば10 月も連邦政府機関閉鎖の影響もあり民間雇用者数の伸びは低調だった。こうした景気減速から米国経済が再び脱したことを確認する前のTapering開始はあり得ないが、その確認には少なくとも3 ヶ月程度の経済データが必要になる。連邦政府機関閉鎖に見舞われた10 月より後の経済データ、すなわち11 月から3 ヶ月程度の経済データが蓄積され、経済動向を判断できるようになるのは来年2 月以降であり、開催スケジュールに照らせば3 月18~19 日のFOMCまで待つ必要がある。

加えて、9 月 FOMC での Tapering 開始見送りの原因の一つとなった財政問題の動向も影響する。財政問題が完全に解決へ至る必要はないが、財政問題の不透明感が減じられ、家計や企業などの経済主体が支出行動を躊躇わない方向へと事態が改善する必要はある。仮に経済動向が良好でも、財政問題の霧が寧ろ濃くなるようでは、Tapering 開始のハードルは高いままだろう。財政問題については、a)12 月13 日の両院協議会による財政問題による修正案提示期限、b)来年1 月15 日の暫定予算期限、c)2 月7 日の連邦債務上限復活といったタイムスケジュールが意識されている。

Tapering 開始は早くて3 月 FOMC

以上を踏まえると、経済動向把握の制約から、Tapering 開始は早くても来年3 月のFOMC となり、財政問題の動向次第では更に開始時期が遅れる可能性もあると判断できる。なお、経済動向の把握に際しては、当然に種々のデータが参照されるが、やはり 2013 年前半に複数のFOMC 参加者が言及した毎月の雇用者数増加20 万人が一つのメルクマールとして意識されざるを得ない。厳格に達成される必要はもちろんないが、15 万人では足りず、20 万人に近い雇用増加、例えば18 万人以上の雇用増加は必要と考えられる。

逆に、バーナンキ議長が言及した資産買入終了時に失業率7%とのメルクマールやフォワード・ガイダンスに示されている失業率の閾値6.5%への接近を、強く意識する必要はないと考えられる。失業率7%は、当時のFOMC 参加者見通しから逆算したものに過ぎず、また9 月のFOMC 議事要旨(Minutes)における議論もあるように、失業率の変動には様々な要因が影響し、雇用回復の指標として、単独では有用ではないためである。

バーナンキ FRB 議長は、残念ながら非伝統的金融政策の正常化、つまり資産買入縮小に踏み出すことなく、来年1 月末にFed を去ると考えられる。非伝統的金融政策の正常化は、イエレン氏と目される次期FRB 議長に委ねられるだろう。

² 7~9 月期の非農業部門雇用者数は月当たり14.3 万人増加となり、4~6 月期の18.2 万人増加から大きく減速した

³ ADP によると、10 月の民間雇用者数は前月差13.0 万人となり、9 月改訂値の14.5 万人から増加ペースが鈍化した。

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	8月	9月
景気 の 現 状 判 断	<p>[E]conomic activity expanded at a moderate pace.</p> <p>Some indicators of labor market conditions have shown further improvement in recent months, but the unemployment rate remains elevated.</p> <p>Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has been strengthening, but mortgage rates have risen further and fiscal policy is restraining economic growth.</p> <p>経済活動は緩慢なペースで拡大した。</p> <p>幾つかの労働市場関連指標は、最近数カ月間に一段の改善を示したが、失業率は依然高止まりしている。</p> <p>家計支出や企業による固定投資は増加し、住宅セクターは力強さを増しているが、住宅ローン金利は更に上昇し、財政政策が経済成長の制約となっている。</p>	<p>[E]conomic activity has continued to expand at a moderate pace.</p> <p>Some Indicators of labor market conditions have shown some further improvement, but the unemployment rate remains elevated.</p> <p>Available data suggest that household spending and business fixed investment advanced, while the recovery in the housing sector slowed somewhat in recent months. Fiscal policy is restraining economic growth.</p> <p>経済活動は緩慢なペースで拡大を続けた。</p> <p>労働市場関連指標は、最近数カ月間にある程度の一段の改善を示したが、失業率は依然高止まりしている。</p> <p>利用可能なデータによると、住宅市場の回復が最近数ヶ月で幾分減速したが、家計支出や企業による固定投資は増加した。財政政策が経済成長の制約となっている。</p>
景気 見 通 し	<p>The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic growth will pick up from its recent pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate.</p> <p>The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished, on net, since last fall, but the tightening of financial conditions observed in recent months, if sustained, could slow the pace of improvement in the economy and labor market.</p> <p>適切な金融緩和政策により経済成長が最近のペースから加速し、失業率はFOMCのデュアルマンドートと整合する水準へ向けて段階的に低下するとFOMCは予想している。</p> <p>経済及び労働市場見通しに対する下振れリスクは、全体として、昨年秋以降、後退してきたと考えている。しかし、金融情勢の引き締まりが最近数ヶ月に観察されており、そうした情勢が継続すれば、経済及び労働市場の改善ペースを低下させる可能性がある。</p>	<p>The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic growth will pick up from its recent pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate.</p> <p>The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished, on net, since last fall. but the tightening of financial conditions observed in recent months, if sustained, could slow the pace of improvement in the economy and labor market.</p> <p>適切な金融緩和政策により経済成長が最近のペースから加速し、失業率はFOMCのデュアルマンドートと整合する水準へ向けて段階的に低下するとFOMCは予想している。</p> <p>経済及び労働市場見通しに対する下振れリスクは、全体として、昨年秋以降、後退してきたと考えている。しかし、金融情勢の引き締まりが最近数ヶ月に観察されており、そうした情勢が継続すれば、経済及び労働市場の改善ペースを低下させる可能性がある。</p>

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。

FOMCステートメントにおける金融政策等の変更点

	8月	9月
資 産 買 入 縮 小 に 関 する 判 断	<p>Taking into account the extent of federal fiscal retrenchment, the Committee sees the improvement in economic activity and labor market conditions since it began its asset purchase program a year ago as consistent with growing underlying strength in the broader economy.</p> <p>However, the Committee decided to await more evidence that progress will be sustained before adjusting the pace of its purchases.</p> <p>連邦政府の緊縮財政の影響を勘案すれば、一年前に資産買入を開始した以降の経済活動及び雇用市場の改善は、経済が広範な分野において力強さを増していることに整合すると考えられる。しかし、FOMCは資産買入ペースを調整する前に、こうした改善が持続するとのさらなる証拠を見極める必要があると判断した。</p>	<p>Taking into account the extent of federal fiscal retrenchment over the past year, the Committee sees the improvement in economic activity and labor market conditions since it began its asset purchase program a year ago as consistent with growing underlying strength in the broader economy.</p> <p>However, the Committee decided to await more evidence that progress will be sustained before adjusting the pace of its purchases.</p> <p>過去一年の連邦政府の緊縮財政の影響を勘案すれば、一年前に資産買入を開始した以降の経済活動及び雇用市場の改善は、経済が広範な分野において力強さを増していることに整合すると考えられる。しかし、FOMCは資産買入ペースを調整する前に、こうした改善が持続するとのさらなる証拠を見極める必要があると判断した。</p>

(出所) Fed 日本語は当社による仮訳。