

12 月 FOMC プレビューと 2014 年の注目点

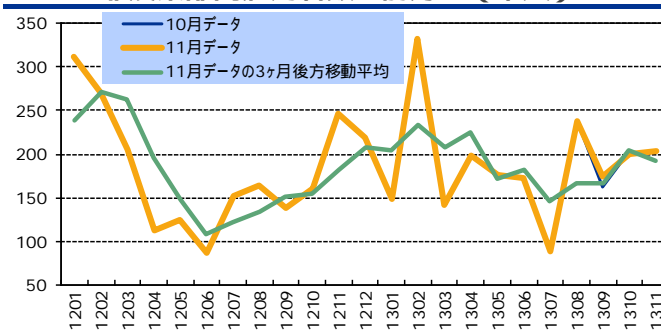
雇用改善、年末商戦の堅調推移、財政問題の進展を踏まえ、12 月 FOMC で Tapering が開始されると予想。なお、フォワードガイダンスの修正は小幅にとどまる見込み。来年の FOMC では、イエレン氏の FRB 議長就任のみならず、副議長人事や FRB 理事の欠員リスク、タカ派の勢力拡大に留意が必要。

12 月 17～18 日に、Fed が今年最後の FOMC を開催する。今回の FOMC における最大の焦点は資産買入縮小 (Tapering) の開始とそれに付随する政策変更の有無である。ただ、そうした政策変更の有無以外にも、来年 1 月にバーナンキ議長の退任とイエレン副議長の昇格を控え、頭に入れて置くべき事項は多い。

(1) 12 月 FOMC にて資産買入縮小が開始される見込み

Tapering に向けた環境が整いつつある。まず、米国の 11 月の非農業部門雇用者数 (NFP: Non-farm Payroll Employment) は前月差 20.3 万人となり、10 月改訂値の 20.0 万人に続き、2 ヶ月連続で 20 万人の大幅な増加にのせた。NFP は 3 ヶ月移動平均で見ても 19.3 万人 (10 月 20.4 万人) を確保、9 月 FOMC において Tapering 開始を見送った際の 3 ヶ月平均 14.8 万人 (6～8 月平均) を大きく上回るのみならず、2013 年前半に複数の FOMC 関係者が資産買入縮小 (Tapering)

非農業部門雇用者数の前月差 (千人)



(出所) U.S. Department of Labor

のメルクマールとして言及した 20 万人近傍に達している。また、最も速報性のある雇用データである失業保険申請件数が (感謝祭などによる季節調整の歪みを考慮しても) 減少傾向を維持している点も勘案すると、雇用者数の動向は 12 月 FOMC の時点で Tapering 開始のハードルをクリアする可能性が高い。

また、11 月までの小売売上高の実績を見る限り、年末商戦は堅調に推移している模様¹である。消費者マインドの悪化も止まっており、家計の支出動向は 10～12 月期に大幅な改善が見込まれる。

そして何よりも、来年まで持ち越しになると思われていた財政問題が大きく前進している。12 月 10 日に、ライアン下院予算委員長 (共和党) とマリー上院予算委員長 (民主党) は財政協議において合意に達した。各党首脳に加えオバマ大統領も支持を表明しており、遅くとも年内には合意を盛り込んだ法案が成立する可能性が高い。今回の合意は、抜本的な歳出削減や税制改革などを伴うものではない。しかし、当面の 2 会計年度 (2013/10～2014/9、2014/10～2015/9) における強制的歳出削減の悪影響を緩和し、かつ今年 10 月に生じた連邦政府部門の閉鎖を繰り返さないという点において、特に FOMC にとっては極めてポジティブな材料として評価できる。

こうした外部環境の改善に加え、10 月 FOMC 議事要旨が明らかとしていた FOMC 参加者の Tapering 開始に対する前向きな姿勢²も勘案し、12 月 FOMC において Tapering が開始される可能性が高いと判断³する。

¹ 詳細は、12 月 13 日付 Economic Monitor 「年末商戦の前半戦は堅調、10～12 月期の消費加速を示唆」を参照。

² 10 月の FOMC 議事要旨には「今後数ヶ月のうちに買入規模縮小が可能になりうる」との見解が示されていた。

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。

もちろん、労働力率の低下傾向やデスインフレなどの問題は残っている。しかし、デスインフレに対して最も強い懸念を示していたセントルイス連銀のブロード総裁が、最近の講演で Tapering 開始の可能性に言及している点などを勘案すると、労働力率の低下やデスインフレに関しては、Tapering 開始時期ではなく、利上げまでの出口戦略全体において対応すべき問題との認識が FOMC 参加者の間に広がっていると推測できる。

10 月 FOMC の議事要旨を参考にすると、Tapering のペースは経済指標連動ではなく、固定スケジュールで行い、金融政策の予見可能性を高める方針と考えられる。また、Tapering に際しては、国債と MBS を均等に減らすと見込まれるが、住宅市場への影響を勘案し国債を優先して減額する可能性も残っている。10 月 FOMC において、低金利維持の方針を明確化するために検討されていた超過準備預金金利 (IOER) の引き下げについては、大きな効果が見込めないため、見送られると予想する。

(2) フォワードガイダンスは小幅修正へ

将来の金融政策を考える上で、Tapering の開始以上に注目されるのがフォワードガイダンスの修正の有無である。現在、FOMC は、利上げに関して「少なくとも失業率が 6.5% を上回る水準にとどまり、かつ先行き 1~2 年のインフレ見通しが長期目標である 2% から 0.5% Pt を超えない水準以下に収まり、長期のインフレ期待が十分抑制されている限り、FF 金利を異例の低水準に維持することが適切になる」とのフォワードガイダンスを設定している。Tapering 開始後も低金利を継続する姿勢を強調するために、ガイダンスを変更する可能性がある。

しかし、失業率が 6.5% へ到達する以前に、フォワードガイダンスに大幅な変更が加えられる可能性は低い。11 月の講演において、バーナンキ議長が、失業率が 6.5% の閾値を下回った後も、インフレ率が良好な水準にある限り、かなりの期間に渡ってゼロ近傍にとどまる可能性が高いことを繰り返し強調した点を踏まえると、FOMC は、閾値を変更するよりも、現状のフォワードガイダンスにより導かれる金融政策パスの説明を尽くす方法で対応すると考えられる。従って、フォワードガイダンスの修正は、低金利継続を強調するために将来の金利パスに関する詳細な説明が追加される程度にとどまり、失業率に関する閾値 6.5% の引き下げは見送られる見込みである。閾値に関して変更があるとすれば、害が少ない（同時に益も少ない）とされるインフレ率の下限閾値の追加と予想する。

(3) イエレン次期議長の金融政策

2013 年中にイエレン氏の次期 FRB 議長就任が上院にて承認される見込みである。イエレン氏の金融政策を考える上で肝になるのは、2012 年の講演⁴において繰り返し言及した金融政策ルール「最適管理 (Optimal control)」である。最適管理を、一言で言えば、「計量経済モデルに基づき社会的損失を最小化する金融政策運営ルール」となる。具体的には、社会的損失としてインフレ率の目標からの乖離と失業率の長期均衡からの乖離の合計（イエレン氏の講演では均等のウェイト）を最小化するように政策金利を決定する仕組みである。2012 年の講演で、イエレン氏は、最適管理に基づいた金融政策運営を行った場合に、最初の利上げが（講演当時の）市場コンセンサスや FOMC 参加者見通しから 1 年程度遅れる旨の

³ 当社は、強含んだ 11 月雇用統計を踏まえ、Tapering について、財政協議が合意に至る場合には 12 月 FOMC での開始をメインシナリオとした。詳細は 12 月 9 日付 Economic Monitor 「11 月雇用統計は強含み、資産買入縮小の開始が視野に」を参照。

⁴ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20120411a.htm>
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20120606a.htm>
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20121113a.htm>

試算を示した。また、2013年11月のIMF年次会合では、FRBスタッフから最適管理では利上げ開始が2017年初めになる旨の論文も公表されている。

2012年11月の講演でイエレン氏が示した最適管理におけるインフレ率（PCE デフレーター）と失業率の経路を見ると、インフレ率が一時的に2%をある程度上回るのを許容することで、失業率の早期低下を促し、社会的損失の最小化を目指す政策であることが分かる。つまり、現在の経済情勢においては、最適管理の採用が金融緩和状態（低金利）の長期化に繋がると言える。ただし、最適管理が「ハト派」的な金融政策運営を必ずもたらす、という訳ではない。その本質は社会的損失の最小化であり、経済情勢によっては、インフレ昂進を防止するために一定の失業率上昇を許容し、政策金利の引き上げが示唆されることも当然にありうる。

最適管理を実際の金融政策に適用する際の問題は、計量経済モデルに極めて強く依存するという点である。社会的損失を最小化する計算は経済モデルに依存せざるを得ない。しかし、完璧な計量経済モデルは存在せず、当然に現実の経済からの乖離が発生しうる。また、合議体であるFOMCで用いる場合には、FOMC参加者それぞれの依拠する経済理論に依拠した計量経済モデルを個別に構築するのかという実務的な問題もある。そのため、最適管理がそのままのかたちで、Fedの金融政策運営に導入されるとは考えにくい。

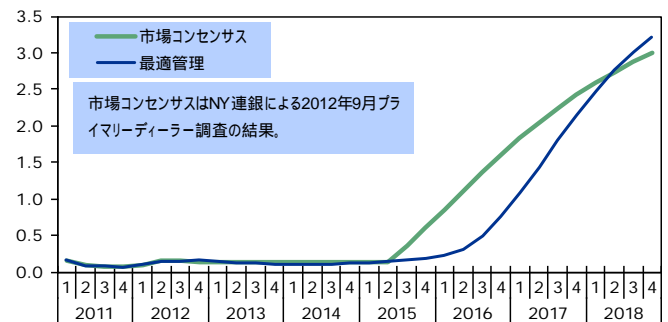
しかし、最適管理はFRBのデュアルマンドेटである「最大限の雇用と物価安定」に即しており、議長に昇格するイエレン氏が最適管理を重視していることもまた確かである。そのため、今後の金融政策運営において最適管理に基づく発想の影響が強まり、金融緩和状態（低金利）の長期化に繋がる可能性は高いだろう。

(4)FRB 理事の欠員が増えるリスク

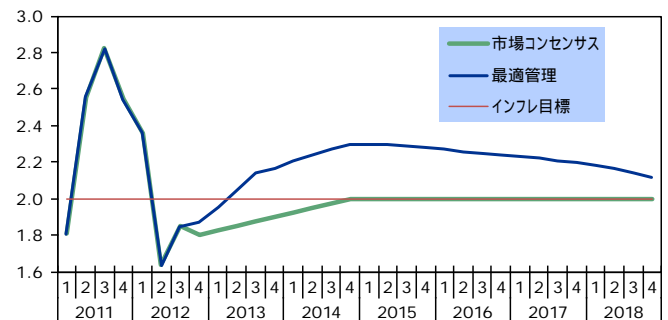
議長人事以外にも、来年はFRB人事が大きく動く。まず、議長に昇格するイエレン副議長の後任には、スタンレー・フィッシャー前イスラエル中銀総裁が浮上してきた。フィッシャー氏は、世銀チーフエコノミストやIMFの筆頭副専務理事を務めたほか、MIT教授時代にバーナンキ議長やドラギECB総裁を指導した経歴を有する大御所である。米国籍も有しており、オバマ大統領が指名し、フィッシャー氏が受諾すれば、議会が反対する可能性は小さいだろう。過去の発言などを踏まえると、フィッシャー氏は資産買入など非伝統的金融政策の必要性を認める一方で、金融システム安定の重要性にも配慮するなどバランス

イエレン氏が2012年11月の講演で示した「最適管理」

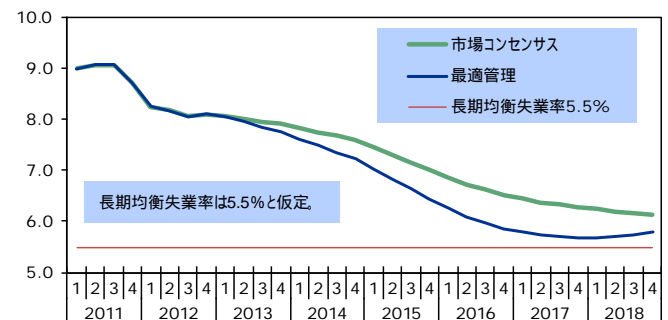
「最適管理」による政策金利の経路（％）



「最適管理」によるPCEデフレーター前年比の経路（％）



「最適管理」による失業率の経路（％）



(出所)FRB

のとれた見識を有しており、今後の Fed の金融政策運営にプラスと考えられる。但し、イエレン新議長がフィッシャー氏に配慮し、独自政策を打ち出しにくくなる可能性もある。

議長と副議長以外の 5 名の FRB 理事のうち、既にデューク理事 1 名が退任済、また財務副長官に転出する可能性が高いラスキン理事も実質退任状態にある。更に来年 1 月にはパウエル理事も任期切れを迎える。パウエル理事は再任される可能性があるが、その一方で、スタイン理事が退任する可能性があるとも報じられている。いずれにしろ FRB 理事において相当数の欠員が生じるリスクがある。

大統領指名人事を上院が承認する上で障害となるフィリバスター（議事妨害）に関する規則が 11 月に変更され、フィリバスター打ち切りのために必要な賛成票数が 60 票から 51 票に減った。そのため、オバマ大統領が理事の欠員を生める上でのハードルは相当に下がっている。しかし、それでもなお、来年 1 月末迄の短い時間で、FRB 理事に見込まれる欠員を全て埋めるのは難しいだろう⁵。

(5)2014 年の FOMC 投票権者はタカ派が増加

FOMC はワシントンの FRB 理事 7 名（議長、副議長も含む）と地区連銀総裁 12 名の合計 19 名から構成されるが、毎回の FOMC で政策決定の投票権を有するのは、そのうち FRB 理事 7 名と地区連銀総裁 5 名の合計 12 名に限られる。地区連銀総裁は、常に投票権を有するニューヨーク連銀総裁を除き、4 名が輪番で毎年入れ替わる。2013 年は、タカ派がカンザスシティ連銀のジョージ総裁 1 名だけだったが、替わって 2014 年は、ジョージ総裁以上に筋金入りのタカ派であるフィラデルフィア連銀のブロッサー総裁

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
	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	退任の可能性あり
地区連銀総裁	NY連銀ダドリー総裁		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ロード総裁			中間派		
	フィラデルフィア連銀ブロッサー総裁			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。

⁵ 暫定措置として、後任者が決まらない場合に、任期切れ後も理事としてとどまる方法がある。

とダラス連銀のリチャード・フィッシャー総裁の2名が投票権を得る。ハト派であるミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁も2014年に投票権を得るが、2013年との比較では、2014年のFOMC投票権者は幾分タカ派色が強まることになるだろう。

FRB議長のスタンスに同調することの多いFRB理事に欠員が生じる一方で、タカ派の地区連銀総裁の勢力が強まる点は、ハト派のイエレン新議長にとって逆風である。