

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

1 月 FOMC プレビュー

1 月 FOMC では、追加的に資産買入の 100 億ドルの減額が決定される見込み。失業率の閾値 6.5% は有名無実化した、1 月に失業率が 6.5% へ達すれば、3 月にもフォワードガイダンスを修正せざるを得ない。バーナンキ議長の退任や理事、FOMC 投票権者の交替など人事面の変化に留意が必要。

バーナンキ議長の最後の FOMC

1 月 28 ~ 29 日に 2014 年一回目の FOMC が開催される。1 月 FOMC はバーナンキ FRB 議長とイエレン副議長のコンビによる最後の FOMC となる。後述するようにバーナンキ議長は 1 月 31 日で退任し、イエレン副議長が議長に昇格する。また、新たな副議長にはフィッシャー前イスラエル中銀総裁が就任する見込みである。フィッシャー氏の副議長就任に大きな障害はないと考えられるが、上院の承認手続きが、イエレン新議長が誕生する 2 月 1 日に間に合うかどうかは微妙であろう。なお、1 月の FOMC からは、地区連銀総裁の投票権者 (Members) が定例のローテーション¹で交替する。

100 億ドル規模の Tapering が続く見込み

そうした人事上の変化はあるものの、何よりも 1 月 FOMC における最大の焦点は資産買入縮小 (Tapering) の行方である。2013 年 12 月の FOMC にて Tapering の開始を決め、2014 年 1 月から買い入れ額を 850 億ドルから 750 億ドルへ 100 億ドル縮小した。12 月の FOMC 議事要旨 (Minutes) によれば、FOMC 投票権者 (Members) は労働市場の累積的改善と将来の改善見通しを踏まえ、資産買入縮小の開始を妥当と判断し、更なる縮小についても「慎重な段階 (measured steps)」を踏んで進めていくと示唆している。同時に、資産買入縮小のペースは「予め定められた道筋ではない (not on a preset course)」とも述べ、毎回の FOMC において Tapering の妥当性を判断するスタンスを強調してはいるが、やはり基本路線は毎回の FOMC において小規模の 100 億ドル毎の減額であろう。12 月の雇用統計は低調な内容だったが、悪天候による影響が大きく、また周辺データは雇用情勢の改善継続を示唆している²。そのため、1 月 FOMC においても追加的に 100 億ドルの減額が決定されることが考えられる。

[M]ost members agreed that the cumulative improvement in labor market conditions and the likelihood that the improvement would be sustained indicated that the Committee could appropriately begin to slow the pace of its asset purchases at this meeting.

[M]any members judged that the Committee should proceed cautiously in taking its first action to reduce the pace of asset purchases and should indicate that further reductions would be undertaken in measured steps. Members also stressed the need to underscore that the pace of asset purchases was not on a preset course and would remain contingent on the Committee's outlook for the labor market and inflation as well as its assessment of the efficacy and costs of purchases.

(出所) Minutes of the Federal Open Market Committee, December 17-18, 2013

¹ FOMC では NY 連銀総裁を含め、5 名の地区連銀総裁が投票権を有する。但し、そのうち NY 連銀総裁を除く 4 名の投票権者は毎年 1 月の FOMC から輪番で交替する。

² 12 月雇用統計は、1 月 14 日付 Economic Monitor 「雇用者数減速より、労働力率の低下が問題 (12 月米雇用統計)」を参照
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。

Tapering 加速を左右するのはインフレ動向

当面、2014 年前半は、毎回 100 億ドルのペースでの減額が続く見込みである。その後、資産買入縮小ペースの加速については利上げタイミングを大きく左右するのは、雇用情勢ではなくインフレ動向と考えられる。これは 12 月 FOMC 公表文におけるフォワードガイダンスに「特にインフレ率が 2%を下回ると予想される下では、失業率が 6.5%を下回ってから相当の時間が経過後も、FF 金利の誘導目標をゼロ～0.25%に維持することが適切になる」との追記が行われたことから確認できる。つまり、現在の FOMC にとっては、インフレ率が目標である「2%を下回る」状況の継続こそが問題である。

FOMC 参加者 (Participants) は、コア PCE デフレーターの前年比を 2014 年最終四半期に 1.4～1.6%、2015 年最終四半期に 1.6～2.0%と見通している。そうした見通しの明確な上方修正が見込めない限りは、Tapering のペース加速は行われまいだろう。

The Committee now anticipates, based on its assessment of these factors, that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate well past the time that the unemployment rate declines below 6-1/2 percent, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal.

(出所) Statement of the Federal Open Market Committee, December 17-18, 2013

失業率の閾値をどうするか？

既に述べたように 12 月 FOMC では、フィワードガイダンスに「特にインフレ率が 2%を下回ると予想される下では、失業率が 6.5%を下回ってから相当の時間が経過後も、FF 金利の誘導目標をゼロ～0.25%に維持することが適切になる」との追記が行われた。この追記は、利上げ検討開始における失業率の閾値 6.5%を有名無実化するものであり、失業率の 6.5%到達は利上げ時期を巡る判断に影響しない。しかし実質的な意味を失ったとしても、現実に失業率が 6.5%に達した場合には、フォワードガイダンスを修正する必要が生じると考えられる。2013 年 12 月の失業率は既に 6.7%と 2008 年 10 月以来の低水準へ到達したが、緊急失業保険給付 (EUC) の失効により、2014 年 1 月の雇用統計では更に 0.2%Pt 程度の押し下げ圧力が生じ、失業率が閾値の 6.5%へ到達するリスクが存在する³。従って、1 月は乗り切ることができたとしても、3 月 FOMC ではフォワードガイダンスの修正を余儀なくされる可能性が指摘できる。

複合指標を考慮する内容への変更か

12 月 FOMC の議事要旨では、労働力率の低下を踏まえ、失

2013 年 12 月 FOMC 参加者の見通し (SEP)

1. 経済見通し

(%)	2013	2014	2015	2016	Longer run
成長率	2.2 2.3	2.8 3.2	3.0 3.4	2.5 3.2	2.2 2.4
前回見通し	2.0 2.3	2.9 3.1	3.0 3.5	2.5 3.3	2.2 2.5
失業率	7.0 7.1	6.3 6.6	5.8 6.1	5.3 5.8	5.2 5.8
前回見通し	7.1 7.3	6.4 6.8	5.9 6.2	5.4 5.9	5.2 5.8
PCEデフレーター	0.9 1.0	1.4 1.6	1.5 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
前回見通し	1.1 1.2	1.3 1.8	1.6 2.0	1.7 2.0	2.0 2.0
コアPCEデフレーター	1.1 1.2	1.4 1.6	1.6 2.0	1.8 2.0	-
前回見通し	1.2 1.3	1.5 1.7	1.7 2.0	1.9 2.0	-

(注) 成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

2. 金融政策見通し

(人)	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	0	2	12	3
前回見通し	0	3	12	2

(出所) FRB

2014 年 FOMC のスケジュール

2013/01/28-29

2013/03/18-19 SEP, 記者会見

2013/04/29-30

2013/06/17-18 SEP, 記者会見

2013/07/29-30

2013/09/16-17 SEP, 記者会見

2013/10/28-29

2013/12/16-17 SEP, 記者会見

FOMC は年 8 回。

(出所) FRB

³ この議論の詳細は、前掲の雇用統計に関するレポートを参照。

業率が労働市場の循環的な弱さを十分には現してはいない可能性が述べられている。こうした労働力率の低下は、人口動態などの構造的な変化が一因ではあるが、長期失業率や経済的理由によるパートタイム労働者比率の高さを踏まえれば、失業率が示唆する以上に労働市場には多大なスラックが残存していると考えるのが妥当であろう。従って、3月FOMCでは、失業率の閾値に替えて、長期失業など様々なデータに基づき労働市場の改善を判断した上で利上げの是非を検討する旨の文言が導入される可能性がある。数値基準が消えるのは、金融政策の透明性という観点では後退とも言えるが、既に6.5%の閾値は有名無実化しており、実質的には大きく変わらない。

Participants exchanged views on the extent to which the decrease in labor force participation over recent years represented cyclical weakness in the labor market that was not adequately captured by the unemployment rate.

[S]everal others continued to see important elements of cyclical weakness in the low labor force participation rate and cited other indicators of considerable slack in the labor market, including the still-high levels of long-duration unemployment and of workers employed part time for economic reasons and the still-depressed ratio of employment to population for workers ages 25 to 54.

(出所) Minutes of the Federal Open Market Committee, December 17-18, 2013

バブルのリスク

金融政策に関する議論において、中期的に注目されるのは（規模こそ縮小するが）金融緩和を継続することによる金融不均衡の拡大、つまりバブルのリスクに関するFOMC参加者の認識である。Tapering決定に際し、FOMC参加者の大勢（Most participants）は、資産買入による限界的効率性（marginal efficacy）が従来より減退したと認識しつつも、資産買入の限界的な便益（marginal benefits）は限界的なコスト（marginal costs）をなお上回るとして、資産買入の早期（もしくは12月FOMCでの）終了は妥当ではないと判断した。こうした判断や、12月FOMCにおいて、多くのFOMC参加者が初回利上げを2015年と予想している点を勘案すれば、少なくとも現時点で、FOMC内においてバブルのリスクに対する警戒感が大きく高まっているとは判断されない。

しかし、資産買入縮小の開始に際して、バブルのリスクが意識されたのは間違いなく、金融政策の行方を考える上で、金融不均衡に関する今後の議論には注目が必要と言える。

Most participants judged the marginal costs of asset purchases as unlikely to be sufficient, relative to their marginal benefits, to justify ending the purchases now or relatively soon;

A majority of participants judged that the marginal efficacy of purchases was likely declining as purchases continue, although some noted the difficulty inherent in making such an assessment.

(出所) Minutes of the Federal Open Market Committee, December 17-18, 2013

2014年のFOMCにおける変化

a) 1月FOMCからの投票権者変更

冒頭で多少触れたが、2014年はFOMCの構成に大きな変化が生じる。時系列で見ていくと、まず1月28

～29日のFOMC⁴において、常に投票権を有するNY連銀総裁を除き、投票権を有する4名の地区連銀総裁が輪番により交替する。2013年はシカゴ連銀のエバンス総裁、ボストン連銀のローゼングレン総裁、セントルイス連銀のブラード総裁、カンザスシティ連銀のジョージ総裁が投票権を有したが、2014年はミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、クリーブランド連銀のピアナルト総裁、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁、ダラス連銀のフィッシャー総裁が投票権を有する。2013年は明確なタカ派がジョージ総裁一人だけだったが、2014年はプロッサー総裁とフィッシャー総裁の二人に増えるのが特徴である。なお、ピアナルト総裁は退任の方針を明らかとしており、年内に交替すると見込まれる。

もしTapering開始が先送りされていれば、タカ派の勢力拡大が2014年の金融政策に大きな影響を及ぼした可能性がある。しかし、12月にTaperingは開始され、今後も“measured steps”での継続が示唆されている。つまり、タカ派の意向に概ね沿った政策変更が既に実施されていると言える。そのため、投票権者におけるタカ派の勢力拡大が、2014年のFOMCにおける政策決定にすぐに大きな影響を及ぼす可能性は高くないだろう。ただ、ハト派のイエレン新総裁とタカ派の意見対立が深刻化するリスクは常に存在する。

b)議長を始めとするFRB理事の交替

次に訪れるのが、バーナンキ議長をはじめとするFRB理事の交替である。バーナンキ議長は、1月FOMC後の1月31日に任期が満了し、退任する。既に上院の承認を得ているイエレン氏が、Fed100年の歴史の中で、初めての副議長からの昇格、かつ女性議長に2月1日に就任する予定である。他の理事人事については、オバマ大統領が、イエレン副議長の後任にフィッシャー前イスラエル中銀総裁を、退任済のデューク前理事の後任にブレイナード前財務次官を指名している。また、1月31日で任期が切れるパウエル理事は再指名を受けている。こうした3名の就任に関する上院承認に大きな障害はないと考えられるが、1月28～29日のFOMCや1月31日のバーナンキ議長退任のタイミングに間に合うかははっきりしない。なお、ラスキン理事は財務副長官への転出が予定されており(1月15日にも上院が承認の見込み)、FRB理事には再び空席が生じる予定である。

新たにFRBに加わる中でも特に注目されるのはフィッシャー氏であろう。フィッシャー氏は、世銀チー

FOMCメンバー及び投票権

		FOMCでの投票権	
		2013年	2014年
理事	2013	2014/1	
	バーナンキ議長	イエレン議長	
	イエレン副議長	フィッシャー副議長	
	デューク理事	ブレイナード理事	
	ラスキン理事	空席?	
	パウエル理事	パウエル理事	
	タルーロ理事	タルーロ理事	
	スタイン理事	スタイン理事	
地区連銀総裁	NY連銀ダドリー総裁	NY連銀ダドリー総裁	
	ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁	ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁	
	シカゴ連銀エバンス総裁	シカゴ連銀エバンス総裁	
	サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁	サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁	
	アトランタ連銀ロックハート総裁	アトランタ連銀ロックハート総裁	
	クリーブランド連銀ピアナルト総裁	クリーブランド連銀ピアナルト総裁	
	ボストン連銀ローゼングレン総裁	ボストン連銀ローゼングレン総裁	
	セントルイス連銀ブラード総裁	セントルイス連銀ブラード総裁	
	フィラデルフィア連銀プロッサー総裁	フィラデルフィア連銀プロッサー総裁	
	リッチモンド連銀ラッカー総裁	リッチモンド連銀ラッカー総裁	
	カンザスシティ連銀ジョージ総裁	カンザスシティ連銀ジョージ総裁	
	ダラス連銀フィッシャー総裁	ダラス連銀フィッシャー総裁	

(資料) Federal Reserve Board 資料等より作成。

⁴ 投票権を有する地区連銀総裁は、1月FOMCにおいて交替する。つまり、12月FOMCから1月FOMCの間に、臨時会合が開催されれば、それは従前の投票権者が投票権を有する。

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。