

## 3 月 FOMC でのフォワードガイダンス変更を予告

1 月 FOMC では、フォワードガイダンス変更の必要性が認識されており、3 月 FOMC において少なくとも雇用に関する部分は変更される見込み。失業率の閾値は撤廃され、雇用情勢に関しては総合的な判断へ移行すると想定。閾値が残る場合も「5.5%への接近」などのかたちに曖昧化される可能性が高い。また、Tapering ペースの変更には相当の見通し変化が必要との認識が示され、毎月 100 億ドルの Tapering 継続と 2014 年終盤での資産買入終了が基本路線であることを示唆。

### 3 月 FOMC でフォワードガイダンスを変更へ

1 月 28～29 日に開催された、バーナンキ FRB 議長による最後の FOMC の議事要旨 (Minutes) が明らかとなった (と言っても、バーナンキ議長退任に関する特別の記載はないが...)。まず注目すべきは、失業率が閾値である 6.5%へ接近する下で、FOMC 参加者がフォワードガイダンス変更の必要性を明確に認めた点である。次回 3 月 FOMC において、フォワードガイダンスは少なくとも雇用に係る部分は変更されると考えられる。3 月 FOMC では、四半期に一度の見通し公表のタイミングでもあり、市場予想の混乱を回避可能な点でも適切なタイミングと言える。

*Participants agreed that, with the unemployment rate approaching 6-1/2 percent, it would soon be appropriate for the Committee to change its forward guidance in order to provide information about its decisions regarding the federal funds rate after that threshold was crossed.*

### 失業率の閾値は撤廃され、総合的な判断へ移行か？

では、どう変わるのか。現在のフォワードガイダンスは、「少なくとも失業率が 6.5%超にとどまり、1～2 年先のインフレ上昇予測が長期目標の 2%から 0.5 ポイント以内の上振れに収まり、長期的なインフレ期待が引き続き十分に抑制されている限り」において現行の FF 金利誘導目標が適切とした上で、「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公算が高い」との複雑な二部構成になっている。

フォワードガイダンスを要約すれば「インフレが長期目標近傍で安定する下では、失業率が 6.5%へ到達後も利上げに相当の時間の経過が予想される」との内容に過ぎないのだが、失業率が FOMC 参加者の予想を上回るペースで低下したために、文言が継ぎ足され複雑化している。失業率は労働市場の現状を図る優れた指標の一つだが、種々の要因に左右されるため、特に深刻な景気後退の後である現在は予想が困難である。そうした事態を踏まえ、1 月 FOMC においても種々の議論が交わされた。

一部の参加者 (Some Participants) が、失業率 6.5%の延長線上としての量的閾値の継続を求める一方、数名の参加者 (Several participants) はフォワードガイダンスにおける金融安定に対するリスクへの配慮を重視し、また別の数名の参加者 (several participants) はインフレ率が長期目標の 2%を下回る下での FF 金利誘導目標の極めて低い水準への維持を強調すべきとのスタンスである。未だ意見集約には至っておらず、変更内容の予測は困難と言える。ただ敢えて言えば、当社では、失業率に関する量的閾値は撤廃され、より広範なデータから労働市場のスラックの状況を推し量るスタンスへ移行する可能性が高いと

判断している。失業率に関する量的な閾値が残る場合にも、多くの FOMC 参加者が長期均衡と考える「5.5%へ明確に接近した場合」などの幾分曖昧な表現になると見込んでいる。

*Some participants favored quantitative guidance along the lines of the existing thresholds, while others preferred a qualitative approach that would provide additional information regarding the factors that would guide the Committee's policy decisions. Several participants suggested that risks to financial stability should appear more explicitly in the list of factors that would guide decisions about the federal funds rate once the unemployment rate threshold is crossed, and several participants argued that the forward guidance should give greater emphasis to the Committee's willingness to keep rates low if inflation were to remain persistently below the Committee's 2 percent longer-run objective.*

### Tapering のペース変更には「相当の見通しの変化」が必要

現在行っている資産買入の縮小 (Tapering) に関して、毎月 100 億ドル減額というペースの変更には、相当の見通しの変化 (an appreciable change in the economic outlook) が必要との見解が、数名の参加者 (Several participants) から示されている。これは、現状ペースでの Tapering が続き、2014 年終盤に資産買入が終了するのが既定路線である点を、強く示す内容と言える。

*Several participants argued that, in the absence of an appreciable change in the economic outlook, there should be a clear presumption in favor of continuing to reduce the pace of purchases by a total of \$10 billion at each FOMC meeting.*

### 利上げの見解はマイノリティ

なお、1 月の議事要旨には、2~3 名の参加者 (A few participants) から利上げを急ぐべきとの主張が示されたことが記された。中でも 1 名 (One participant) は、極めてタカ派的に、2014 年央以前の利上げを求めている。ただ、こうした意見は少数派であり、FOMC の大勢が早期利上げへ傾いている訳ではない。輪番による交替により、2013 年に比べ 2014 年はタカ派の投票権者が増加する。そうしたタカ派の投票権者が、今後一年の投票権者としての基本的スタンスを示す意味も込めて、意思表示をしたのではないだろうか。

*A few participants raised the possibility that it might be appropriate to increase the federal funds rate relatively soon. One participant cited evidence that the equilibrium real interest rate had moved higher; and a couple of them noted that some standard policy rules tended to suggest that the federal funds rate should be raised above its effective lower bound before the middle of this year.*

*Other participants, however, suggested that prescriptions from standard policy rules were not appropriate in current circumstances, either because the target federal funds rate had been constrained by the lower bound for some time or because the equilibrium real rate of interest was likely still being held down by various factors, including the lingering effects of the financial crisis, and was significantly below the value of the longer-run rate built into standard policy rules.*

### FOMC 参加者の経済やリスクへのスタンス

#### 経済成長

FOMC 参加者は、2014 年の米国経済に対して楽観的なスタンスを示しつつも、過度に強気へは傾いてい

ない。2013 年後半の高成長は、一時的な純輸出や在庫投資の寄与に押し上げられたとの認識を明確としており、2014 年前半の減速を想定している。

*[S]everal participants observed that temporary factors had helped boost real GDP during the second half, pointing specifically to the substantial contributions from net exports and increased inventory investment. As a result, participants generally did not expect the recent pace of economic growth to be sustained, but they nonetheless anticipated that the economy would expand at a moderate pace in coming quarters.*

## 雇用者数の動向

一方、FOMC 参加者は、12 月の非農業部門雇用者数の減速に関しては、寒波の影響が大きい点を強調し、また企業側の雇用意欲が強い点から、過度に悲観する必要はないとの認識を示した。但し、1 月も雇用者数の伸びが低位にとどまった点には留意する必要がある。なお、3 月 FOMC の前に 2 月の雇用データが公表される。

*A number of participants indicated that the December payrolls figure may have been an anomaly, perhaps importantly reflecting bad weather, and it was noted that the initial readings on payrolls in recent years had subsequently tended to be revised up. In addition, some participants reported that their business contacts had become more positive about hiring in the year ahead.*

## 新興国リスク

1 月 FOMC の公表文において、言及がない点の一部で注目された新興国リスクであるが、(当然だが) FOMC においては議論が為されていた点が明らかとなった。リスクはバランスしているとの結論だが、新興国リスクが継続した場合には、見通しの下振れリスクになるとの認識が示されている。

*It was also noted that recent developments in several emerging market economies, if they continued, could pose downside risks to the outlook.*

*Overall, most participants still viewed the risks to the outlook for the economy and the labor market as having become more nearly balanced in recent months.*