

3 月 FOMC プレビュー：フォワードガイダンスを変更へ

3 月 FOMC では月 100 億ドル減額の Tapering が継続される一方、フォワードガイダンスについては雇用に関する部分が量的基準から総合判断へ変更されると見込み。フィッシャー氏の副議長就任やクリーブランド連銀総裁の交代などの Fed 人事は、少なくとも 2014 年に関しては金融政策への影響は小さい模様。

3 月 18～19 日に、2014 年二回目の、そしてイエレン FRB 議長による初めての FOMC が開催される。焦点は フォワードガイダンスの変更と 1～3 月期の景気減速に関する FOMC の判断 である。また、四半期に一度の経済見通しが示されるほか、イエレン議長による初めての記者会見も行われる。

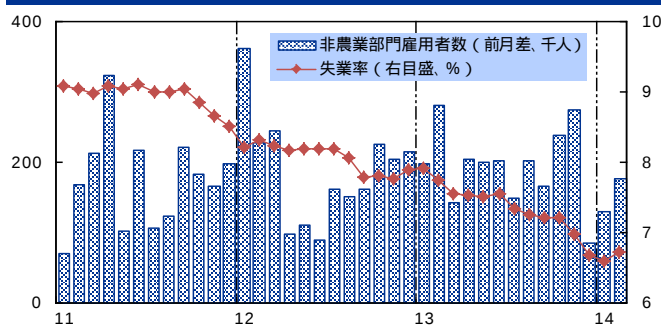
FOMC は 1～3 月期の減速を寒波による一時的な動きと判断

1～3 月期の景気減速に関しては、NY 連銀のダドリー総裁¹（2014 年 FOMC での投票権有）やアトランタ連銀のロックハート総裁²（投票権無）、サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁（投票権無）など複数の FOMC 関係者が、寒波の影響を指摘すると同時に成長率見通しの据え置きを示唆している。つまり、1～3 月期の成長率低下は、寒波による一時的な動きに過ぎないとの判断がマジョリティと考えられる。3 月 5 日に公表されたベージュブックでも、小売や製造業などにおいて寒波への言及が見られた。3 月 7 日に公表された 2 月の雇用統計が、寒波により就業不能な雇用者が急増したにも関わらず、全体として見れば底堅く推移した点も踏まれば³、3 月 FOMC では従来の景気判断が維持される可能性が高いだろう。

月 100 億ドル減額の Tapering を変更するハードルは高い

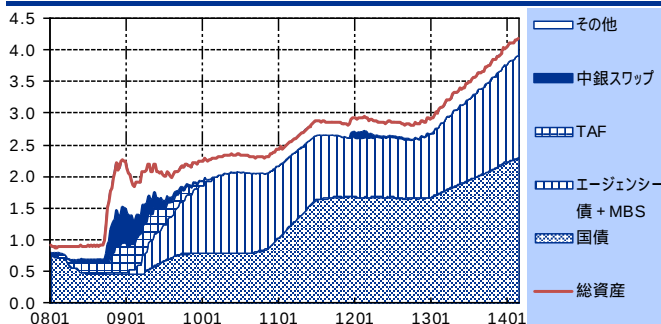
景気判断が維持される下では、現在の資産買入縮小（Tapering）ペース、つまり FOMC 毎の 100 億ドルの減額を変更する余地はほとんどない。最近のインタビューや講演において、ハト派のダドリー総裁とロックハート総裁、タカ派のダラス連銀のフィッシャー総裁（投票権有）とフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁（投票権有）の合計 4 名が、Tapering ペースを変更するハードルの高さを認めている。寒波の影響という観点では、1～3 月期の景気減速にも関わらずハト派 2 名が変更のハードルを高いと認識している点が重要である。一方、2014 年を通じて考えれば、タカ派であり、かつ投票権を有するフィッシャー総裁とプロッサー総裁が、持論に基づけば減額幅の拡大を必

非農業部門雇用者数と失業率



(出所) U.S. Department of Labor

Fed 総資産の推移 (兆ドル)



(出所) FRB

¹ “William Dudley Interview: Video Clips and Excerpts”, Mar 6, 2014, WSJ

² “Atlanta Fed’s Lockhart talks to us about weather, jobs and the taper”, Mar 6, 2014, WSJ

³ 詳細は 3 月 10 日付 Economic Monitor 「2 月の米雇用統計は寒波を勘案すれば強めの内容」を参照。

要と論じつつ、そうした変更は現実には難しいと判断している点が注目される。FOMC 内部において、毎回 FOMC での 100 億ドルの減額が既定路線になっている点を改めて確認できる。

フォワードガイダンス修正の機運高まる

3 月 FOMC において、最も注目されるのはフォワードガイダンスに関する議論である。2 月 19 日に公表された 1 月 FOMC の議事要旨 (Minutes) では、FOMC 参加者が、失業率 6.5% を利上げ検討の閾値とする現在のフォワードガイダンスについて、変更の必要性を明確に認識している点が示された。寒波に伴う雇用情勢の減速により、失業率が 1 月の 6.6% から 2 月に 6.7% へ上昇し、変更の時限的な逼迫度合いは幾分薄れたものの、失業率が閾値である 6.5% に接近している事態は変わらない。また、最近のインタビューにおいて、ダドリー総裁やシカゴ連銀のエバンス総裁がフォワードガイダンス修正の必要性に言及した点⁴、さらに 3 月 FOMC は四半期に一度の見通し公表のタイミングであり、市場予想の混乱を回避可能な点も勘案すると、3 月 FOMC においてフォワードガイダンスが修正される可能性は高いと考えられる。

量的基準から質的基準による総合判断へ

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しまった。

雇用情勢をはかるデータとして閾値に用いられている失業率は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と言える。そのため、従来から当社は「量的閾値が撤廃され、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」と予想してきた⁵。ダドリー総裁が数値基準の撤廃を公言し、エバンス総裁が「質的基準 (qualitative guidance)」の採用を提案している点は、当社の見方を裏付けるものと言える。仮に、失業率に関する量的な基準が残る場合にも、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り、閾値としての役割は終える可能性が高い。言うまでもないが、新たなフォワードガイダンスにも、従来と同様に、雇用情勢の改善を慎重に見極め、インフレ昂進がない限りにおいて利上げを急がないスタンスが示されるだろう。

短期的には市場の不確実性を取り除く効果、長期的には伝統的な政策への回帰への布石

以上の通り、3 月 FOMC で予想される内容は 100 億ドル減額の Tapering 継続と 100 億ドル減額ペース堅持の蓋然性の高まり、そしてフォワードガイダンスにおける失業率閾値の撤廃と総合基準 (質的基準) への移行、である。こうした三つの措置は、FOMC のスタンス変更を意味するものではなく、現在の政策の延長線上に位置する。しかし、 と は Tapering に関する不確実性を取り除き、 は失業率の

⁴ “Fed’s Evans: Time to Revise Forward Guidance”, Mar 10, 2014, WSJ

⁵ 1 月 14 日付 Economic Monitor 「1 月 FOMC プレビュー」及び 2 月 20 日付 Economic Monitor 「3 月 FOMC でのフォワードガイダンス変更を予告」を参照。

6.5%への接近に伴い、市場において若干の疑念が生じていた Tapering 終了後の FOMC の政策スタンスを明確化するものと言える。従って、金融市場における不透明材料を減じる効果が期待できる。

一方、長期的な観点から見ると、3月 FOMC で予想されるフォワードガイダンスの修正は、通常は用いられない「閾値」言明による非伝統的な政策から、より一般的な総合判断による伝統的な金融政策への回帰として位置づけられる。こうした変化を、数値基準の撤廃による透明性の後退と認識すべきではないだろう。本来、総合判断により行うべきものを無理に一つの指標による数値基準へ単純化するのは、透明性の向上と言えない。今後は、四半期に一度示される経済見通しと将来の金利パス見通しに照らし、FOMC による金融政策の先行きを占うことの重要性が従来よりも高まると考えられる。

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

未だ定まらない Fed 人事

2月3日にイエレン氏が FRB 議長に就任し、初の女性議長による新時代が幕を開けた。しかし、イエレン体制での人事は未だ過渡期にあり、定まっていない。

寒波も響き、FRB 理事の上院承認が停滞

第一に、寒波に伴う公聴会の延期なども響き、オバマ大統領が指名した FRB 理事人事の上院承認が現時点で未了となっている。オバマ大統領は、イエレン議長の後任となる副議長ポスト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ynaード前財務次官を指名し、また1月31日で任期が切れたパウエル理事は再指名を受けている。3名の指名に関する公聴会は漸く3月13日に開催される予定であり、その後に上院金融委員会及び本会議での承認手続きが行われる。3月18~19日の FOMC にはぎりぎり間に合う見込みである。

FRB 理事人事と同様に、ラスキン FRB 理事の財務副長官への就任手続きも遅れていたが、3月12日について上院本会議で承認された。ラスキン氏は13日まで FRB 理事の職務を果たした後、14日に財務副長官へ就任する予定である。なお、上述の3名の人事が承認されても、ラスキン氏の財務副長官に就任により FRB 理事ポストには一つの空席が生じることになる。

新たなクリーブランド連銀総裁はタカ派かハト派か？

第二に、FOMCの投票権者が6月に一名入れ替わる。FOMCには、FRB理事と地区連銀総裁全員が参加するが、投票権を有するのは7名のFRB理事⁶と輪番により交替する5名の地区連銀総裁である。2014年は輪番により、クリーブランド連銀が投票権を有するが、そのクリーブランド連銀の総裁が交替する。

昨年からクリーブランド連銀のピアナルト総裁は退任の意向を示していたが、2月13日に後任にメスター氏 (Loretta J. Mester) が指名された⁷。ピアナルト総裁は5月末日で退任し、メスター新総裁が6月

⁶ 欠員がない場合。なお、ラスキン FRB 理事は財務副長官への指名を踏まえ、最近の FOMC にて投票を行っていない。

⁷ [Loretta J. Mester Named President and Chief Executive Officer of the Federal Reserve Bank of Cleveland, Effective June 1, 2014, Feb 13, 2014, Federal Reserve Bank of Cleveland](#)

1日に就任する。メスター氏は55歳、現在はフィラデルフィア連銀の調査部ディレクター⁸として勤務し、同連銀の**プロッサー総裁の首席経済顧問**を担っている。プロッサー総裁は筋金入りのタカ派であるため、メスター氏もタカ派寄りの見解を示すとの観測がある。但し、メスター氏は金融政策に関連したコメントを行っておらず、その詳細なスタンスは現時点で不明と言わざるを得ない。クリーブランド連銀総裁は、2014年のFOMCにおいて投票権を有するだけに、メスター氏が中間派であるピアナルト総裁に近いスタンスを示すのか、それとも現在の上司であるプロッサー総裁に近いスタンスを示すのかは注目される。

Loretta J. Mester



(出所)FRB of Cleveland

Fed 人事が 2014 年の FOMC に及ぼす影響は大きくない、寧ろ 2015 年？

一連の人事において、最も重要度が高いのは、フィッシャー氏のFRB副議長就任である。但し、13日の公聴会に先立ち公開された証言原稿においてフィッシャー氏は「拡張的な金融政策の継続の必要⁹」を認めており、少なくとも短期的にFOMCの政策スタンスが大きく変更される可能性はないだろう。なお、フィッシャー氏は同時に金融システムの安定の重要性にも言及している。新たな金融バブル防止という観点から、利上げタイミングに関する見解が将来的にイエ

FOMCメンバー及び投票権

		FOMCでの投票権		任期等
		2013年	2014年	
理事	バーナンキ議長	イエレン議長	○	3月就任予定 3月就任予定 財務副長官に転出予定 3月に再任予定
	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	○	6月1日就任予定
	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メスター総裁	○	
	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。

⁸ Executive Vice President and Director of Research

⁹ “At present, achievement of both maximum employment and price stability requires the continuation of an expansionary monetary policy – even though the degree of expansion is being gradually and cautiously cut back as the Fed reduces its monthly purchases of longer-term Treasury securities and agency mortgage-backed securities”, Statement of Stanley Fischer Nominee to be a Member and Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate March 13, 2014

レン議長と異なる可能性は存在する。

メスター氏に関しては、仮にタカ派寄りのスタンスを示した場合に、2014 年の投票権者においてタカ派が（ダラス連銀の）フィッシャー総裁、プロッサー総裁と合わせ 3 名になる点が注目される。但し、既に述べたように 2014 年の Tapering ペースを変えるハードルは極めて高く、メスター氏が加わってもペースが速まる可能性は低いと判断できる。やや裏を返せば、2014 年の FOMC の投票権者にタカ派が集中したため、輪番で投票権者が入れ替わる 2015 年にはハト派や中間派の割合が増す。利上げ開始タイミングを考える上では、2014 年よりも 2015 年の FOMC 投票権者の構成の方が重要とも言えるだろう。