

## Fed による資産買入の行方

バーナンキ議長は今後 2～3 回の会合で資産買入縮小が開始される可能性に言及。FOMC における主流派の見解も、条件が許せば資産買入を早期に縮小すべきというもの。しかし、縮小を開始するための雇用など経済情勢に課される条件は極めて厳しく、早期の縮小開始の蓋然性が高いとは言えない。

### バーナンキ議長が今後 2～3 回の会合での資産買入縮小に言及

Fedによる資産買入の行方を巡って、鍵となる二つのイベントが5月22日に行われた。一つは、5月FOMCの議事要旨(Minutes)の公表であり、もう一つはバーナンキ議長の議会証言である。議会証言後の議員との質疑応答において、バーナンキ議長は、経済データの改善が継続すれば、「Fedは月当たり850億ドルの債券購入について『今後2～3回のFOMC会合において(in the next few meetings)』減額を開始するかも知れない」と指摘し、それに大きく反応するかたちで長期金利は上昇、株価は下落している。今後のFOMCは6月18～19日、7月30～31日、9月17～18日に予定されており、バーナンキ議長の発言は7～9月期中の資産買入縮小の可能性を示唆したと言えるためである。7～9月期は、減額開始時期として、大方の想定より早い<sup>1</sup>。但し、バーナンキ議長の質疑応答部分だけを抽出して、資産買入縮小のタイミングを推し量るべきではないだろう。議事要旨が示したFOMC内の議論やバーナンキ議長の議会証言(Testimony)の本文のニュアンスを加味した上で、考える必要がある。

### FOMC 議事要旨では資産買入縮小の条件に関するコンセンサスなし

まず、FOMC 議事要旨では、「多くの参加者(A number of participants)が、経済情報が十分に強く継続的な成長の証左(evidence)を示せば、早ければ6月の会合において(as early as the June meeting)、債券購入の縮小に対する希望を表明した」と記された。しかし、縮小開始に必要な「証左」については見解が大きく分かれ、コンセンサスが形成されていない。

*A number of participants expressed willingness to adjust the flow of purchases downward as early as the June meeting if the economic information received by that time showed evidence of sufficiently strong and sustained growth; however, views differed about what evidence would be necessary and the likelihood of that outcome.*

こうした議事要旨の内容は、バーナンキ議長の質疑応答より幾分タカ派寄りである。ただ、同じ議事要旨において経済成長のリスクは依然下向きであると多くの参加者(A number of participants)が指摘し、また2～3名の参加者(A few participants)が財政が経済に及ぼす悪影響が数ヶ月残存する点にも言及している点を踏まえれば、債券購入の縮小開始に課される経済条件は相当に厳しいものになると推測できる。

*[E]conomic data releases over the intermeeting period were mixed, raising some concern that the recovery might be slowing after a solid start earlier this year, thereby repeating the pattern observed in recent years.*

*A number of participants noted that the balance of risks to growth remained to the downside, although a couple suggested that such risks had diminished appreciably since last fall. A few*

<sup>1</sup> 当社は10～12月期と想定。

*participants warned that, in light of ongoing fiscal restraint and a weak global outlook, economic data could remain soft for the next few months, regardless of the underlying strength of the economy.*

### インフレ動向を注意深く観察

インフレ認識においては、現在の個人消費支出デフレーター（PCED）がゴールである 2%を大きく下回っているのは一時的要因によるところが大きい点を指摘し、他のデータ（おそらくは CPI やトレンド指標）や期待インフレ率の安定に言及している。これは 5 月 FOMC の公表文と概ね同様の内容である。ただ、同時に、多くの参加者（[A] number of participants）が今後の価格推移について注意深い観察（careful watching）が必要とも強調した。これは PCED の低下トレンドが続く下での金融緩和縮小のリスクが無視できない点を示唆したものと言える。

*Both headline and core PCE inflation in the first quarter came in below the Committee's longer-run goal of 2 percent, but these recent lower readings appeared to be due, in part, to temporary factors; other measures of inflation as well as inflation expectations had remained more stable.*

*[A] number of participants expressed concern that inflation was below the Committee's target and stressed that future price developments bore careful watching.*

### バーナンキ議長は議会証言で時期尚早な引き締めリスクを強調

次にバーナンキ議長の議会証言を見ると、5 月の FOMC 公表文に基づき、「資産買入を加速も減速もする準備がある」との原則論をまずは述べた上で、時期尚早な金融引き締めが及ぼす悪影響にフォーカスを当てている。加えて、財政赤字削減の悪影響を金融政策では打ち消すことができない点も強調した。

*At its most recent meeting, the Committee made clear that it is prepared to increase or reduce the pace of its asset purchases to ensure that the stance of monetary policy remains appropriate as the outlook for the labor market or inflation changes.*

*A premature tightening of monetary policy could lead interest rates to rise temporarily but would also carry a substantial risk of slowing or ending the economic recovery and causing inflation to fall further.*

*In present circumstances, with short-term interest rates already close to zero, monetary policy does not have the capacity to fully offset an economic headwind of this (the deficit reduction policies) magnitude.*

### 早いタイミングでの資産買入縮小のハードルは相当に高い

以上の FOMC 議事要旨、バーナンキ議長の議会証言及び質疑応答を総括すると、経済特に雇用の情勢が十分かつ持続的な改善を示せば、遅滞なく、すなわち次回 6 月会合でも資産買入の縮小に動くというのが、現在の FOMC の主流の見解と判断される。これは、国内経済以外の動向、すなわち金融などの要因が資産買入縮小における主たる検討要素とはなっていないことも意味する。

但し、資産買入縮小の条件については、未だコンセンサスが形成されておらず、極めて厳格に判断されると考えられる。雇用者数の増加幅は 6 ヶ月移動平均で見れば 20 万人を超えているが、3 月 13.8 万人、4 月 16.5 万人と直近は弱含んでいる。6 月 FOMC で資産買入縮小へ踏み切るためには 5 月の雇用者数の増

加幅が再び上向き、20 万人を超えることが、最低ラインとなるだろう。その上で雇用増加の持続性が示され、かつ将来のインフレ反転が担保される必要がある。これは相当に厳しい条件であり、6 月 FOMC での充足は困難と考えられる。

そう考えれば、バーナンキ議長が質疑応答で述べた『今後 2~3 回の FOMC 会合において( in the next few meetings )』というタイミングは、極めて楽観的なシナリオが実現した場合と位置づけられる。まさしく経済データ次第だが、9 月までに資産買入縮小を開始するハードルは相当に高い。

## 出口戦略に関する二つの示唆

なお、資産買入縮小とは関係のない部分において、今後の出口戦略に関し、二つの重要な示唆があった。一つは、バーナンキ議長が出口戦略を進める過程における MBS 売却が不要となる可能性を、個人的見解としてだが表明した点である。これは、MBS 利回りが急騰するリスクを軽減する。もう一つは、FOMC 議事要旨において、出口戦略を進める過程においては FF 金利が適切な指標とはならない点に言及が見られた点である。これは FF 金利に替えて、Fed の預入金への付利金利などが活用される可能性を示唆したものと考えられる。