

2012年10月25日 全4頁

FOMC: 政策変更はないが議論は活発化

声明文は前回とほぼ変わらぬ内容

ニューヨークリサーチセンター
エコノミスト 笠原 滝平
シニアエコノミスト 土屋 貴裕

[要約]

- Fedは10月23日、24日に定例のFOMCを開催し、政策金利であるFFレートの誘導水準を0.00~0.25%の範囲に据え置いた。引き続き異例なほど低い金利水準を少なくとも2015年半ばまで維持すると発表した。また、前回のFOMCで発表したMBSの購入も維持する方針。前回のFOMCから目立った金融政策の変更はみられなかった。
- 金融緩和策の一つとして行われているオペレーション・ツイストの期限切れが迫っている。金融政策に関して、FOMC参加者の発言にばらつきがみられ、今後、追加的な緩和を巡ってはハト派・タカ派の議論が激化する見込みである。
- 12月11日、12日に今年最後のFOMCを控えており、オペレーション・ツイストに代わる緩和策の導入に向けた議論が焦点となるだろう。足下で期待インフレ率は落ち着いており、次回のFOMCでの追加緩和の可能性もあるだろう。引き続きこれらの論点に関するFOMC参加者の発言に注目するべきだ。

金融政策は据え置き

Fed は 10 月 23 日、24 日に今年 7 回目となる定例の FOMC（連邦公開市場委員会）を開催し、政策金利である FF レートの誘導水準を 0.00~0.25% の範囲に据え置いた。引き続き異例なほど低い金利水準を少なくとも 2015 年半ばまで（at least through mid-2015）維持すると発表した。また、前回の FOMC で発表した MBS（住宅ローン担保証券）の購入も維持する方針。前回の FOMC から目立った金融政策の変更はみられなかった¹。

今回の声明文は、前回の声明文からの変更点が少なく、QE3（量的緩和策第 3 弾）導入を受けてどのような議論がなされたかのヒントを垣間見ることができなかった。変更点としては、景気の現状認識のパートで個人消費が上方修正（has continued to advance→has advanced a bit more quickly）され、物価に関してもエネルギー価格の上昇によって修正（has been subdued→recently picked up somewhat）された。これらの修正は経済指標からみても想定どおりであったものの、雇用環境の認識（growth in employment has been slow, and the unemployment rate remains elevated）が変わらなかったことはやや意外であった。10 月 10 日に公表された地区連銀景況報告（Beige Book）の雇用判断は前回からほぼ変わらなかったものの、9 月の雇用統計では、失業率が 2009 年 1 月以来の 7% 台へ低下した。市場としては雇用環境の改善を認識しただけに、市場と Fed とのずれを感じる。Fed による失業率の見方は変化幅ではなく、あくまで水準に注視するというスタンスの表れなのかもしれない。

FOMC 参加者の認識の違い

金融緩和策の一つとして行われているオペレーション・ツイスト²の期限切れが迫っている。今後の金融政策の方向を探るうえで、追加緩和策の検討を巡る議論が注目される。QE3 発表から 1 ヶ月半しか経過していないため、効果を見極めるには時期尚早であるものの、FOMC 参加者の発言にはばらつきがみられ、今後、追加的な緩和を巡ってはハト派・タカ派の議論が激化する見込みである。

金融緩和に肯定的なハト派は、QE3 を肯定しているうえに、さらなる緩和の必要性を説く者もいる。たとえばシカゴ連銀のエバンス総裁は 2013 年に入ってから引き続き MBS の購入を継続する方向で検討。緩和的なスタンスの維持には、これまでの期間を示す方法（少なくとも 2015 年半ばまで、など）から失業率 7%、インフレ率 3% という指標による目標の導入も示唆している³。この案にはミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁も賛同しており、失業率の目標値についてはさらに前進して 5.5% を下回るまで異例な低金利を継続する案を出している⁴。

一方で、タカ派は QE3 自体に懐疑的な態度を示している。今年で投票権を失うリッチモンド連銀

¹詳しくは大和総研ニューヨークリサーチセンター 土屋貴裕・笠原滝平「FOMC:追加緩和実施と更なる緩和に含み」2012 年 9 月 14 日を参照。<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/overseas/usa/12091401usa.html>

²短期国債を売って長期国債を買うことで保有する国債の平均残存期間を長期化するプログラム。

³<http://www.bloomberg.com/news/2012-09-18/fed-s-evans-says-qe3-will-make-economy-more-resilient.html>

⁴<http://www.bloomberg.com/news/2012-09-21/fed-s-kocherlakota-backs-more-stimulus-in-policy-reversal.html>

のラッカー総裁はQE3の効果は僅かだと指摘、失業率などの数値目標の導入にも反対している⁵。また、セントルイス連銀のブラード総裁は反対の理由として、失業率のヘッドラインだけでは雇用環境や景気を見誤るリスクがあるとしている⁶。確かに、就職を諦めた者が増えること（労働参加率の低下）によっても失業率を押し下げる影響があり、失業率の変動要因までブレイクダウンしなければ労働市場の本質はみえてこない。足下で落ち着いているものの将来のインフレ懸念や出口戦略についての議論が進まない点に不満を唱えている。

2013年以降は議論がさらに白熱する可能性

地区連銀の総裁は、ニューヨーク連銀の総裁を除き、FOMCにおける投票権を輪番で持つ。2013年にはタカ派とみられるブラード総裁や、今後の追加緩和に懐疑的なカンザスシティ連銀のジョージ総裁が投票権を得る。時間軸政策やQE3に反対しているラッカー総裁は2013年に投票権を失うものの、引き続きタカ派の影響力は一定程度保たれそうだ。また、金融緩和に積極的な発言が多いボストン連銀のローゼングレン総裁やシカゴ連銀のエバンス総裁も2013年に投票権を得る。ハト派、タカ派のバランスは大きく崩れないとみられるものの、金融政策を決定する議論の対立は激化する可能性がある。加えて、共和党・ロムニー大統領候補は追加緩和に否定的な立場を表明している。11月6日に行われる大統領選でロムニー候補が勝てば、現在の緩和策に変調をきたす可能性がある。2014年にはバーナンキ議長の議長としての任期切れが予定されており、QE3に景気浮揚効果はないと発言しているフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁やダラス連銀のフィッシャー総裁が投票権を得る。2014年からは金融政策のスタンスが大きく変わることも考えられる。

図表 地区連銀総裁のFOMCにおける投票権

		(年)		
		2012	2013	2014
ニューヨーク連銀	ダドリー総裁	○	○	○
クリーブランド連銀	ピアナルト総裁	○		○
リッチモンド連銀	ラッカー総裁	○		
アトランタ連銀	ロックハート総裁	○		
サンフランシスコ連銀	ウィリアムズ総裁	○		
シカゴ連銀	エバンス総裁		○	
セントルイス連銀	ブラード総裁		○	
カンザスシティ連銀	ジョージ総裁		○	
ボストン連銀	ローゼングレン総裁		○	
ミネアポリス連銀	コチャラコタ総裁			○
ダラス連銀	フィッシャー総裁			○
フィラデルフィア連銀	プロッサー総裁			○

(注)バーナンキ議長の議長としての任期は2014年1月末まで。

(出所)FRBより大和総研作成

年内最後のFOMCに向けた議論

12月11日、12日に今年最後のFOMCを控えており、オペレーション・ツイストに代わる緩和策の導入に向けた議論が焦点となる。そもそもオペレーション・ツイストによる景気浮揚効果があった

⁵<http://www.bloomberg.com/news/2012-10-15/lacker-says-qe-to-give-small-boost-while-raising-prices.html>

⁶<http://www.bloomberg.com/news/2012-10-05/bullard-says-investors-doubt-fed-to-hold-inflation-to-2-.html>

のか、また、市場がどのように織り込んでいるかを見極めることが議論の出発点となるだろう。仮に効果がある場合、または期限切れによって金利上昇のリスクを抱えるとみられる場合、追加緩和の選択肢として QE3 の効果に関する議論に転じることが想定される。現在は QE3 の効果を見極める時期にもかかわらず、前述のように各地区連銀総裁が様々な発言をしている。また、時間軸の表現方法に関しても、失業率など特定の経済指標を導入する意見も挙がっている。前提となる議論が多いものの、足下で期待インフレ率は落ち着いており、次回の FOMC での追加緩和の可能性もあるだろう。引き続きこれらの論点に関する Fed メンバーの発言に注目すべきだ。

また、次回の各地区連銀景況報告（11 月 28 日発表予定）には足下の失業率の改善が織り込まれるとみられ、雇用判断が上方修正される可能性がある点にも留意が必要だ。今後の雇用統計次第という面はあるが、上方修正された場合、追加緩和の必要性をどう判断するか、あわせて注目したい。