

9月 FOMC では緩和オプションのコストとベネフィットを検討

議事要旨により、8月 FOMC において多様な緩和オプションが提示され、かつ時間軸明確化では満足しない積極緩和派も存在することが明らかに。9月 FOMC では、金融緩和の必要性というよりも、種々の金融緩和オプションのコスト&ベネフィットを検討される見込み。

9月 FOMC では追加緩和オプションのコストとベネフィットを検討

金融政策ガイダンス（時間軸）の明確化による追加緩和を行った8月9日FOMCの議事要旨（Minutes）が公表された。議事要旨が明らかとしたのは、景気見通しの予想を上回る下振れに直面し追加緩和策を遮二無二検討する主流派及びハト派の姿と FOMC内での深刻な意見対立である。8月時点で既に様々な金融緩和オプションが提示されていたことを踏まえれば、期間を2日間に拡大した9月20~21日FOMCで議論されるのは、金融緩和の必要性というよりも、そうした金融緩和オプションのコストとベネフィットになると考えられる。つまり、9月FOMCでは、何らかの金融緩和オプションが採用され、追加緩和が行われる可能性が極めて高い。

振り返れば、バーナンキ議長はジャクソンホール講演において極めてシンプルなメッセージ¹により追加緩和への意気込みを示していた。今回の議事要旨が示す内容は、そのメッセージに沿っており、議長は極めて的確な示唆を行なったと言えるだろう（無論、議事要旨からの逆算であろうが）。

なお、深刻な意見対立を踏まえれば、8月FOMCで反対票投じたタカ派3名が、9月に賛成に転じるとは考えにくい²。そのため、9月は残り7名が合意できる政策オプションを検討することになる見込みである（現在のFOMCでは、理事の2名欠員により10名が投票権を有する）。

景気認識の大幅な下方修正

議事要旨ではまず、大幅に下方修正された FOMC 参加者の景気認識が詳細に示された。「経済成長ペースは想定より極めて緩慢」であり、「2011年前半の経済の弱さに部分的に影響した一時的要因が解消しても、景気回復の強さには不透明感」が残り、そうした足元の景気回復の弱さに加えて「GDP 統計の遡及改訂と最近の金融市場の混乱」も成長率見通しの引き下げに影響した、と赤裸々に語られている。更に「景気後退こそ予想しないものの、米国経済は負のショックに対して極めて脆弱」であるとして、「成長に対しての下振れリスク増大」も明示された。なお、足元の米国経済動向において、FOMC 参加者にとって最も予想外だったのは「個人消費の弱さ」の模様である（確かに4~6月期 GDP 統計一次推計での個人消費の弱さには驚いた）。

追加金融緩和オプションの検討

こうした景気認識の下方修正を踏まえた上で金融緩和オプションの検討が行われている。まず、8月 FOMC で最終的に採用された時間軸明確化については「金融政策の先行きに関するガイダンスの強化は、金利低下を促し、景気拡大を支援する手段と見做される」として、肯定的な見解が共有されている。但し、

¹ 詳細は8月29日付Economic Monitor「バーナンキ議長はシンプルに徹する」を参照。

² コチャラコタ総裁は時間軸時間軸については改めて反対はしない旨を表明済だが、追加緩和に対しては反対する可能性が高い。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。見通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。

最初から、「少なくとも 2013 年半ばまで」と期間を明示する表現に落ち着いた訳ではない。2~3 人の参加者 (a few participants) は「期間明示よりも経済状態に焦点を当てた」時間軸がより望ましいと主張し、具体的に FF 金利の水準を失業率もしくはインフレ率の水準に連動させる条件を付す方法の検討も行われた。但し、そうした提案については数名 (some members) が FOMC の意図明確化に繋がるとして賛成する一方、他の参加者 (others) が「どうやって適切な数値基準を決定するのか」と問題を提示し、最終的に採用が見送られている。

また、他の緩和手段についても提示が行われた。追加的な資産購入 (QE3) について長期金利引き下げに繋がるとして利用可能性 (could be used to) が提示され、ツイストオペもバランスシート拡大を避けるアプローチとして、また IOER 金利引き下げも金融環境の改善に寄与するとして検討の俎上に挙がっている。しかし、いずれのオプションも、賛否についての結論にまでは至っていない。当然ながら、タカ派 (some participants) からは、追加緩和が「成長や雇用に顕著なプラスの影響を及ぼさず、インフレリスクを高めるだけ」との否定的な見解が示された。こうした各種手段に関して更なる検討を行うために、9 月 FOMC を 2 日間に拡大することが合意されたのである。

FOMC 内のパワーバランス

8 月 FOMC での最終的な金融緩和の決断に際しては、ほとんどの投票権者 (most members) が「経済見通しの悪化度合いは政策対応を必要とする」と論じ、「(米国経済の抱える問題の) 全てを解決は出来ずとも、金融政策で重要な貢献をなしうると判断」して、時間軸明確化に踏み切っている。既に明らかのようにタカ派 3 名はこうした判断に反対票を投じたが (加えて投票権はないがセントルイス連銀のブロード総裁も反対の立場)、その一方で 2~3 名の投票権者 (a few members) は時間軸明確化を追加緩和のワン・ステップとして受け入れつつも、より決定的な追加緩和 (more substantial move) が 8 月までの情報に基づき必要と表明している。8 月 FOMC の時点で、時間軸明確化に満足せず、明確に更なる追加緩和を求める投票権者が複数存在したことは、9 月に追加緩和が行われる可能性が高いことを示している。

反対派の見解

反対票を投じた 3 名は講演などで既に反対理由を表明済だが、改めて挙げれば以下のとおりとなる。ダラス連銀フィッシャー総裁は現在の景気低迷は非金融的要素の影響が強く、追加緩和には情報不足が不足しており、金融市場の変動に対し FOMC が過敏すぎるとして、ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁は QE2 導入時に比べインフレも失業率も改善しているとして、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁は時間軸明確化は FOMC が経済動向に依存しないと誤って解釈されるリスクがあり、またステートメントが過度にネガティブであるなどとして、反対票を投じた。

いずれの緩和オプションを採用するのか

8 月 FOMC おいて、時間軸について更なる検討が行われていたのは驚きである。しかし、検討が明らかとなった時間軸の数値基準へのリンクは、例え表現がガイダンスに留まるとしても、コミットメント的な色彩が強まり、金融政策の柔軟性を大きく損なう。日本銀行が CPI コミットメントにおいて苦しんだ前例も既にあり、FOMC で本採用となる可能性は低いだろう。また、議事要旨にバランスシートの拡大懸念を示唆する表現があることや、QE2 がデフレ対策として導入され、足元でインフレ懸念を完全には否定できないことを踏まえれば QE3 のハードルはやはり高い。結局のところ、当社では従来見解通り、採用可能性が最も高いオプションは引き続きツイストオペと考える。但し、9 月 20 日までは、まだ 3 週間もあ

る。講演などで示される Fed 関係者の各緩和オプションに対するスタンスについて、丹念にフォローして
くことが重要だろう。