

9 月 FOMC プレビュー

タカ派とハト派の溝は埋まらず、9 月 FOMC ではツイストオペ+ α が賛成 7 vs 反対 3 の多数決で決定される可能性が高い。現在の米国経済に対して金融政策が為しうることは限られるとの見方はタカ派のみならずハト派にも共有されているが、それと行動の有無は別問題。

ここ 2 週間ほど、Fed 関係者特に地区連銀総裁の発言が咲き乱れている。同様の状況は今年のジャクソンホール・シンポジウム後にも訪れたが、大きく異なるのはバーナンキ議長が決め手となるメッセージを示していない点である。昨年は、ジャクソンホールでのバーナンキ議長講演において QE2 が一気に本命へ踊り出て、議論はあったものの、そのまま先頭を維持し、11 月に導入された。

今年は、FOMC で投票権を有するメンバーのうち 3 人が追加緩和に対して明確な反対の意思表示を既に示しており、かつ 6 月の FOMC で決まった情報開示規制などもあって、バーナンキ議長は明確なメッセージを示せていない。9 月 8 日のバーナンキ議長講演¹で具体策が示されると期待した向きもあった模様だが、ジャクソンホールで示せないものが出てくるわけもない。講演内容において、ジャクソンホールから変化したのはインフレに対するハト派的なメッセージぐらいで、金融政策部分はほぼ同じだった。

こうした発言抑制の動きは、(FOMC での投票権という意味では他のメンバーと同等の一票だが) FOMC において執行部的役割を担う理事やイエレン副議長、NY 連銀のダドリー総裁にも見られる。イエレン副議長はたまたま講演の機会がないだけかも知れないが、ダドリー総裁は明らかに抑え気味である。理事からも金融政策関連の発言は聞かれない。そして、今週の週央にはブラックアウト²期間に入ってしまう。

9 月 20~21 日の FOMC を占う意味で、まず関係者の発言を整理したい。最初に今年の FOMC における投票権者を確認する。ウォーシュ理事の退任とダイヤモンド教授の就任辞退により現在 FRB 理事は議長

| | 2010 (年初時点) | 2011 (現在) | スタンス |
|--------|-------------------|--------------------|--------------|
| 理事 | バーナンキ議長 | バーナンキ議長 | 中間派(ハト派寄り) |
| | コーン副議長 | イエレン副議長 | 中間派(ハト派寄り) |
| | デューク理事 | デューク理事 | ? |
| | タルーロ理事 | タルーロ理事 | ? |
| | ウォーシュ理事 | ウォーシュ理事3月退任、後任未定 | |
| | | ラスキン理事 | ? |
| | | 欠員 | ダイヤモンド教授が辞退。 |
| 地区連銀総裁 | ダドリー-NY連銀総裁 | ダドリー-NY連銀総裁 | ハト派 |
| | ブラード・セントルイス連銀総裁 | エバンス・シカゴ連銀総裁 | ハト派 |
| | ピアナルト・クリーブランド連銀総裁 | コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁 | タカ派寄り |
| | ローゼンブレン・ボストン連銀総裁 | フィッシャー・ダラス連銀総裁 | タカ派 |
| | ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁 | プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁 | タカ派 |

(資料)Federal Reserve Board 資料等より伊藤忠経済研究所作成。

¹ “The U.S. Economic Outlook” Chairman Ben S. Bernanke, September 8, 2011

² 中央銀行の政策決定に携わるメンバーが、決定会合前に金融政策について発言しないルール。

と副議長を除き 3 名に留まる。そのため FOMC は議長と副議長、3 名の理事に 5 名の地区連銀総裁を加えて 10 名で行われる。このうち 3 名が 8 月 FOMC で反対票を投じたため、大きな議論を呼んだ。12 名中 3 名と、10 名中 3 名では重みがまるで異なる。なお、オバマ大統領は理事の欠員補充に動いている模様であり、候補者に関するメディア報道もあるが、結論は出ていない。

投票権者のうち、まず最も重要なバーナンキ議長のスタンスはジャクソンホール講演でのメッセージに尽きる。すなわち、「物価安定の下での高成長と雇用の回復を支援するために可能な全てを行う」との大方針の下に、9 月 FOMC を 2 日間に拡大し、緩和ツールのコストとベネフィットを詳細に検討するというものである。当然ながら、追加緩和に対しては前向きと言えるだろう。

イエレン副議長とダドリーNY 連銀総裁の金融政策スタンスを最近の発言から推し量ることは難しい。但し、過去の発言などを踏まえれば、二人とも筋金入りのハト派であり、追加緩和に反対はしないだろう。他の 3 名の理事からも今年は金融政策関連の発言がなく、明確なスタンスは分からない。基本的にはバーナンキ議長に追随すると考えられるが、理事歴が長いデューク理事とタルーロ理事にはもしかすると独自の見解があるのかも知れない（就任間もないラスキン理事は追随するだろう）。

ダドリーNY 連銀総裁を除いた 4 名の地区連銀総裁のスタンスは明確である。まず、シカゴ連銀のエバンス総裁は、金利誘導に際しての失業率ターゲットまで踏み込んで、明確に追加緩和を支持している³。8 月 FOMC の時点で時間軸明確化に満足せず更なる追加緩和を求めた「2~3 名の投票権者 (a few members)」のうち一人は確実にエバンス総裁である。残りは明らかでないが、当社はダドリー総裁が含まれる可能性が高いと考えている。

残り 3 名、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁、ダラス連銀のフィッシャー総裁、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁は追加緩和に対して明確な反対姿勢を示している。そもそも 8 月 FOMC で既に反対票を投じている。コチャラコタ総裁⁴は時間軸明確化に対しては改めての反対票こそ投じないと明言したものの、追加緩和には引き続き反対である。

以上を踏まえると、理事の動きにサプライズがない限りは、賛成 7 vs 反対 3 で何らかの追加緩和策が決定される可能性が高いと言える。

では、何が採用されるのか。当社は従来からツイストオペの可能性が高いと主張してきたが、先週の主要紙などの報道⁵を見ても、ツイストオペの下馬評が高い。また、インフレ動向などを踏まえると、QE3 すなわち追加的な資産購入のハードルは高いとの見方も概ね一致したものとなっている⁶。

残りの手段は、正直判断が難しい。Fed が準備預金に対して支払う IOER 金利の引き下げは 8 月 FOMC で検討され、市場にも賛同者が多い模様だが、当社では短期資金の運用利回りが更に低下するデメリットは日本の過去の経験から相当に大きいと考えている。加えて、緩和効果も限られるだろう。また、政策金利を失業率やインフレ率の数値基準にリンクさせるとの提案も 8 月 FOMC で為されたが、表現がガイド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と懸念され

³ “The Fed's Dual Mandate Responsibilities and Challenges Facing U.S. Monetary Policy” Charles Evans September 7, 2011

⁴ “Communication, Credibility and Implementation: Some Thoughts on Current, Past and Future Monetary Policy” Narayana Kocherlakota, September 6, 2011

⁵ “Fed Prepares to Act” WSJ September 8, 2011 など。

⁶ 但し、ブラード総裁はカナダのニュース番組で、やるのならばツイストオペより QE3 の方が効果が高い旨の発言をしている。

る。日本銀行が CPI コミットメントにおいて苦しんだ前例もある。加えて、8月 FOMC では検討されなかったが、昨年以來燻っている潜在的な手段として、インフレ目標の引き上げがある。Fed は明確にインフレ目標を導入している訳ではないが、PCE デフレーターで 2% が皆が認める目安となっている。それを高水準の失業率に代表される景気低迷を踏まえ、引き上げるとの方策である。しかし、これは Fed 内部のみならず政治サイドからも相当に大きな反発を招くと考えられる。

結局のところ、現時点での比較的確からしそうな予想は、ツイストオペ + α による追加緩和が賛成 7 vs 反対 3 の多数決で決定される と言うものであろう。

実施が有力視されるツイストオペも含め、現在の米国経済に対して金融政策ができることは限られる、つまり追加緩和のベネフィットは限られる（かつ弊害も多い）というのは、ハト派も含めた中央銀行関係者並びに市場関係者の共通認識である。その意味で、9月 FOMC で予想される追加緩和は実益よりも、Fed が米国経済のために未だ手を尽くそうとしている意志を確認する意味合いが濃いとも言える。