

多くの FOMC 参加者は QE3 を最も有効と認識

9 月の FOMC 議事要旨では、QE3 を、多くの参加者が、現在検討されている手段の中で最も有効と認識していることを確認。インフレ面のコストなど実施のハードルが低くはないが、バーナンキ議長は更なる景気下振れの際の政策手段として視野に。なお、金融政策の透明性向上策が 11 月の FOMC から講じられる可能性あり。

ツイストオペと MBS 再投資を決めた 9 月 20～21 日の FOMC の議事要旨 (Minutes) が公表された。議事要旨では、種々の追加緩和手段に関する詳細な検討の内容や金融政策の透明性向上に向けた取り組みが示されている。

1. 金融緩和手段の検討

まず、9 月 FOMC の日程を 2 日間に拡大した理由である追加緩和手段に関する検討の状況を見よう。

バランスシートを用いた政策 → 追加手段を講じるべきとの参加者が多数

多くの参加者 (Many) は、Fed のバランスシートを用いた政策手段全般について、政策金利である FF レートがゼロ金利制約に直面する下では、長期金利を押し下げ、金融環境を緩和する手段として位置づけられると判断している。但し、多くの参加者 (a number) が、そうした バランスシートを用いた政策手段が实体经济に及ぼす影響は、特に現在のようなデレバレッジが進み、信用状況に制約があり、経済主体が経済の先行きを不透明と考えている状況では、一時的かつ限定的とも指摘しており、金融政策が万能薬やトールのハンマー¹ではなく限界があり、財政などによる対応が必要との認識が暗に示唆されている。

また、参加者 (Participants) は、ツイストオペは Fed が保有する短期債券の量に制約される点で限界があり、量的な拡大もないと改めて指摘し、結局のところ、多くの参加者が QE2 のような「大規模資産購入」つまり QE3 が現在検討されている手段の中で最も金融緩和に有効との認識を示している (A number of participants saw large-scale asset purchases as potentially a more potent tool that should be retained as an option in the event that further policy action to support a stronger economic recovery was warranted)。但し、QE2 実施がデフレリスクの軽減であったことを踏まえ、何名かの参加者 (Some) は 大規模資産購入が景気刺激よりもインフレ率とインフレ期待を押し上げる可能性が高く、デフレリスクが高まった場合まで留保しておくべきとの指摘を行なっている。加えて、何名かの参加者 (several participants) は、市場機能を損なわないよう、Fed の国債シェアが過度に高まることは避けるべきとも言及した。

こうした議論の一応の結論として、バランスシートを用いた政策について、2・3 名の参加者 (a couple of participants) がメリットに乏しいと反対したもの²、多くの参加者 (a number of participants) は資

¹ 北欧神話に登場する戦神トールの持つ雷槌ミョルニル。トールが有するミョルニルは、極めて強力な武器であるのみならず、物や人を清める効果を有するとされ、ミョルニルを模した槌が冠婚葬祭などで清めの儀式に用いられる。ダラス連銀のフィッシャー総裁が、講演の中で、金融政策がトールのミョルニルのように万能ではなく、限界があるので、注意して用いる必要があると論じている。

² 2・3 名の反対は、実は想定より少ない。投票権者での反対が 3 名であることを踏まえれば、FOMC 参加者全体では 4 名以上の反対があると考えていた。

産購入やMBS再投資などを行うよう提案した。これがツイストオペやMBS再投資に結実したと言える。

金融政策の透明性向上 → 失業率目標は否定、インフレ目標設定に向け前進

ほとんどの参加者（Most participants）は、金融政策の透明性を高めるために、FOMCの長期的な目標³（longer-run policy objectives）や政策変更に影響する要因についての情報拡充を含めた、追加的な措置が必要と示唆している。金融政策の透明性向上に向け、FOMC参加者の中で、一般的な合意があると言えるだろう。但し、個別論では問題も多い。ハト派と考えられる何名か（some）は、デュアルマンデートを念頭に、雇用とインフレの長期的な目標と、短・中期的な政策対応とのリンケージを明らかにすることを求めている。この提案に対しては、インフレ率こそ金融政策によって一義的に決定されるとして同意が得られたものの、雇用については非金融的要因の影響も大きいとして（均衡失業率などを想定していると考えられる）、多くの参加者（a number of participants）が懸念を表明した。最終的には、1)インフレ目標（Inflation Targeting）などの設定をもし行なうのであれば、目標設定のプロセスや金融政策フレームワークの中での位置づけについて国民に対するより深い説明が必要になる点と、2)そうした目標に関する説明はFOMC後のステートメントとは別に行う必要がある点、について合意されている。

時間軸文言の透明性向上 → 経済見通しでの長期目標と先行きの金融政策に関する情報の拡充

ほとんどの参加者（Most participants）は、いわゆる時間軸文言について、条件の透明性を高めることにメリットがあるとの判断を示している。但し、何名か（several participants）は、条件の明確化が長期的な目標との関係においてそぐわない可能性を示唆し、他の参加者（Others）も条件明確化が誤解される可能性に言及している。結局のところ、時間軸文言における経済条件の明確化は見送られ、それに代えて、年4回公表している経済見通しにおいて長期的な目標と先行きの金融政策に関する情報の拡充を行うことで多くの参加者（A number of participants）が合意した。

IOR 金利の引き下げ → 更なる検討

準備預金に対して付利するIOR金利⁴の引き下げについては、多くの参加者（A number of participants）が貸出金利引き下げに効果（ベネフィット）があると認めたものの、市場機能の阻害など様々なコストも指摘された。そのため、効果に関する更なる検討が必要として判断が見送られている。

2.政策決定

以上のような議論を踏まえ、9月のFOMCでは、ほとんどの投票権者（most members）が、足元で生じた経済見通しの下方修正は追加緩和を正当化すると判断し、金融政策が全ての問題を解決できる訳ではないことを認識しつつも、金融政策による追加緩和が米国経済のより力強い回復に貢献できる部分があるとして、ツイストオペによる追加緩和を支持した。

[M]ost members agreed that the revisions to the economic outlook warranted some additional monetary policy accommodation to support a stronger recovery and to help ensure that inflation, over time, was at a level consistent with the Committee's dual mandate. While they recognized that monetary policy alone could not completely address the economy's ills, most members judged that additional accommodation could contribute importantly to better outcomes in terms of the Committee's dual mandate of maximum employment and price

³ Objectives であり、Target ではない。

⁴ [T]he interest rate that the Federal Reserve pays on reserve balances that depository institutions hold in accounts at the Federal Reserve Banks.

stability.

8 月 FOMC における追加緩和と同様に、こうした政策決定には、反対意見がある。まず、二人の投票権者（Two members）はツイストオペの効果を認めつつも（ツイストオペ自体には賛成）、経済見通しの下方修正からは更に強力な追加緩和措置も正当化されると論じた。二人の念頭にあるのは、8 月と同様に、時間軸文言と経済条件のリンケージと考えられる。但し、そうした手段の提案にまでは至らなかった。逆に、既にステートメントから明らかなように、タカ派の三名（フィッシャー総裁、コチャラコタ総裁、プロッサー総裁）は、追加緩和を不要として、反対票を投じた。

MBS への再投資については、ほとんどの投票権者（Most members）がモーゲージ金利引き下げに資するとして支持したが、一人の投票権者（ツイストオペ反対者のうちの一人）は効果がないと反対した。なお、MBS への再投資については Fed による長期国債保有シェアの過度の上昇を防止する効果も挙げられている。

3.次の一手は？

9 月 FOMC の議事要旨からは、QE3 が最もメリットのある手段として多くの参加者から認識されていることが改めて確認された。バーナンキ議長率いる FOMC は、米国経済が更なる下振れに直面する場合には、QE3 の実施をためらわないだろう。しかし無条件という訳ではない。QE3 実施にはインフレ面でのコストが伴うため、デフレリスクの高まりが必要になる点も議事要旨は明らかとしている。このハードルは低くはない。

必ずしも追加緩和になるとは言えないが、他の政策手段のうち、今後講じられる可能性が高いと判断できるのは、年 4 回の経済見通しにおける長期目標と金融政策見通しに関する情報の拡充である。議事要旨に基づけば、そうした情報拡充と同時に、長年の懸案であるインフレ目標（Inflation Targeting）」の導入も行われるかも知れない。こうした措置は、早ければ次回 11 月 1~2 日の FOMC から行われる可能性がある。

一方、IOR 金利の引き下げについては、実施のためのハードルが上がったと考えられる。完全に否定された訳ではないが、コストとベネフィットの観点からコストがベネフィットを上回ると認識する FOMC 参加者が多い模様である。当社も従来から同様の認識である。

9 月の FOMC 議事要旨から読み取れるのは、金融政策の限界を認識しつつも、米国経済の回復のために、政策手段を講じ続けるとの FOMC 主流派やバーナンキ議長の強い意志である。バーナンキ議長が重視しているのは、（たとえ効果は薄くとも）Fed が金融政策において最大限の努力を払い続けるとのスタンスを明確にすることで、市場の失望を防ぎ、財政面からの政策対応を促し、また企業や家計のマインド改善を促すことであろう。