

今後の FOMC はコミュニケーション戦略が鍵を握る

11 月の FOMC 議事要旨によると、一部がコミュニケーション戦略の強化後に緩和提案を行う方針を示唆。コミュニケーション戦略については、バーナンキ議長が小委員会に具体策の検討を要請しており、早ければ 12 月 13 日の FOMC において具体策が示される見通し。

11 月 1～2 日に開催された FOMC の議事要旨 (Minutes) が、11 月 22 日に公表された。今回の議事要旨におけるポイントは二つ、①現状維持決定及び今後の金融政策を巡っての議論と②コミュニケーション戦略に関する検討、である。

金融政策に関する検討

まず①現状維持決定及び今後の金融政策を巡っての議論については、以下の 3 つの追加情報がある。

①a: ガイダンス文言の記載に関する意見

2～3 名のメンバー (今年の FOMC にて投票権を有する参加者) が、ガイダンス文言の表記を、金融政策の普遍的スタンスをより示すために、現在の特定期日を用いた「少なくとも 2013 年半ばまで (at least through mid-2013)」との表現から、特定期間を用いた表現に変更すべきと主張した。但し、11 月 2 日の FOMC 時点では現行ガイダンス文言の修正までは求めている。

A few members expressed interest in using language specifying a period of time during which the federal funds rate was expected to remain exceptionally low, rather than a calendar date, arguing that such language might be better to indicate a constant stance of monetary policy over time. However, members generally preferred to retain the existing forward guidance, at least for now.

①b: 追加緩和提案とコミュニケーション戦略

2～3 名のメンバーは、現在の経済見通し (11 月 2 日時点の見通し) が、追加的な金融緩和を正当化すると主張した。但し、そのメンバーのほとんどは、今後のコミュニケーション改善に向けた取り組みをすすめる中で追加緩和を実施すればより効果的として、11 月 2 日時点では現行政策を支持している。一名 (シカゴ連銀エバンス総裁) のみが 11 月 2 日時点での追加緩和の実施を求めて、反対票を投じた。

A few members indicated that they believed the economic outlook might warrant additional policy accommodation. However, it was noted that any such accommodation would likely be more effective if it were provided in the context of a future communications initiative, and most of these members agreed that they could support retention of the current policy stance at this meeting. One member dissented from the policy decision on the grounds that additional monetary policy accommodation was warranted at this time.

①c: タカ派の反対票が消えた理由

2～3 名のメンバー (具体的には、8 月と 9 月に反対票を投じたダラス連銀フィッシャー総裁、ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁であろう) は、現在の FOMC の政策には賛同しないものの、11 月 2 日の FOMC では、追加緩和策が提案されていないことを踏まえ、政策を支

持する（反対票を投じない）とした。

With the Committee in the process of reviewing its monetary policy strategies and communication, and no additional accommodation being provided at this meeting, a few members indicated that they could support the Committee's decision even though they had not favored recent policy actions.

この三つの追加情報のうち、今後の金融政策を考える上で、特に重要なのは①bである。議事要旨に基づけば、NY 連銀のダドリー総裁等と目される追加緩和派は、コミュニケーション戦略の強化が行われると同時に、MBS 買入を中心に据えた資産購入（QE：Quantitative Easing）を提案する可能性がある。MBS 買入については、その住宅市場政策としての側面を重視した場合には、FOMC 内に反対派が少ない。しかし、同時に、それは量的緩和としての側面も有する。買入額の規模にも依存するが、①c が示すように、タカ派 3 名は、現在の経済情勢での量的緩和については反対すると見込まれる。従来から主張している通り、国債買入を中心とした QE3 の実施については、デフレリスクの高まりと米国経済の二番底リスクが必要と当社は考えている。しかし、今回の議事要旨にあるリセッションリスクが遠のいたとの記載を踏まえれば、QE3 が早いタイミングで実施される可能性は低下したと言えるだろう。

While recent incoming data suggested reduced odds that the economy would slide back into recession, participants still saw significant downside risks to the outlook for economic growth. Risks included potential spillovers to U.S. financial markets and institutions, and so to the broader U.S. economy, if the European debt and banking crisis were to worsen significantly.

コミュニケーション戦略に関する検討

次に②コミュニケーション戦略に関する検討を見よう。なお、先に結論を言えば、既にバーナンキ議長が 2 日の記者会見で表明したように、11 月の FOMC では何も決定されていない（No decision was made at this meeting to change the Committee's policy strategy or communications）。

②a: インフレ目標に関する議論

インフレ目標の明示については、多くの参加者（Many participants）が導入のメリットを指摘する一方で、それがデュアルマンデートにおける「雇用の最大化」の軽視と捉えられるリスクを指摘している。そうした指摘を踏まえ、何名か（some）が、「数値的なインフレ目標は、デュアルマンデートの双方を追求するとの FOMC のコミットメントを明確に強調する文脈の下で示される必要がある」と結論付けている。また、参加者の過半（a majority of participants）は FOMC の金融政策アプローチを明らかとするステートメントの作成と公開に利益を見出し、また将来の政策金利のパスに関する情報の提供にも関心を示した。こうした議論を踏まえ、バーナンキ議長は、小委員会に対し、1)FOMC の長期目標や金融政策戦略に関する文書公開の検討と 2)年 4 回公表している見通しに参加者の適切な金融政策に関する評価に関する情報を盛り込む検討を要請した。

Many participants pointed to the merits of specifying an explicit longer-run inflation goal, but it was noted that such a step could be misperceived as placing greater weight on price stability than on maximum employment; consequently, some suggested that a numerical inflation goal would need to be set forth within a context that clearly underscored the Committee's commitment to fostering both parts of its dual mandate. More broadly, a majority of participants agreed that it could be beneficial to formulate and publish a

statement that would elucidate the Committee's policy approach, and participants generally expressed interest in providing additional information to the public about the likely future path of the target federal funds rate. The Chairman asked the subcommittee on communications to give consideration to a possible statement of the Committee's longer-run goals and policy strategy, and he also encouraged the subcommittee to explore potential approaches for incorporating information about participants' assessments of appropriate monetary policy into the Summary of Economic Projections.

②b: ガイダンス文言に数値条件を付すことの検討

コミットメントに基づく金融政策運営は、国民が中央銀行の戦略を理解し、政策担当者がコミットメントに従うと考える場合に、裁量的政策よりも有効との一般的理解を踏まえつつ、多くの参加者（many）はコミットメントに基づく政策運営におけるコミュニケーション戦略の困難さを指摘した。また、多くの参加者（a number of participants）は、政策金利の変動に失業率とインフレ率の数値条件を付すことでガイダンス文言の明確化を図ることに支持を示したものの、何名か（several participants）は長期目標が明示されない下では混乱を招くと指摘し、また他の参加者（others）も、長期的な均衡失業率（the longer-run normal rate of unemployment）に関して著しい不透明性がある下では、問題があると述べている。

Committee participants shared their views regarding the potential merits and pitfalls of making conditional commitments regarding the future course of monetary policy.

[E]conomic theory and model simulations suggested that a policy strategy involving such commitments could foster better macroeconomic outcomes than a discretionary approach of reoptimizing policy at every meeting, so long as the public understood the central bank's strategy and believed that policymakers would follow through on those commitments.

[M]any pointed out that the implementation of such a strategy could pose substantial communication challenges and that the benefits would be diminished if the strategy was not fully credible.

[A] number of participants expressed support for the possibility of clarifying the conditionality of the Committee's forward guidance about the trajectory of the federal funds rate through setting numerical thresholds for unemployment and inflation that would warrant exceptionally low levels for the policy rate. However, several participants noted that such thresholds could be confusing in the absence of a clear expression of the Committee's longer-term goals. Moreover, others suggested that such an approach could be problematic in light of significant uncertainties about the longer-run normal rate of unemployment.

②c: 名目 GDP 目標と物価水準目標に関する検討

名目 GDP 目標は有効、物価水準目標は中央銀行が短期的な経済変動に柔軟に対応する場合に有効とのシミュレーション結果を踏まえつつも、そうした名目 GDP 目標や物価水準目標に基づく政策運営の困難さや具体的な目標設定が難しいことが指摘され、FOMC の政策目標変更は現時点で賢明でないと判断されている。

The Committee also considered policy strategies that would involve the use of an intermediate target such as nominal gross domestic product (GDP) or the price level. The staff presented model simulations that suggested that nominal GDP targeting could, in principle, be helpful in promoting a stronger economic recovery in a context of longer-run

price stability. Other simulations suggested that the single-minded pursuit of a price-level target would not be very effective in fostering maximum sustainable employment; it was noted, however, that price-level targeting where the central bank maintained flexibility to stabilize economic activity over the short term could generate economic outcomes that would be more consistent with the dual mandate. More broadly, a number of participants expressed concern that switching to a new policy framework could heighten uncertainty about future monetary policy, risk unmooring longer-term inflation expectations, or fail to address risks to financial stability. Several participants observed that the efficacy of nominal GDP targeting depended crucially on some strong assumptions, including the premise that the Committee could make a credible commitment to maintaining such a strategy over a long time horizon and that policymakers would continue adhering to that strategy even in the face of a significant increase in inflation. In addition, some participants noted that such an approach would involve substantial operational hurdles, including the difficulty of specifying an appropriate target level. In light of the significant challenges associated with the adoption of such frameworks, participants agreed that it would not be advisable to make such a change under present circumstances.

11 月 FOMC のコミュニケーション戦略に関する議論では、②a が最も重要である。デュアルマンデートとの兼ね合いがクリアされれば、他の中央銀行が掲げるインフレ目標に近いかたちで、FOMC が長期的に目指すべきインフレ率が示される可能性があることが読み取れるためである。無論、Fed 批判を強める議会との関係があるため明示的なインフレ目標の導入は難しいだろう。しかし、バーナンキ議長が小委員会に検討を要請した「長期目標や金融政策戦略に関する文書」や「適切な金融政策運営に関する評価に関する情報」との組み合わせにより、擬似的なフレキシブル・インフレーション・ターゲット¹と見做せる仕組みが出来上がる可能性は高いと考えられる。早ければ、次回 12 月 13 日の FOMC にて、コミュニケーション戦略に関する検討結果及び具体策が示される。

②b は、エバンス総裁が提案する緩和策（1. 失業率が 7% を下回るか中期的なインフレ見通しが 3% を上回るまで短期金利をゼロ近傍に維持すべき、2. 経済状況の変化があまりに緩慢であれば毎回の FOMC での再評価を課しつつ長期債購入を増額すべき）に関する検討を含むと見做される。上述の擬似的なフレキシブル・インフレーション・ターゲットが実現すれば、インフレ率に関しては何らかの条件を付すことが可能になるだろう。しかし、政策金利を失業率に関連つけることは、均衡失業率の水準に関する対立もあり、相当にハードルが高いと言える。

②c は米国のエコノミスト業界で議論が盛り上がっていた名目 GDP 目標などに関する検討だが、有効性は認めつつも、実務的には無理があると言うのが金融政策の実務を担う FOMC 参加者の結論である。

今後の金融政策見通し

未だ小委員会の議論は続いていると考えられ、確たることは分らない。しかし、12 月 13 日の FOMC において何らかのコミュニケーション戦略の改善策が示され、1 月の経済見通し（the Summary of Economic Projections）公表をもって、擬似的なフレキシブル・インフレーション・ターゲットと見做せる仕組みが導入される可能性は低くないだろう。その上で、QE3 の導入是非が検討される。QE3 につい

¹ 目標とするインフレ率を掲げるものの、その短期的な達成には拘泥せず、経済動向など他の経済変数も考慮して運営されるインフレ・ターゲット政策。

ては、既に述べたように、デフレリスク再燃と二番底リスクが実施の条件であり、ハードルは低くない。一方、MBS 買入は QE3 よりハードルは低いと考えられるが、未だ議論は熟していないように見える。