

追加緩和に傾かず（4月のFOMC議事要旨）

FOMC 投票権者は追加緩和を否定はしないが、実施にも傾かず。政策検討強化のため、FOMC 日程を毎回2日に拡充し、見通し公表とバーナンキ議長会見は各四半期の最終月に変更。

4月24～25日FOMCの議事要旨が、5月16日に公表された。市場参加者の一部が期待していた追加金融緩和へ大きく踏み込むような内容は含まれていない。今回の議事要旨のポイントは、追加緩和への距離感、コミュニケーションの強化、金融政策ルールの検討、労働参加率低下に関する検討、財政状況への懸念である。

追加緩和に対するスタンスは3月と変わらない

追加緩和に対して、4月議事要旨では「何名かのFOMCメンバーは、景気回復のモメンタムが失われるか、見通しの下振れリスクが大きく高まれば、追加緩和が必要になるかもしれない」と指摘したことが示された。これは、3月FOMC議事要旨の指摘に比べ、同趣旨の発言をした人数に若干の相違がある可能性（3月“A Couple of” “4月Several”）はあるものの、大きく変化はしていない。あえて違いを挙げれば「インフレ率が2%を下回るような状況」が追加緩和を必要とする例示から削除された程度である。これはFOMCメンバーがインフレ目標の達成に自信を深めているためであろう。議事要旨からは、FOMCが追加緩和に向けて傾斜しているとは判断されない。

3月FOMC議事要旨

A couple of members indicated that the initiation of additional stimulus could become necessary if the economy lost momentum or if inflation seemed likely to remain below its mandate-consistent rate of 2 percent over the medium run.

4月FOMC議事要旨

Several members indicated that additional monetary policy accommodation could be necessary if the economic recovery lost momentum or the downside risks to the forecast became great enough.

時間軸は2012年中は不変

「少なくとも2014年後半までは、FF金利の異例な低水準を正当化すると現時点で予想している（currently anticipates that economic conditions...likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through late 2014）」との時間軸文言を4月FOMCで維持した点については、景気や物価見通しに加え、今後の景気下振れリスクや、ゼロ金利制約による金融政策の有効性低下なども加味して判断した旨が示されている。また、今後の時間軸変更に関しては、大幅な景気見通しの変更（a significant change in the economic outlook）が生じた場合のみにすべきとの見解も記された。こうした認識などを踏まえれば、現在の時間軸は、少なくとも現在のメンバーが投票権を有する2012年内については維持される可能性が高いだろう。

コミュニケーション戦略強化のためにFOMC日程などを変更

金融政策のコミュニケーションは引き続き強化が図られている。まず、4月24～25日のFOMCで、全て

の FOMC の 2 日への拡張が検討され、5 月 16 日に公表された。また、同時に、これまで 2 日間の FOMC を開催するタイミングで、行われてきた SEP(The Summary of Economic Projection) の公表とバーナンキ議長の記者会見は、四半期の最終月、つまり 3 月、6 月、9 月、12 月と 3 ヶ月毎の開催に変更された。こうした措置は、FOMC の見解を定期的に示すという意味で、コミュニケーションの拡充として評価できるだろう。また、バーナンキ議長が、4 月 FOMC 後の記者会見で既に言及していたが、景気見通しと金融政策の対応をより明確にするために、個々の FOMC 参加者の景気見通しと金融政策見通しの関係を示す方法を模索する方針も議事要旨に記されている。

2012年FOMCのスケジュール

| | |
|---------------|-----------|
| 2012/1/24-25 | SEP, 記者会見 |
| 2012/3/13 | |
| 2012/4/24-25 | SEP, 記者会見 |
| 2012/6/19-20 | SEP, 記者会見 |
| 2012/7/31-8/1 | |
| 2012/9/12-13 | SEP, 記者会見 |
| 2012/10/23-24 | |
| 2012/12/11-12 | SEP, 記者会見 |

FOMCは年8回。

(出所) Fed

テイラールールのメリットとデメリット

FOMC では、テイラールールなどに代表される単純化された金融政策運営ルールの有用性に関しても、議論が行われている。念頭にあるのは、イエレン副議長が講演で言及したテイラールールや計量モデルから導かれる最適金融政策などと考えられる。そうした単純化されたルールを金融政策検討の参考として示すことのメリットとデメリットを、4 月 FOMC では検討したのだが、結論は出ていない。確かに、そうしたルールに言及すれば、金融政策運営を理解する一助となるメリットがある一方で、それが FOMC の方針として、一人歩きしてしまうデメリットやリスクもあるだろう。

労働参加率の低下要因に関して意見対立が続く

労働参加率の低下に関しては、継続して議論が行われているが、結論は未だ出ていない。人口動態などの構造的な要因と景気循環的な要因の双方が、現在の労働参加率低下に影響しているが、いずれが主たる要因かについて FOMC 参加者の見解は分かれたままである。4 月議事要旨では、景気循環的な要因が労働参加率低下の半分程度を占めるとのリサーチ結果が紹介されているが、そうした見解に基づけば、景気回復に伴い今後予想される労働参加率の上昇で失業率は低下し難くなり、インフレ率の上昇を抑制する。つまり、金融緩和の維持スタンスがサポートされる。一方、労働参加率の低下のほとんどが構造的な要因に由来するとの主張を重視すれば、金融緩和の長期化は失業率を低下させ、インフレ率の上昇をもたらすため、早期の利上げが求められることになる。この対立は、当面続きそうである。

財政問題を強く意識

4 月議事要旨において、先行きのリスクとして強調されているのは国際金融情勢に加え、財政問題である。前者は、ギリシャ問題に代表される欧州情勢であり言うまでもないが、後者の財政問題に対する FOMC 参加者の懸念は以前に比べて高まってきている模様である。議事要旨では、米国の財政状況を経済見通しにおけるリスクとして明示した上で、政治サイドの合意が為されなければ、厳しい財政引き締め (a sharp fiscal tightening) が 2013 年初めに生じると強い調子で懸念を示している。また、不透明な財政見通しが、民間の経済活動に悪影響を及ぼしている点にも言及している。こうした財政に関するスタンスは、バーナンキ議長が記者会見において「財政の崖 (Fiscal Cliff)」という言葉により指摘した内容でもある。

Participants expected that the government sector would be a drag on economic growth over

coming quarters. They generally saw the U.S. fiscal situation also as a risk to the economic outlook; if agreement is not reached on a plan for the federal budget, a sharp fiscal tightening could occur at the start of 2013. Several participants indicated that uncertainty about the trajectory of future fiscal policy could lead businesses to defer hiring and investment. It was noted that agreement on a longer-term plan to address the country's fiscal challenges would help to alleviate uncertainty and consequent negative effects on consumer and business sentiment.