

追加緩和は今後の経済データの動向次第 (6月19~20日のFOMC議事要旨)

FOMC 議事要旨では、一部の投票権者が、追加緩和が必要となる可能性を指摘も、多数派は追加緩和には下振れリスクの顕著な高まりが必要との従前からのスタンスを維持。現在までに公表された経済データは弱めだが、追加緩和に踏み切るには力不足。次回 FOMC については、7 月後半に公表される経済データの動向を見極める必要あり。

オペレーション・ツイストを延長した 6 月 19~20 日 FOMC の議事要旨 (Minutes) が 7 月 11 日に公表された。将来の金融政策に関しては、二つの観点から議論されている。

一つは、欧州債務問題に対する対応であり、こちらの議論は金融政策そのものではなく、現在の金融環境に関する検討の部分で行われている (そのため、発言者は FOMC 投票権者ではなく FOMC 参加者)。欧州債務問題が悪化し、国内金融政策セクターへ悪影響が及ぶ場合について、数名の FOMC 参加者 (some) が、投資家のセンチメントを改善し、国際金融の緊張を緩和するための適切な政策対応の準備が必要と指摘している。これは、金融市場の流動性枯渇に対しての資金供給による対応を念頭に置いた発言と考えられる。加えて、数名の参加者 (several participants) は、金融環境をより緩和的とし、かつ、より力強い経済成長を支援する新たな政策手段の開発の可能性を検討することが望ましいとも述べている。こちらは、欧州債務問題が実体経済に及ぼす悪影響を見据えた上で、流動性供給に留まらない金融緩和策を講じる必要を指摘したものと言える。但し、新たな政策手段の内容について、それ以上の言及はなく、QE3 もしくは類似する政策なのか、それとも全く別の政策を念頭に置いた発言なのか明らかではない。

Participants discussed the risk that strains in global financial markets and pressures on European financial institutions could worsen and spill over to parts of the domestic financial sector, and some noted the importance of undertaking adequate preparations to address such spillovers if they were to occur; it also was recognized that investor sentiment could improve and strains in global markets might ease. Several participants commented that it would be desirable to explore the possibility of developing new tools to promote more-accommodative financial conditions and thereby support a stronger economic recovery.

もう一つは、本来の意味での、金融緩和の必要性に関する議論である。6 月 FOMC の金融政策に関する討議では、まず、ラッカー総裁以外の FOMC 投票権者の賛成によって、オペレーション・ツイスト (正式名称は "The Maturity Extension Program"、略称は MEP) が 2012 年末まで延長された。但し、同プログラムが国債市場の機能不全をもたらすという弊害発生の可能性や、更なる長期金利押し下げ効果は乏しい点の指摘もあり、賛成した 11 名が諸手を挙げてオペレーション・ツイストを支持した訳ではなさそうである。また、数名の投票権者 (some committee members) が、(オペレーション・ツイストの延長や超低金利及び時間軸文言の維持などの) 金融政策判断には、政策金利が限界まで低下しているために想定を下回る経済環境への柔軟な金融政策対応が限られている下で、成長への下振れリスクが顕著に高まった点も影響したと指摘している。この指摘は、柔軟な政策対応が困難な現状での下振れリスクの高まりに対しては、保険的な金融緩和が正当化されるとの認識を示したものであり、6 月 FOMC でのオペレーシ

ジョン・ツイスト延長が保険的色彩を有することを読みとることができる。

Some Committee members indicated that their policy judgment reflected in part their perception of significant downside risks to growth, especially since the Committee's ability to respond to weaker-than-expected economic conditions would be somewhat limited by the constraint imposed on monetary policy when the policy rate is at or near its effective lower bound.

今後の金融政策については、2～3名の投票権者（A few members）が、デュアルマンデートの達成のために更なる金融政策による刺激が必要となる可能性を指摘した。しかし、他の数名の投票権者（Several others）は、景気回復が失速し、下振れリスクが顕著に高まった場合、インフレがマンデートを大きく下回る場合に、追加緩和が正当化されると、従来からのコンセンサス的な見解を改めて述べており、FOMCの大勢は、6月FOMC時点の経済動向はオペレーション・ツイストの延長以上、たとえばQE3などを正当化するものではないと判断している。

A few members expressed the view that further policy stimulus likely would be necessary to promote satisfactory growth in employment and to ensure that the inflation rate would be at the Committee's goal.

Several others noted that additional policy action could be warranted if the economic recovery were to lose momentum, if the downside risks to the forecast became sufficiently pronounced, or if inflation seemed likely to run persistently below the Committee's longer-run objective.

後段の議論を踏まえつつ、6月下旬から7月上旬に公表された経済データを振り返ると、まず、6月のISM指数は製造業が中立水準の50を下回る一方、非製造業は低下したものの50は上回った。消費者マインド指数は悪化した。注目された6月の雇用統計は総合的に見れば僅かに改善したが¹、非農業部門雇用者数や失業率などはほぼ5月並みである。6月FOMC段階から、経済状況は幾分悪化したと言えるものの、FOMCの大勢が追加緩和を正当化するような顕著な変化は未だ確認されていないと言える。7月末のFOMCまでは未だ半月以上を残しており、今後発表される重要な経済指標、すなわち、6月小売売上高（16日）、6月鉱工業生産（17日）、6月CPI（17日）、ベージュブック（18日）、4～6月期GDP（27日）などの動向によって、FOMC投票権者は現状維持にも、追加緩和にも傾きうる状況と言える。なお、6月FOMC時点のレポートで述べたように、当社はQE3実施をメインシナリオとしていないが、QE3実施のリスクシナリオとの確率の差異は僅かである。今後の経済データを見極めていく必要があるだろう。

若干気になるのが、冒頭で取り上げた「新たな政策手段」への言及である。金融危機の場合のQE3実施は、当社も従来からリスクシナリオに掲げているが、買入対象の拡充以外（たとえばMBS）は想定していなかった。全く新たな政策手段が登場するとすれば、それは大きなサプライズになる。

¹ 7月9日付 Economic Monitor 「米雇用情勢は僅かに好転も引き続き低位（6月の米雇用統計）」を参照。