

## FOMC の次の焦点はオペレーション・ツイストの行方

議事要旨は、FOMC がオープンエンドの資産買入が孕む問題点を認識しつつも、労働市場を改善させるとの問題意識の下に追加緩和を断行したことを改めて示唆。金融政策への数値基準導入も議論されているが、実際の導入には高いハードル。オペレーション・ツイスト終了を容認するのか、代替措置を講じるのが2012年内のFOMCの焦点に。

買入期限や買入残高を予め定めないオープンエンド方式のMBS買入を決定した9月12～13日のFOMCの議事要旨（Minutes）が公表された。9月末のWSJ記事<sup>1</sup>がバーナンキ議長による政策形成の過程を臨場感あふれるかたちで示していたため、議事要旨の内容に大きな驚きはない。しかし、議事要旨からは、追加緩和の功罪を踏まえつつ、雇用情勢改善に向けて更なる措置が必要との意志の下で大胆な資産購入策を決定したFOMC参加者の意志を改めて読み取ることができる。また、時間軸文言から具体的な期日を削除すべきとの主張が、想定していたよりも、FOMC内で強い支持を得ていたことは新たな論点の一つと言える。

### 労働市場を重視した追加緩和の実施

FOMC後のステートメントやバーナンキ議長の記者会見で既に明らかなように、反対票を投じたリッチモンド連銀のラッカー総裁を除き、FOMC投票権者は「追加緩和がなければ、持続的な労働市場の改善を促すには景気回復は不十分なものととどまる<sup>2</sup>」との認識で一致し、毎月400億ドルのMBS購入と時間軸文言の強化に合意した。その追加緩和決定に際しては、従来にも増して、慎重な検討が行われている。

### オープンエンドの資産購入に関する検討

FRBスタッフによる期限を定めない大規模資産購入<sup>3</sup>（LSAP：Large-Scale Asset Purchase Program）の効果等に関する分析を踏まえつつ、多くのFOMC参加者（Many participants）は、新たなLSAPが長期金利の低下とより緩和的な金融状態を通じて景気回復を支援すると判断した。多くの参加者（A number of participants）は、LSAPがデュアルマンドートの達成に向けたFOMCのコミットメントを強調することにより、消費者や企業の信頼感を高める効果も指摘し、加えてLSAPの実施がフォワード・ガイダンス（時間軸文言）を強化する点にも言及している。

しかし、その一方で、多くの参加者（A number of participants）はLSAPの効果は不透明と述べ、何名か（Some participants）は金融市場がストレスを抱えていた場合（QE1）やデフレリスクが存在した場合（QE2）とは異なり、現在の金融経済環境ではLSAPの有効性を確信できないとも吐露した。また、より直接的に、タカ派と考えられる2～3名（A few）はLSAPが景気に及ぼす影響に疑問を呈している。なお、LSAPが緩和の行き過ぎや金融安定を損なうリスクについての懸念も示されたが、LSAPを事後的に調整することで、そうしたリスクへは対処可能と最終的に判断された模様である。なお、買入対象としてMBSを選択すれば直接的に住宅市場を刺激できると数名（Some participants）から示唆があった一方

<sup>1</sup> “How Bernanke Pulled the Fed His Way” WSJ, September 28, 2012

<sup>2</sup> “Members generally judged that without additional policy accommodation, economic growth might not be strong enough to generate sustained improvement in labor market conditions”

<sup>3</sup> スタッフによる分析では“flow-based purchase programs”と記載されている。

で、一名の参加者 (One participant) は長期国債の買入に比べ、金融市場の他の金利への波及が限られるとも指摘した。

議事要旨に示されたこうした議論は、新たな LSAP が従来ほど効果を示さない可能性を踏まえつつも、労働市場の持続的な改善が米国経済にとって喫緊の課題であるという問題認識が FOMC 参加者の多くに共有され、故に追加緩和に踏み切ったことを明らかにしている。労働市場の改善を特に重視するスタンスは「労働市場の見通しが著しく改善しない場合 (If the outlook for the labor market does not improve substantially)」には買入を継続し、追加資産購入を実施し、他の政策手段も活用すると、ステートメントへ明記することに繋がった。

### 批判に対応した時間軸文言の修正

時間軸文言については、それが指し示す具体的な期日を後ずれさせる (例えば 2014 年後半を 2015 年半ばとする) ことは FOMC が景気回復を悲観しているとのメッセージを経済主体に送ることになりかねないとの懸念が多く参加者 (A number of participants) から示された。これは、ジャクソンホールでウッドフォード教授が展開した Fed の金融政策批判にも含まれる内容であった。この問題を回避するために、9 月の FOMC ステートメントでは「雇用の最大化と物価安定に向けた動きの継続を支援するため、FOMC は景気回復が強まった後もかなりの間 (considerable time after the economic recovery strengthens)、非常に緩和的なスタンス (highly accommodative stance) が引き続き適切になると予想する」との表現を新たに加えた上で、「FF 金利を異例の低水準に据え置くことが正当化されると予想する期間」を従来の「少なくとも 2014 年後半まで (at least through late 2014)」から「少なくとも 2015 年半ばまで (at least through mid 2015)」へ延長している。

その一方で、時間軸文言の有効性を高めるためには、特定の期日を示すよりも、経済事象による基準、すなわちデュアルマンドートの労働とインフレに関する数値基準 (numerical thresholds) を導入する方が有効との提案も検討されている。これは、後述するようにシカゴ連銀のエバンス総裁とミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁が主張する方法であり、その有効性については大部分の FOMC 参加者 (most participants) の支持を得ている。しかし、FOMC 参加者の見解の多様性 (the diversity of participants' views) や経済 (特に労働市場) の複雑性に対応するには、単一の数値基準では十分とは言えず、また金融政策が不適切な機械的な対応に繋がるとの問題点が指摘され、数値基準については今後も検討を続けると締めくくられた。数値基準が導入されるか否かは今後の議論次第だが、金融政策の硬直性に繋がる可能性が高いことを踏まえれば、導入の可能性は高いとは言えないだろう。

### FOMC 後の関係者発言

FOMC による次の政策対応を考える上では、FOMC 後に行われた Fed 関係者の発言が参考となる。ハト派、中間派、タカ派と多くの関係者が発言を行っているが、当社では特に以下の四名の見解が重要と判断する。

第一は、従来からオープンエンドの資産買入を主張してきたシカゴ連銀のエバンス総裁の講演である。エバンス総裁は 9 月 18 日に講演<sup>4</sup>を行い、失業率が 7%を上回り、中期のインフレ見通しが 3%を下回って

<sup>4</sup> “Perspectives on Current Economic Issues” Charles Evans, September 18, 2012

いる限りは金融緩和を続けるべきとの主張を改めて繰り返した。

*Specifically, I believe we should adopt an explicit state-contingent policy rule that commits the Fed to providing accommodation at least as long as the unemployment rate remains above 7 percent and the outlook for inflation over the medium term is under 3 percent. If our progress toward this unemployment marker falters, then we should expand our balance sheet to increase the degree of monetary support.*

第二は、タカ派寄りの見解を示してきたミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁が、エバンス総裁の主張に同調するかたちで、具体的な失業率の目安を示して、超低金利政策の継続を支持した点である。すなわち9月20日にコチャラコタ総裁は「離陸に向けた計画 (Planning for Liftoff)」と題して講演<sup>5</sup>し、その中で「長期的なインフレ期待が安定している下で、中期的なインフレ見通しが2.25%と上回るか、失業率が5.5%を下回らない限り、利上げをしないというのが、離陸計画の要諦である」と述べ、低金利政策を維持する目途として5.5%の失業率を挙げている。

*The substance of this liftoff plan is that, as long as longer-term inflation expectations remain stable, the Committee will not raise the fed funds rate unless the medium-term outlook for the inflation rate exceeds a threshold value of 2 1/4 percent or the unemployment rate falls below a threshold value of 5.5 percent.*

なお、前掲のWSJ記事によれば、コチャラコタ総裁は、バーナンキ議長との濃密なディスカッションを受けて、失業率を取り巻く構造的要因と循環的要因に関する認識を改め、追加緩和支持へとスタンスを変えた模様である。

第三は、アトランタ連銀のロックハート総裁である。ロックハート総裁は9月21日に行った講演<sup>6</sup>の中で、MBS買入が経済に影響を及ぼす経路について、「住宅市場の最近の改善を踏まえた時宜を得た措置」であることを強調した上で、住宅ローン金利の押し下げが住宅購入を刺激すると同時に、住宅価格の上昇を通じて消費者の信頼感を高める」と具体的なメカニズムを説明している。更に、そうした住宅市場の持ち直しが経済全体の回復へ繋がるとも述べている。WSJ記事によれば、今年FOMCで投票権を有するロックハート総裁はバーナンキ議長との議論を通じて、追加緩和への支持を固めた模様であるが、特に住宅市場にフォーカスしたMBS買入が提案された点がロックハート総裁にとって重要であったと推測される。また、ロックハート総裁は「より良い雇用環境を我々 (Fed) が確認するまでMBS買入は継続し、改善がなければ更なる対応が採られうる」とも述べ、更なる対応の可能性が低いことも同時に示唆している。

*Let me explain how I think the purchase of mortgage-backed securities will help. I think the initiation of a program of MBS purchases is well-timed given recent improvement in the housing market. (中略) By maintaining downward pressure on mortgage rates and by encouraging growth of mortgage-financed purchase activity, sales activity in the Southeast and nationwide should accelerate, and upward pressure on home prices should contribute to consumer confidence. The policy action should have positive sector-specific effects with spillover to general conditions. An improving housing sector will help calm one headwind that has impeded a stronger recovery.*

<sup>5</sup> [“Planning for Liftoff” Narayana Kocherlakota, September 20, 2012](#)

<sup>6</sup> [“U.S. Economic Outlook and Monetary Policy” Dennis Lockhart, September 21, 2012](#)



*MBS purchases will continue until we see a better employment situation. If we do not see improvement, more action may be taken.*

Fed による MBS 買入は始まったばかりであり、その効果を論じるのは時期尚早だが、足元までのデータを見る限り、ロックハート総裁の示唆をある程度は確認できる。MBA（米国抵当銀行協会）のデータによると住宅ローン金利は顕著に低下し、未だ借換が中心だが住宅ローン申請は大幅に増加している。また、消費者マインドも 9 月に大きく改善した。

第四は、サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁の見解である。ウィリアムズ総裁は 9 月 24 日に講演<sup>7</sup>を行い、「労働市場が顕著な回復を示すまで MBS 買入を続ける」と述べると同時に、「他の資産を含めて、買入を拡大」する可能性も示唆した。

*In particular, we will continue buying mortgage-backed securities until the job market looks substantially healthier. We said we might even expand our purchases to include other assets.*

### エバンス総裁の数値基準を援用すれば 2014 年中ごろまで資産買入継続

指摘した四名の主張の中で、まず注目すべきはエバンス総裁とコチャラコタ総裁が挙げた数値基準である。既に述べたように FOMC において数値基準が明示的に採用される可能性は低いと考えられるが、地区連銀総裁各々が指摘する数値基準は資産買入が続く期間を推し量る上で参考になる。9 月に示された FOMC 参加者の景気見通しでは 2014 年最終四半期の失業率は 6.7～7.3%と予想されているため、エバンス総裁が資産買入による金融緩和の基準とした失業率 7%を援用すれば、2014 年中ごろまでは資産買入が続く可能性があるということになる。また、2015 年最終四半期の失業率予想は 6.0～6.8%であるため、コチャラコタ総裁が超低金利の条件とした失業率 5.5%を援用すれば、超低金利政策は時間軸文言に記されている 2015 年半ばを超えて続く可能性があるとも言える。

### オペレーション・ツイスト終了への対応が年内の焦点

二番目に注目すべきは、四名全員に共通する低金利維持の長期化や資産買入継続を辞さないとする強いハト派的なスタンスである。特にこれまでタカ派寄りの見解を示してきたコチャラコタ総裁が見解を転じたインパクトは大きい。また、ステートメントに記されている点ではあるが、追加の資産買入についても 3 名が改めて前向きなスタンスを示した。そうした観点から 2012 年内に焦点となるのは、年末で終了するオペレーション・ツイストの扱いである。Fed が示すストック・ビューから見れば、オペレーション・ツ

住宅ローンの動向



(出所) Bloomberg

FOMC参加者の見通し(SEP)

#### 1. 経済見通し

(%)	2012	2013	2014	2015	Longer run
成長率	1.7 2.0	2.5 3.0	3.0 3.8	3.0 3.8	2.3 2.5
前回見通し	1.9 2.4	2.2 2.8	3.0 3.5	-	2.3 2.5
失業率	8.0 8.2	7.6 7.9	6.7 7.3	6.0 6.8	5.2 6.0
前回見通し	8.0 8.2	7.5 8.0	7.0 7.7	-	5.2 6.0
PCEデフレーター	1.7 1.8	1.6 2.0	1.6 2.0	1.8 2.0	2.0
前回見通し	1.2 1.7	1.5 2.0	1.5 2.0	-	2.0
コアPCEデフレーター	1.7 1.9	1.7 2.0	1.8 2.0	1.9 2.0	-
前回見通し	1.7 2.0	1.6 2.0	1.6 2.0	-	-

(注)成長率及びインフレ率は最終四半期前年比。失業率は最終四半期。

#### 2. 金融政策見通し

(人)	2012	2013	2014	2015	2016
金融引き締め開始時期	1	3	2	12	1
前回見通し	3	3	7	6	0

(出所) Fed

<sup>7</sup> "The Economic Outlook and Challenges to Monetary Policy" John C. Williams, September 24, 2012

イストの終了は緩和度合の低下を必ずしも意味するものではない。しかし、オペレーション・ツイストが終われば長期国債と MBS を合わせた残高の拡大ペースは明らかに鈍る。その鈍ったペースが労働市場の持続的な回復に不十分と判断されれば、現在はオペレーション・ツイストの対象となっている国債を、ウィリアムズ総裁が言う「他の資産」として新たに購入対象とする可能性がある。

WSJ記事によれば、9 月に決定された追加緩和措置はデューク理事が提示した妥協案だった模様である。妥協案という意味は、オペレーション・ツイストをオープンエンドの資産買入へ組み込まず、少なくとも年内は別建てとした点にある。すなわち、積極緩和派は 2012 年内にオペレーション・ツイストによる 450 億ドルの長期債買入と MBS400 億ドル買入の合計 850 億ドルの買入を手にする一方、緩和懐疑派は 2012 年末で期限となるオペレーション・ツイスト分の 450 億ドルを終了するか、かたちを変えて延長するかの選択肢を手に入れたのである。従って、経済情勢の回復が十分でなければ、オペレーション・ツイストの代替措置が講じられる可能性は十分にあるだろう。なお、FOMC は年内に 2 回<sup>8</sup>を残しており、これは最後の 12 月の FOMC における検討課題になると考えられる。

### 2013 年の FOMC は...

最後に、鬼が笑う話だが、来年の FOMC ではハト派とタカ派の戦いが一層激しいものとなりそうである。2012 年の FOMC では、ハト派のウィリアムズ総裁とタカ派であるリッチモンド連銀のラッカー総裁で対立したが、投票権を有する残りの地区連銀総裁 2 名（常に投票権を有するダドリー NY 連銀総裁を除く）であるロックハート総裁とクリーブランド連銀のピアナルト総裁は中間派であったため、対立を鎮静化させる役割を担ったと考えられる（バーナンキ議長は追加緩和の実施に際し、その 2 名の中間派の説得に時間を費やした模様である）。

一方、2013 年は、輪番による交替で、地区連銀総裁の投票権者のパワーバランスがハト派 2 名とタカ派 2 名という構図に変わる。ハト派は、本稿でも見解を紹介したエバンス総裁とボストン連銀のローゼングレン総裁、タカ派はカンザスシティ連銀のジョージ総裁とセントルイス連銀のブラード総裁である。特にエバンス総裁とブラード総裁はメディア露出も多いため、見解の対立も際立つと考えられる。

### 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）FRB

### FOMC の投票権者

	2012 年 12 名	2013 年 12 名
理事	バーナンキ議長	バーナンキ議長
	イエレン副議長	イエレン副議長
	デューク理事	デューク理事
	タルーロ理事	タルーロ理事
	ラスキン理事	ラスキン理事
	パウエル理事(2012/5/25就任)	パウエル理事
	スタイン理事(2012/5/30就任)	スタイン理事
地区連銀総裁	ダドリー NY 連銀総裁	ダドリー NY 連銀総裁
	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	エバンス・シカゴ連銀総裁（ハト派）
	ロックハート・アトランタ連銀総裁	ボストン連銀ローゼングレン総裁（ハト派）
	ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁	セントルイス連銀ブラード総裁（タカ派寄り）
	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	カンザスシティ連銀ジョージ総裁（タカ派）

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

<sup>8</sup> 10 月 23～24 日と 12 月 11～12 日。