Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2026-11-12

1996年のFOMC ： 物価安定への対応

地主, 敏樹

(Citation)
国民経済雑誌,193(3):27-43

(Issue Date)
2006-03

(Resource Type)
departmental bulletin paper

(Version)
Version of Record

(JaLCDOI)
https://doi.org/10.24546/00056058

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/00056058

KOBE UNIVERSITY

1996年のFOMC

——物価安定への対応——

地　主　敏　樹

アメリカ経済は1990年代後半に低失業と低インフレの共存という好パフォーマンスを謳歌することになるが，そのことは1996年には未だ予想されていなかった。本稿では，インフレと失業とのトレードオフの変化に直面した連邦準備の政策運営を，意思決定の委員会（FOMC）の議事録とリアルタイムの予測データに基づいて，分析する。連邦準備は，失業率低下に対する金利引上げを見送り続ける一方で，定例FOMC間の経済動向を注視して，インフレ兆候に対する引締め即応体制を維持することになった。当初はインフレ懸念が強くインフレ目標の導入も真剣に議論されたが，生産性データの難点が明らかになるにつれて，議論も終息して行った。

キーワード　金融政策，インフレ，失業，生産性

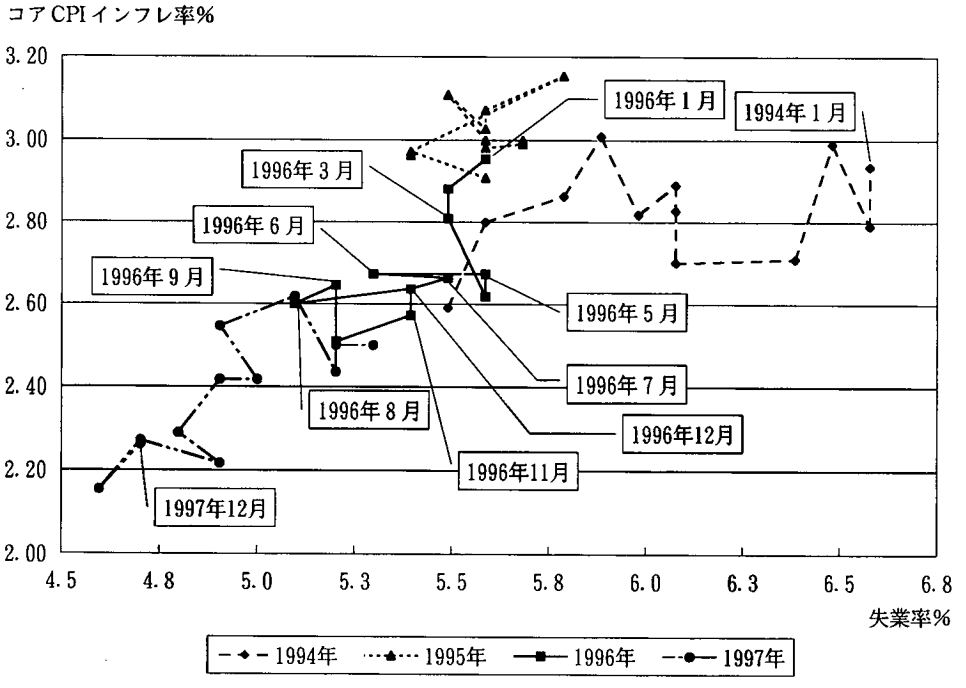
1 はじめに

大きく振り返ってみると，96年は，92年半ばから始まった景気拡大が95年に一旦停滞した後を受けて，またさらなる景気拡大が始まって行く「踊り場」に当たる年となった。失業率でみると，94年に6.6%から5.5%にまで急激に低下した後，95年中は5.4%から5.8%という狭い領域で上下し，96年に入ると前半は5.5%以上に止まったが後半に5.3%前後へと低下趨勢を示した。この後，97・98年と失業率は大幅に低下して，4%台前半にまで達することになる。同じ時期のインフレは，92年から95年までほぼ3%前後で変動していたのが，97年から98年にかけては2%を切るように低下していくので，96年はその端境期となった（図1）。

FOMC（Federal Open Market Committee）による金融政策運営は，95年からの緩和シリーズの最終アクションを年初に実施した後，様子見に入り，最後まで目標金利水準を一定に保つこととなった。さらに，低失業と低インフレの併存という事態が持続し明確化するのに応じて，後半からは，定例会合間の非対称性（引締め）を継続して，インフレ兆候を注視する（"watchful waiting"[1]）という政策ポジションを続けることとなった。

GDP成長率の予測の変遷で景気の動向を見ておこう。図2には，民間エコノミストの予測の，1996年中における推移が図示されている。アメリカ商務省が実施しているアンケートへの回答の中央値である[2]。それぞれの折れ線は，各アンケート時点（四半期の中間時点）にお

図1　フィリップス曲線　1994－1997

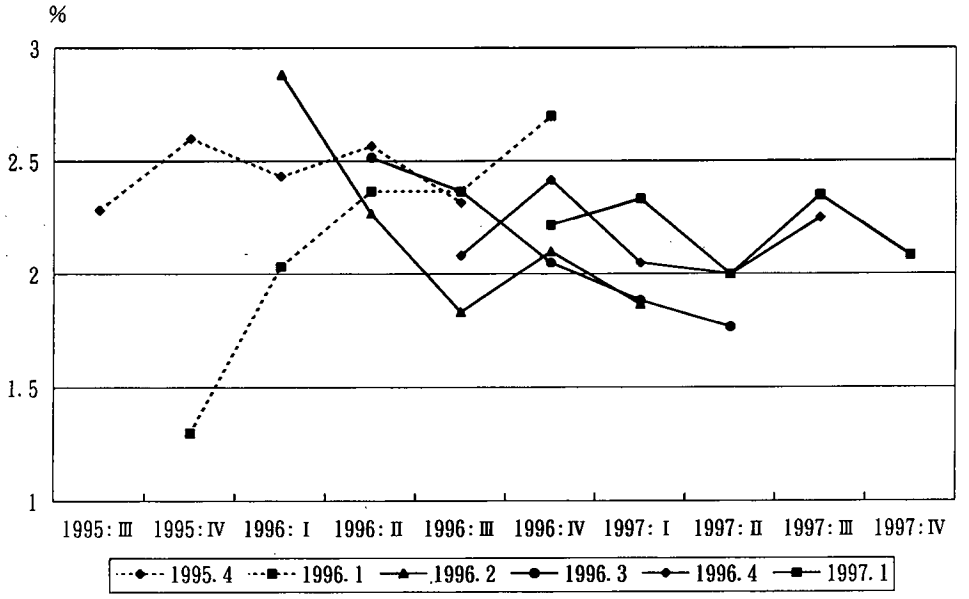


注：インフレ率は季節調整済みＣＰＩコア指数の対前年同月比。失業率も季節調整済み。データの出所は，FRB of St. Louis のHPにあるFRED。

ける，直前の四半期，現四半期，続く4四半期，合計6四半期分の実質GDP成長率の予測値である。年初は減速していたが，回復が見込まれていた。年央にかけては，予想以上に強い回復となって，予測値の折れ線が，第II・III四半期に連続して上方シフトしているが，その後の減速が見込まれていた。第IV四半期になると，2～2.5%の成長が安定して続くと予想されるように変化している。景気減速の見通しが弱まったのである。

96年の前半には，FOMCメンバーの中でもインフレ懸念が根強くもたれており，より強くインフレを抑制して行くために，インフレ目標導入が提案されて，議論が続けられていた。インフレ目標導入への反対派は，現行の政策運営方式を「機会主義」アプローチであると認識し，そのアプローチが成功してきたと考えていた模様である。このインフレ抑制に関する「機会主義」アプローチの定義は，必ずしも明確ではない。FOMCメンバーの議論の共通点をまとめると，①「インフレの加速は，pre-emptive な金融引締めで予防する」。この①がうまく行っている限り，インフレ率の上昇は防ぐことができる。その状況下で，②「インフレをさらに低下させるために，金融引締めを実施して景気を下降させはしない」が，③「景気が下降気味の機会を活かして，金融緩和を急がずに，インフレ率を低下させる」，といったものになろう。テイラー・ルールの想定とは異なり，非線形の政策ルールである。「機会主義」

図2　実質GDP成長率予測値の推移



注：フィラデルフィア連銀のHPのデータに基づいて作成。

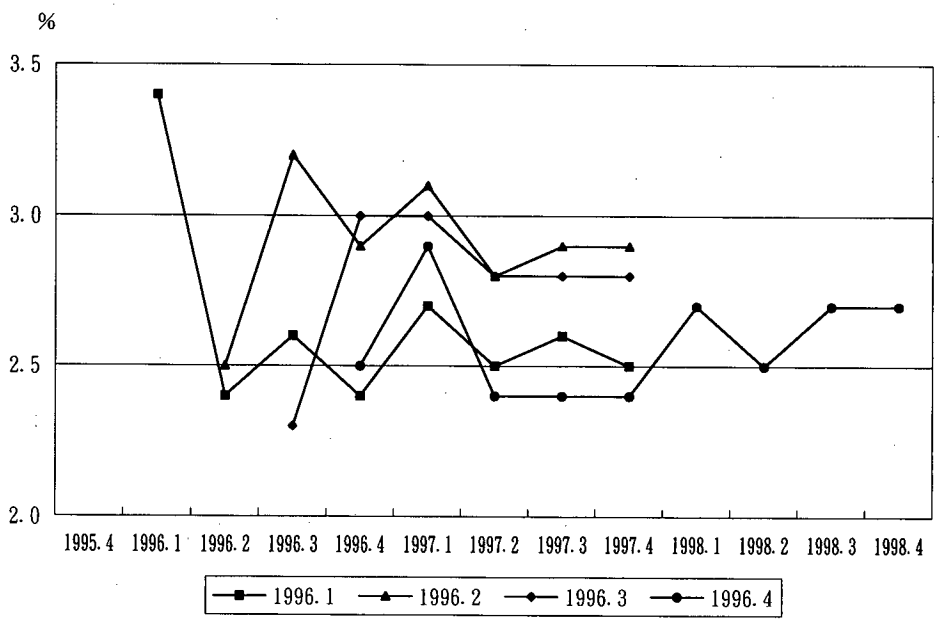
アプローチ支持者たちは，「(インフレ目標制度につきものである) 目標実現の期限設定が，機会主義アプローチとは両立しない」として，その導入に反対した。

失業率が（自然率の想定値）6％を顕著に下回り続けているのに，物価インフレーションが始まらず低下傾向すら示しているという状況は，きわめて良好なパフォーマンスではあるが，歴史的経験（フィリップス曲線）から乖離している。FOMCは，そのメカニズム解明と先行き展望に，政策論議の焦点をあてることとなった。Greenspanは，公表されている生産性データを再検討して，実際の生産性上昇率を顕著に過小評価していることを指摘するようになる。こうして，96年の半ば以後は，経済予測における自然失業率の想定値を引き下げていくし，FOMCメンバーのインフレ懸念も収まっていくことになる。

FOMCで呈示されるスタッフの予測でも，1996年のインフレ予想は，景気回復を受けて年央に上昇した後，第Ⅳ四半期に顕著に低下している。図3には，1996年内の四半期毎にその四半期の中間点に近いFOMCで報告されたスタッフ予測の値（GDPデフレーターの上昇率）を折れ線で図示している。第Ⅳ四半期における予測では，2年後の値も2.7％と，暗黙の目標ともされる「3％」を下回る水準に安定している。

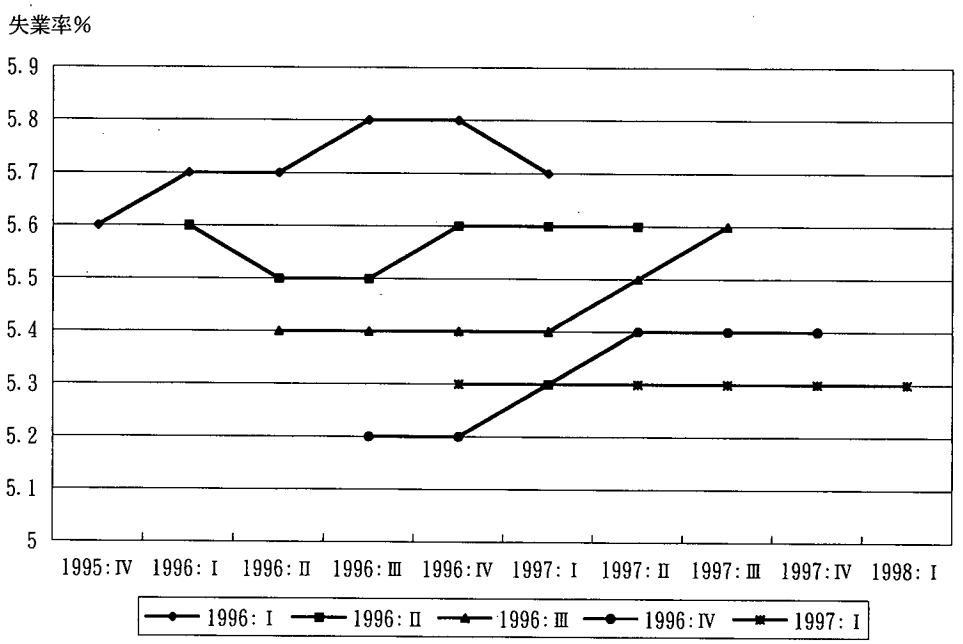
失業率の予測値も，第Ⅰ四半期以後，順々に下方シフトしている。図3には，民間エコノミストの予測の中央値を，1996年第Ⅰ四半期～1997年第Ⅰ四半期に実施されたアンケート毎に6四半期分を折れ線で，図示してある。各折れ線の左端がアンケート実施の直前の四半期

図3　GDPデフレーターGB予測の推移



注：フィラデルフィア連銀のHPのデータに基づいて作成。

図4　失業率の予測の推移



注：フィラデルフィア連銀のHPのデータに基づいて作成。

前の値，次がアンケート実施時点を含む四半期の値，その後の4点が，1四半期後から4四半期後までの予測値となっている。足元の予想値が低下しているだけでなく，1年後の予想値も低下していることが明瞭に読み取れる。上述したように，景気は安定成長が見込まれているので，自然失業率の想定値の引き下げと整合的な変化であると言えよう。

2 緩和の最終局面

1月31日 FOMC[3] （目標 FF 金利0.25%切下げ＋公定歩合0.25%切下げ＋対称性）

金融市場についての報告では「95年12月の FOMC 以後，年末や厳冬の影響によって準備需要が左右されて FF 金利も上下したが，平均的には目標レベルを実現できた。中長期の諸金利はこの政策行動直後に低下しただけでなく，その後の状況に応じてさらに低下した」と，述べられている。足元の景気に関しては，「連邦政府の一部閉鎖の影響により新しいデータが乏しいが，やや減速気味であろう[4]」と判断されている[5]。各地区連銀の報告も，「在庫調整による生産減少」を報告している。予測においては，「景気は12月 FOMC 以来あまり変化がなく，ゆっくりとした成長を見込んでいるし，インフレ圧力の高まりもほとんど予想されていない。」平穏な経済情勢であった。

2日目の FOMC において貨幣・信用集計量の目標値を設定した後，これらの他に「長期的なインフレの径路に関する政策意図を民間に伝えるための方策」としてインフレ目標の設定も，議論の対象になった。賛成派の代表として，Meltzer は，長期的インフレ目標（CPI 目標2.75%）の導入を提唱している。「まずは，Humphrey=Hawkins 報告において公表するインフレ予想値を長期化して，せめて5年間に延長すること」を提案している[6]。同じ賛成派の Broaddus は，『1-5%という貨幣集計量成長目標はわれわれの長期目標のシグナルではあるが』不十分なので，それに追加して，『Humphrey=Hawkins 報告において，1996－97年にわたる平均で3%以下にインフレを抑制すると言明してはどうか』と，主張している[7]。インフレ目標の設定が政策のクレディビリティを向上させる効果や，その向上に基づいた政策自由度の向上については，多くのメンバーが懐疑的[8]であった模様である。物価安定を連邦準備の政策目標として法定化しようとする Mack 法案が「連邦議会で討議中なので，その結果を待とう」という議論もあった。最終的には，「（この1月と同様に）2日間の日程なので時間的余裕のある7月に継続して検討する」ということになった。

短期政策に関しては，「インフレ予想の低下にともなって，現行の実質 FF 金利水準（5.5%）が「自然利子率」よりも高目である[9]」と，多くの FOMC メンバーが考えた。「ドル相場の上昇も引締め効果をもつ」と論じられた。「景気のゆっくりとした自律回復が見込まれているものの，下方リスクが無視できないし，インフレ再燃の懸念が低まっているので，小幅（0.25%ポイント）利下げして5.25%にすることが妥当であろう」と，考えられた。FF 金利の引下げ

が決定されれば,「FOMC直後に理事会を開いて,公定歩合を0.25%ポイント引下げして5%へ変更することも決定する予定（地区連銀6行から申請が出ていた)」なので,定例会合間の非対称性は不要という原案提示となった。「金利を引き下げずに据え置くことで,インフレーションの3%前後での安定を確かなものにしたい」という,「機会主義」[10]アプローチを主張する意見も相当に出たが,投票では全員一致で原案が決定された。『金融市場は緩和の進行を予想している』[11]が,『FF先物市場の値は50−50の確率での25ベーシス・ポイント引き下げ』[12]なのでタイミングについては自由度があったわけだが,緩和を実行したのである。目標FF金利は5.25%,公定歩合は5%となった。

3　中立ポジションへ：景気回復

景気が回復しているというデータが続き,FOMCのメンバーも景気動向に関して,下方リスクが高いという前回の認識から,3月には「上下両方向のリスクがほぼバランスしている」とみるようになり,5月にはむしろ「上方リスクが高い」と方向転換している。このように景気の見方が変化していく移行期にあたる,2回のFOMCにおいては,ともに「現状維持＋対称性」という政策決定が,全員一致で採択された。

3月26日 FOMC　　(現状維持＋対称性)

金融市場については,「前回のFOMC後に短期金利は少し下がったが,政策行動が予想されていた内容だったので,長期金利の反応は僅かであった」ことと,「その後の景気回復兆候に応じて,諸金利が上昇してきた」ことが報告された。政策行動によって短期金利を低下させたのに,長期金利が上昇することとなったので,その解釈について意見が割れている。「長期的なインフレ予想が高まった」という解釈と,「長期的な実質利子率が上昇した」という解釈とである。

足元の景気については,「生産も雇用も,2月に入って急速に回復している」ことが,報告された。「1995年から継続していた在庫調整はほぼ終了しつつある」と解釈されており,FOMCメンバーも「経済の自律回復が予想以上であること」を認めている。『株式と債券の価格上昇による富効果を通じた消費増大が,在庫循環による景気へのマイナス効果を相殺してきたのだろう』とも指摘されている[13]。また,「こうした富効果と消費者信用の供給が豊富なことから,家計消費が可処分所得以上に伸びていく」と考えられている。「株価が高水準であるのは長期金利が低く企業利潤が高かったことの結果」と考えられ,「景気が低下すれば下落してしまうであろうが,現在は企業の設備投資も堅調であるので,当面は大丈夫だろう」と判断されている。労働市場については,「雇用不安が相当に低下してきた兆候があり,賃金の動向が変わりつつあるのかもしれないが,まだ明確ではない」と,報告されている。「景気の堅

調な回復が予想されており，インフレ圧力の上昇もほとんど懸念されていないので，政策変更は不要である」と考えられた。「現状維持＋対称性」の原案に，全員が賛成した。なお，興味深いことに，「機会主義」の政策運営に関して，『自分たちはそうした運営を正式に論議して採用したことはない』と，Meltzer が発言している。[14)]

5月21日 FOMC　　(現状維持＋対称性)

金融市場については，「前回の決定は予想されており，ほとんど影響は無かった。しかし，目標 FF 金利の据え置きにも関わらず，その後の景気回復データに反応して中長期金利は上昇した。株式価格は，金利上昇にも関わらず景気・企業利益回復要因によって，上昇を続けた」と，報告されている。また，足元の経済については，「景気は小刻みな一進一退を繰り返しながらトレンドとして回復してきている」ことと，「消費者物価指数は上昇しているがエネルギーと食料関係を除いたコア指数は安定している」ことが，報告された。「コンピューター関係など企業の設備投資が第1四半期に大きく伸びたことと，家計消費が増大したこと」[15)]にも，言及されている。昨年から年初へかけての予想を越える景気回復の主因としては，「低金利と高株価が総需要を増大させた」と考えられている。スタッフの景気予想はかなり強含みとなり，インフレへの懸念も表明され始めている。

景気の現状をめぐる議論の中で，Greenspan 議長が「サービス部門をみると，顕著に奇妙な状況が目に入る。生産性の上昇は小さく名目の生産額の成長率もたいしたことないのに，利潤は大きく増加しており，利潤マージンが顕著に高まっていることが意味されている。非製造業部門において名目 GDP の顕著な部分が算入されていないか，生産性データがおかしくて価格水準が過大評価されているか，といった事態が何らかの理由で生じているのではないかと，われわれは考えるようになっている」[16)]と，生産性データに対する不信感を表明している。

スタッフの景況判断も政策案の説明も共にインフレ懸念を強調する内容であったが，Greenspan 議長は「この年の急速な景気転換をもたらしたのは高株価による資産効果ではないか」と示唆し，「株価は高水準にあるが，実体経済においては何かがインフレ率の上昇を阻止している。もうしばらく様子をみる余裕はある」として，金利の現状維持を提案した。ラウンドテーブルの前半には，「景況の好転へ対応しての即利上げ (.25%point)」を支持する発言が続いたが，夫々の主張もさほど強いものではなく，後半には議長賛成派が続出した。「金融市場全体を見ると中長期金利やドルは上昇しているし，実質ＦＦ金利水準もやや低めかもしれないが自然利子率からあまり乖離していないだろう」といった主張であった。投票では全員一致で議長原案が採用された。なお，「上方リスクの方が高いものの，利下げシリーズからの転換になるので，非対称性によって定例会合間に行動するのは好ましくない」という理

由で，対称性が維持された。政策方向の転換を，特別な政策行動と考えていることが判る。もしも景気回復のデータが続けば，次の7月のFOMCにおいて利上げを行うことが，ほぼ想定されていたとも言えよう。

短期の政策行動が決定された後，また，インフレ目標について議論されている。Kohn調査部長は，「HH報告に今後2年間の予想値のみでなく3年目のインフレとGDPの予測を導入すること」を提案し，「3年目のインフレ率は，その間の政策の結果であり，かなり目標に近い数値と解釈されよう」と述べている。これに対して，インフレ目標の推進派であるMelzerも賛成して，「インフレ予想が不安定になっている時期なのでその安定化に役立つし，「機会主義」的政策運営は金融政策への信認にマイナスである」と，主張した。反対派は，「「機会主義」的な運営をしているので，2−3年で目標は実現できないのではないか」などと反論した。投票も実施されずに継続議題となった。

5月のFOMCの後に，Greenspanは再任され，Blinder副議長は辞任した。後任として，Rivlinが副議長に行政管理予算局長から転任して，就任した。Rivlinは，この後，FOMCにおいて，経済の動向が不明確なことを懸念する他のメンバーに対して，「低インフレ＋低失業」という経済状況は最高ではないか，という発言を繰り返すこととなる。なお，自分の再任に関して，Greenspanはそれなりの活動をした模様である。[17)]

4　Watchful Waiting−景気回復とインフレ安定との綱引き[18)]

景気拡大は減速傾向を示すこともあったが，この後も失業率は低下して行き，年後半のほとんどは5.2〜5.3%という低水準に止まる。しかし，物価はエネルギー・食料価格を除けば，安定かむしろ下落傾向を示し続ける。そうした中で，金融政策運営は，インフレ悪化の兆候に即応するという「非対称性（引締め）」を7月以降に採用しつつも，目標FF金利の水準を5.25%に維持し続けることとなった。なお，微妙な情勢の変化としては，景気拡大のテンポに応じて，利上げ意見が9月に最高潮に達して，その後次第に弱まっていったことが，指摘されよう。

7月2・3日FOMC　　（利上げ見送り　　現状維持＋非対称性（引締め））

「景気が第2四半期に顕著に拡大してきたこと」が確認されている。この時点ではまだ入手不能のデータであるが，6月には失業率が5.3%へと大きく低下している（図4参照）。インフレ面では，「3月〜5月期に，エネルギー関係の価格上昇の影響で総合CPIは（前月比年率）4%強という高い水準にあったがコア指数は落ち着いて」おり，6月には総合CPI指数も1%弱にまで低下することになる。需要面では，「家計消費の増大，設備投資と住宅建設の軟化」とが，注目されている。金融市場では，「高い水準の景気指標に対応して，中長期金利

が上昇したが，金融政策の利上げ予想の減退と共に元に戻った」ことが報告された。株価は，低落気味である。スタッフの景気予測では，「金利・ドル上昇の影響で第3四半期以降の拡大ペースは鈍る[19]ものの，好景気は続く」と予想されている。

FOMCメンバーの議論においても，「現在の景気拡大が予想を越えるものである」ことを認めつつ，スタッフと同様に減速傾向を予想する発言が多い。しかし，「減速傾向を裏付ける確かな証拠のないこと」と，「景気に上振れリスクが存在すること」，したがって「インフレ再燃への危険もある」ことも，指摘されている。5％台半ばという低い失業率にも関わらず，賃金・物価の顕著な上昇傾向が見られないことに対しては，job insecurity 仮説が言及され，自然失業率の低下も示唆された。生産性上昇率の謎に関しても議論されたし，「少々の賃金上昇は利潤マージン低下で吸収されるのではないか」とも論じられた模様である。物価指数の問題も論じられており[20]，「CPIのみに注目することがミスリーディングである」と主張されている。

明確ではないにしても景気減速予想が多数であるし，コア・インフレは安定している。さらに，『この状況で利下げシリーズを逆転させるには，これまでの政策行動の方向に沿った行動をとる場合よりも，より高いハードルを越えた証拠が必要であることを認識しなければならない。連続した政策行動という近年の経験があるので，新しい方向への政策行動は，金融市場に対して，同じ方向の追加的な政策行動が続くという示唆を与えてしまうだろう[21]』として，目標FF金利の現状維持が提案されて，支持された。「目標FF金利は名目値では切り下げられてきたが，インフレ予想の低下が伴ってきたので，実質値の水準はさほど低下していないし，自然率水準よりも明瞭に低いわけではない」ことも指摘された。また，「賃金・物価の上昇傾向が認められた場合に対応する時間的余裕は十分にあるとしながらも，リスクは明瞭に上方に偏っている」ことが認められ，定例会合間の非対称性（引締め）が原案に織り込まれた。なお，この非対称性を発動して利上げを行う必要が生じたときには，「利下げシリーズからの逆転になるので，電話コンファレンスの開催などによってFOMCメンバーに意見を述べる機会を与える」ことが約束された。

最終的な投票結果は，反対1票（Stern）のみで原案が採択された。反対理由には，現時点での予防的利上げの必要性のみでなく，「好景気の下でより積極的な「意図的な」物価安定化が可能である」ことが，述べられている。しかし，全体としては「機会主義的な」物価安定をねらう政策運営を支持する勢力が強く，非対称性（引締め）の採用もあって，原案が支持を集め得たのであろう。

なお，これは1年に2回ある2日間会合で余裕があったので，1日目の午後に十分な時間をとって，長期的なインフレ目標（the long-term inflation goal）について，賛否両サイドに1名ずつの報告者を準備して，特別セッションを設けている。Greenspanは，そのオープニ

ングで「この問題については，(FOMCの投票メンバー) 12名だけでなく，(残りの地区連銀総裁7名も加えた) 19名の合意」が必要と述べている。

最初の報告者は Yellen 理事であった。[22] カナダがインフレ目標を採用していることもアメリカより高失業率であることの一因かもしれないことや，日本のゼロ金利の制約といった，諸外国の経験に言及している。それから，低インフレ率の主メリットとして，フェルドシュタインによる税制の歪みの推定を取り上げて，「2％のインフレ率低下が，GDPの1％の効率向上を生む」という結論の数値は疑問視されると述べている。次いで，低インフレ率の主デメリットとして，アカロフ他の名目賃金の下方硬直性の議論とその結論，「インフレ率が4％から2％に低下するに応じて自然失業率は5.8%から6.1%へ上昇し，さらに1％水準に低下するに応じて自然失業率は6.5%に，0％水準に低下するに応じて自然失業率は7.6%にまで上昇する」を紹介して，推定方法を変えればもう少し小さい数値になるかもしれないが，「こうした水準の周辺で平均的なインフレ率を低下させれば，失業率は高まってしまう」という主張に賛意を表明している。(1950－60年代のような)低インフレ率と低失業率との共存には，高生産性成長率が必要であろうと述べた後，最終的に次のように結論付けている。

『大まかにまとめると，インフレ率を（現在の）3％水準から2％に低下させることは，確実ではないがおそらく，ネットのプラス効果をもたらすだろう。「車軸にグリースを」論の重要性はまだ低いのに，税の効果は顕著になり得るからである。しかし，2％以下の低水準へ引き下げると，名目硬直性が問題となり始めて，その限界的なメリットは小さくなり最終的にマイナスになってしまうだろう。』

インフレ目標の積極派の予定報告者は，Broaddus 総裁であった。[23]『Humphrey-Hawkins 法で要求されて貨幣集計量の目標範囲を公表してきたが，長期的な物価安定への連邦準備のコミットメントの象徴とか，金融政策のノミナル・アンカー (nominal anchor) といった伝統的な役割を効果的に果たせていないことには，われわれ全員が合意しているはずだ。われわれには，もっといいアンカーが必要だ。』として，インフレ目標導入を正当化しようとしている。そして，目標制度の詳細については，「3％以下への前進はさておいて，「3％上限」という目標に合意して，それを次回の Humphrey-Hawkins 報告で公表してコミットしよう」と提案した。さらに，「「3％上限」の確立に成功したら，そこを超えて，「どこまで，どのように，いつ，インフレ率を低下させていくのか」という難問に進んでいけるだろう」と，論じている。

数値を明示することへの賛否両論が出た。基本的には，Yellen の2％が基準点になったが，それを測定する指数の選択やその他で意見はばらばらになった。Greenspan は，物価安定が最終目標だといいながら，測定問題などを提起して決定を回避した印象が強い。

8月20日 FOMC　（現状維持＋非対称性（引締め））

8月時点で利用可能なデータ（図）では，7月に失業率が0.1%ポイント上昇しており，その他の景気指標も合わせて，「先月の FOMC で予想された景気減速が確認されつつある」ものと解釈された。設備投資・住宅建設だけでなく，消費需要の減速が始まったと報告されている。インフレ面では，「賃金が上昇兆候を示し始めたものの，物価は未だに落ち着いている」。金融市場では，「7月 FOMC 直後の雇用レポート（失業率が5月の5.6%から6月の5.3%へ急低下）などへの対応で中長期金利が上昇したが，その後の減速傾向に応じて逆に低下気味」となった。株価は，「7月後半に顕著に低下した後，金利低下と企業利潤堅調を受けてほぼもとの水準に戻った」。スタッフは，やはり，景気減速してのソフト・ランディングを予測している。

FOMC メンバーの議論では，「（耐久消費財・住宅建設・設備投資などが支えた）春頃の急速な景気拡大が減速しつつあるが，その程度は不明であり，労働市場で観察される需給逼迫を解消できるかも判らない。生産性の上昇や（現時点で高い）利潤マージンの低下によって吸収されるかもしれないが，賃金の上昇傾向が物価インフレーションをもたらすリスクに注意しなければならない」こと，などが確認された。低失業率にもかかわらず物価が落ち着いてきた要因として，（グローバルな）競争や job insecurity が挙げられたが，「後者の貢献が小さくなりつつある」ことも指摘された。

物価は落ち着いているし，景気減速が確認されつつあってインフレ再燃の危険が小さくなる可能性もあるので，利上げは不要と考えられた。やはり，「実質 FF 金利水準が自然率と比べて著しく低いわけではないので，インフレ圧力の上昇は容易に抑制できる」という意見も呈示された。また，「利上げが引き続く一連の利上げ予想をもたらして金融市場や景気に強い影響をもたらすこと」も，懸念された。さらに，『景気が顕著に減速しつつある時に，利下げシリーズを逆転させて利上げしたというシナリオは，回避したい』[24]とも，主張された。「より明確な証拠が揃うまで，現状維持を続けるほうが賢明である」という論法であった。なお，「インフレーションの上昇に対しては予防的に動く必要がある」[25]ということで，定例会合間の非対称性（引締め）も支持された。最終投票においては，やはり反対が一票出た。Stern は，『大幅で持続的な生産性上昇がない限り，現状の総需要水準はインフレ圧力の増大を招きかねず，そうした事態が生じれば結局のところ現行の景気拡大を頓挫させてしまうだろう』と，述べている。

9月24日 FOMC　（利上げ見送り　現状維持＋非対称性（引締め））

この定例会合に関して，Woodward はその著書『グリーンスパン』の中で，議長の原案（現状維持）に対する明確な賛成意見は，マクドナー NY 連銀総裁とリブリン理事会副議長のみ

であったと，述べている。そうした状況で，Greenspan 議長は，生産性成長について長く論じてインフレ脅威の少なさを強調し[26]，利子率水準の維持と非対称性（引き締め）という原案を提示した。FOMC メンバーの大勢は利上げ実行派だったにもかかわらず，最終投票では反対1票のみで，原案が可決された。

年報に記載されている『議事要録』においても，珍しく1段落を割いて，生産性に関する議論を紹介している。『競争圧力に直面して，企業は生産性を向上させて費用を削減させることを余儀なくさせられている。リストラや大規模設備投資によって，様々な産業において生産性が大きく向上したという報告には，事欠かない。　・中略・　経済全体の生産性に関して現在利用できる尺度は僅かな進展しか示していないが，データを部門別に分けてみていくと，生産性のデータに対して懐疑的にならざるを得ない。生産性は製造業においては顕著に増大しており，1973年以来の生産性成長率低下はサービス業に集中して生じている。データによると（サービス業に多い）非法人企業の生産性は，多年にわたってマイナス成長している。この結果はほとんど信じ難いものであり，多くのサービス業に関してその生産と価格の推定に顕著な誤りがある可能性を示唆するものである。つまり，実際の生産性成長は，現在のデータが示しているよりも高いものとなりそうである。同じ事だが，物価のインフレ率は公式データが示すよりも低いことになりそうで，公表された物価データにバイアスがあるという諸研究結果と整合的である[27]。』

景気拡大の減速を裏付けるデータが続き，賃金には上昇傾向が見られるが（コアの）物価は落ち着いている状況が続いている。金融市場では，諸金利がかなり変動しながらも上がり気味であったが，株価は市場最高値を記録した[28]。家計の消費需要や住宅建設は減速したが，設備投資は堅調を続けた。総需要サイドでは減速傾向が観察されているものの，雇用や生産といった供給サイドの指標はより強いという状況であり，「ソフト・ランディングの予想が強いが，景気動向は不透明である」ことが論じられた。

しかし，「労働市場での需給逼迫・賃金上昇の兆候が続いている下で物価安定が続くのか」が問題となり，「インフレの上方リスクが高いこと」が確認された。「生産性上昇がもたらした高利潤率がコスト上昇に対してバッファーとなり得ることも，一時的でしかないだろう」と論じられた。「現状の高い生産水準が持続すれば遅かれ早かれインフレが再燃する」と考えるグループと，「それが必然ではない」と考えるグループに分かれた[29]。前回と同様に，「現行FF金利の水準が自然率水準に近いことを根拠にインフレも急激なものにはならないであろう」こと，「利上げが金融市場に大きな影響を及ぼす可能性がある」こと[30]などが指摘され，「より明確なインフレ兆候が現われるまで政策行動に出ることを待つことが可能である」とも，論じられた。結局のところ，現状維持＋非対称性（引締め）という原案が，Stern 一人の反対で採択されることとなった。

5 景気減速？：Watchful Waiting の継続

11月13日 FOMC （現状維持＋非対称性（引締め））

この頃に利用可能なデータでは,「失業率が8月に5.1%に達した後に9月・10月には5.2%へと増加した」こと，他方で「インフレ率（対前月比・年率）は8月の1.5%から3%を経て3.8%へ上昇した」ことが，判明している。このFOMCでも,「多くの景気指標が減速を示しており，成長率が潜在成長率にほぼ一致してきている」ことが，歓迎されている。「この減速には家計消費の動向が大きく貢献しており，企業の設備・在庫投資は高水準」であった。「インフレ率上昇には，エネルギー・食料関係が貢献」している。金融市場では,「9月FOMCでの利上げが予想されていたので，見送り決定にともなって短期金利が低下した。その後，中長期金利も低下し，株価は高利潤報告もあって上昇した」。景気は,「ソフト・ランディングが予想されており，中でも家計消費需要は株価の富効果による回復が見こまれ」ている。

「景気が持続可能な成長率へのソフト・ランディングを果たしそうである」と予想されている中で，インフレ面では「労働市場の逼迫が物価上昇に未だに結びついていない」ことがやはり問題視されている。[31] しかし，景気減速がより明確化したことで，前回9月FOMCとは違い，政策のラウンドテーブルでは，簡潔に原案支持を表明するものが多い。数人の反対派も,「0.25%引き上げの方が望ましいが，原案も受入れ可能である」と表明したものが多い。「中長期利子率の低下がインフレ予想の低下を反映しているとするならば，名目FF金利の維持も実質値の上昇になる」ことも指摘された。また，定例会合間の非対称性については，上方リスクを特に重視する必要がなくなったと考える人々も,『この不確実な状況下で非対称性について変更することは時期尚早であるし，連邦準備がインフレの一定の上昇に対して抵抗感を低めたと誤解される危険もある』[32] といった理由から，非対称性を継続することに賛成した。議事要録の一部として政策Directiveが公開されることは当然のことであるが，意思決定時点において明確に意識されている。「現状維持＋非対称性（引締め）」の原案が，全員一致で可決されたのである。

このFOMCの冒頭の国際金融に関するスタッフ報告において，日本財務省の榊原英資氏の口先介入に関する批判的評価が述べられている。興味深いので，紹介しておきたい。『（先週の）新聞インタビューにおいて，彼（榊原氏）は「日本当局は，円をこれ以上下げようとは考えていないし，ファンダメンタルズに基づいて判断すると，円の対外価値に関する一方向的な調整過程もほぼ終わりつつあるように思われる」と述べ,「日本経済に対して，市場は悲観的過ぎる」とも付け加えた。発言内容だけをとれば，円に関しても日本経済に関しても，榊原氏のコメントは完全に妥当なものであるし，日本銀行も賛成するだろう。しかし，彼は，数ヶ月にもわたって強い口先介入で円を減価させようとしてきたことから引き下がろうとし

ているのであり，市場参加者はその変化を素早く察知した。結局のところ，今回のエピソードは，過剰な口先介入の危険性の好例と言えるのではないだろうか。[33]』アメリカ側は，前回のFOMC以降，市場介入をしていないことが報告されている。

12月17日 FOMC　　(Watchful Waiting；現状維持＋非対称性（引締め))

最初に翌97年度からの実施を提案されている公開市場操作関係の修正案が審議され，可決された。「準備市場での取引時刻が早まっていることに対応して，市場介入時刻を早める」ことや，「市場介入完了直後にその内容を公表する」ことなどである。「景気拡大が潜在成長率近傍に低下している」こと（11･12月には失業率も5.3%へと0.1%ポイント上昇した）や，「家計消費の回復が設備・住宅投資の減速と相殺し合ってバランスしている」ことが報告されている。また，「賃金が少し上昇傾向にあり，物価上昇率も高まっているが，後者はほとんどエネルギー･食料関係によって説明されてしまう」と，報告されている。「コアCPIは，ほとんど安定しており，むしろ低下トレンドすら観察され」ている。金融市場では，「中長期金利が低下傾向にあったが，最近になって高資産価格の維持可能性も懸念されて上昇」した。しかし，株価は高騰を続けた。[34]

「景気が当面は持続可能な成長率を継続する」ことが見こまれている中，再び，インフレの危険が討論の焦点となった。経済の現状が満足できるものであり，インフレの危険が差し迫ったものでない以上，目標金利水準の維持が承認された。“watchful waiting”のポジションが維持されたのである。『定例会合間に政策変更をする可能性が高いというほどではないが，次の政策変更があるとすれば利上げ方向であろうと考えていること[35]』を，示したのである。全員一致で，「現状維持＋非対称性（引締め)」が採択された。

6　む　す　び

この年は，失業率の低下傾向が次第に明確化し，賃金上昇のデータも少し入るようになったのに，インフレは安定し続けた。通常のフィリップス曲線の考え方では説明できない状況に直面しながら，景気が減速するのとインフレが始まるのとどちらが早いかが注目された。インフレの安定という，嬉しい謎については，生産性の計測に問題があることが，明らかになって行った。この点の解明においては，Greenspanの着目とFRBスタッフの分析が貢献した。自然失業率の推定値も引き下げられているし，そのメカニズムの候補として，欧州のヒステレーシスの逆転のような仮説，「低失業率によってマージナルな労働者層が就労して訓練を受けることのメリット」なども，論じられた。

インフレ目標の導入についてもかなりの時間が割かれて，ニュージーランドなどの厳密な制度とは程遠いフレキシブルな提案が議論されているが，FOMC内部に賛同者は少なかった

ことが判る。また，インフレ目標に反対しているFOMCメンバーの多くが，「「機会主義」的なインフレ低下政策を，金融政策の成功してきた戦術と見なしている」ことも明らかである。ただし，「機会主義」的な政策運営も厳密に定義されているわけではなく，「積極的に景気や雇用を犠牲にしてまでインフレの（3％水準を超えて）さらなる低下は求めない」というポイントが最も重要で，次いで「(許容範囲内の)景気後退に伴うインフレ率の低下は受け入れる」というポイントが入るようである。

結果的に，FOMCは様子見に徹した形になり，失業率の低下を妨げなかった。コアのインフレ率は3％以下という(目標)範囲に収まっていたので，機会主義的政策運営では，引締めには至らなかったのだとも，言えよう。基本的には，この政策運営がこの後も続いて，1990年代後半の好況を支えることとなる。

なお，株価については，FOMC内部で「バブル」水準にあるとの明確な発言もあるし，景気の下支え効果を高く評価してもいるが，それに対して抑制的な政策行動をとることについては，副作用の不確実性が大き過ぎるとして，慎重論が勝ったと言えよう。

注

1) Dueker and Fischer (1997) による，この年の金融政策運営を形容した表現。
2) フィラデルフィア連邦準備銀行がHPに掲載している。
3) このFOMCにおいて，日本については，銀行問題と円キャリ・トレードの問題が簡単に言及されている。
4) 本稿を通じて，FOMCにおける発言内容そのままの引用は『』で括り，発言内容を少し要約したり判りやすくしたりした部分は「」で括って，区別することとしている。
5) 失業率データが裏付けしている。
6) この長期的なインフレ予想値については，長期的な財政見通しの計算などにおいてCBO等の他機関が既に実行している点も指摘している（"FOMC Meeting", P. 41.)
7) "FOMC Meeting", L. 17, P. 38.
8) Bheneなどが，「クレディビリティは，言葉ではなく，行動によって獲得すべきもの」であろうと，論じている。
9) 自然利子率について，調査部長のPrellは，『これまで注意して示唆してきたように，そうした諸関係についてわれわれは，厳密に1/4％ポイントの精度で(自然利子率)の水準を指摘するほどに，判っているとは言えない。現在言えることは，実質FFレートは，歴史的平均値よりもやや高いと思われるが，(上下両方向の)リスクをほぼバランスできているし，トレンド成長率に近いペースでの持続的成長に貢献していると考えられるというぐらいが，現在言えることである』（"FOMC Meeting" P. 6. 半ば）と述べている。
10) Minehanなどの主張。景気が下方に動きつつあるのに0.25％引き下げは小幅だから，インフレを下げることになるだろうとして，これも「機会主義」的運営だとするMcTeerのような論者もいる。

11) Peter R. Fisher, "FOMC Notes", l. 14, p. 1, January 30, 1996.

12) 同上。

13) Greenspan, "FOMC Meeting", p. 23, 2nd paragraph.

14) Melzer, "FOMC Meeting", p. 26, 2nd paragraph.

15) 高株価，雇用増大，消費者信用供給の増大などが，その要因として挙げられている。

16) Greenspan, "FOMC Meeting", P. 7, the bottom paragraph. Woodward (2000) でも強調されているポイントである。

17) Woodward (2000) 参照のこと。

18) 経済状況が良好なままに変化が少なく，「現状維持＋非対称性（引締め）」が継続されたので，FOMC での議論も替わり映えがしない。St Louis 連銀の前年 FOMC レポートも，例年とは異なって，毎回の FOMC の議論を追うのをやめて一括して論じている。

19) 鈍化予想の主要因は，「企業収益が予想よりも低くなって株価が5％ほど低下する」という想定である。

20) この年に，Boskin 報告が提出され，「CPI には長期間にわたってほぼ年率 1.1％の上方バイアスがあった」という結論が示された。「0.6％は質の向上，0.4％は代替効果の無視，0.1％はディスカウント・ストアなどの利用による影響である」とされている。

21) Greenspan, "FOMC Meeting", p. 84, 3rd paragraph.

22) Yellen, "FOMC Meeting", p. 42-45.

23) Broaddus, "FOMC Meeting", p. 47-48.

24) Greenspan, "FOMC Meeting", p. 38, 2nd paragraph.

25) 「当面の間，委員会はインフレーションの状況に関する情報に対して，特に注意し続けておく必要がある」("FOMC Minutes", *Annual Report*, pp 158, line 8)。

26) 『この（生産性の）分析が正確だとすれば，経済情勢分析とインフレ圧力へ含意について，検討することが重要である。賃金への強い圧力が生産性上昇を圧倒してしまって単位総コストの急速な上昇をもたらしてしまう確率が依然として5割以上だろうが，その確率は低下しつつあると，私は考えている。来年の初め頃まで，政策（利子率）を変更せずに済ませられる可能性も無視できない。』(Greenspan, "FOMC Meeting", P. 28, 3rd paragraph.)

27) "FOMC Minutes", *Annual Report*, pp. 165.

28) Greenspan は，『現在，株式市場がバブル状態にあることは認識しているし，それが注視しておくべき問題であるという Lindsey 理事の意見にも賛成である。株式バブルに直面すると，金融政策の運営は難しくなる』と述べている。その理由として，物価安定と株価安定との間のトレードオフの存在を指摘している。「バブルをしぼませながら経済状態を良好に保つような，金融政策運営方法は自分には明確ではない」として，消極的な姿勢を明示している。さらに，「証拠金率（margin requirements）の引上げがバブル対策として有効であることも認めつつ，その副作用が明確でなく懸念される」と，述べている (Greenspan, "FOMC Meeting", P. 30, the bottom paragraph)。

29) その比率は，Woodward (2000) では「圧倒的に前者が多かった」と断じられており，年報では「むしろ後者の方が多かった」と示唆する書き方になっている。

30) ただし，政策シナリオの説明をする Kohn 調査部長は，以前ほど大きな反応をしない可能性も

示唆している。

31) Yellen 理事が，「スタッフのモデルにおける，自然失業率の想定値が5.6%へと低くされたこと」を報告し，賛意を示している。「失業率が大きく低下している結果として，限界的な労働者層も就職できて訓練されており，欧州で問題化したヒステレーシス仮説と逆の事態が生じているのかもしれない」とも，示唆している。("FOMC Meeting", p. 23, 2nd paragraph.)

32) "FOMC Minutes", *Annual Report*, pp. 176.

33) Fisher, "FOMC Staff Statements", p. 4, 2nd–3rd paragraph.

34) このFOMC会合の前に，Greenspanは，有名な「根拠なき熱狂」という言葉を使ったスピーチを行っている。Lindsey理事は，『Greenspan議長の懸命な努力（訳注：「根拠なき熱狂」発言のこと）にも関わらず，1997年も「根拠なき熱狂」には良い年となりそうだ』と述べて，その理由として，「①財政赤字の好転，②信用拡張の継続，③強いドルによるインフレ安定の3要因」を挙げている（"FOMC Meeting", p. 28, bottom paragraph ～ p. 31)。

35) "FOMC Minutes", *Annual Report*, pp. 184.

参 考 文 献

Federal Open Market Committee, *FOMC Transcript*, 1996年の各会合 "FOMC Meeting" とスタッフレポート "FOMC Notes", "FOMC Staff Statements" など。

The Board of the Governors of the Federal Reserve System, *Annual Report*, 1996.

Dueker, Michael J., and Andreas M. Fischer, "The FOMC in 1996: "Watchful Waiting"", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August, 1997.

Woodward, Bob, *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*, Simon & Schuster, 2000.（ボブ・ウッドワード著，山岡・高遠訳，『グリーンスパン－アメリカ経済ブームとFRB議長』，日本経済新聞社，2001年5月。