

付録資料

①グリーンSPAN FRB 元議長の「根拠なき熱狂」演説（1996年12月5日抜粋）

Clearly, sustained low inflation implies less uncertainty about the future, and lower risk premiums imply higher prices of stocks and other earning assets. We can see that in the inverse relationship exhibited by price/earnings ratios and the rate of inflation in the past. But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the past decade? And how do we factor that assessment into monetary policy? We as central bankers need not be concerned if a collapsing financial asset bubble does not threaten to impair the real economy, its production, jobs, and price stability. Indeed, the sharp stock market break of 1987 had few negative consequences for the economy. But we should not underestimate or become complacent about the complexity of the interactions of asset markets and the economy. Thus, evaluating shifts in balance sheets generally, and in asset prices particularly, must be an integral part of the development of monetary policy.（出典：米連邦準備理事会（FRB）ホームページ <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>）

明らかに、低インフレが持続すれば将来に対する不安は低下し、リスク・プレミアムが低下すれば株をはじめとする収益資産は値上がりすると考えてよいでしょう。そのことは、株価収益率とインフレ率が過去に反比例の関係を示していたことから見て取れます。しかし、「根拠なき熱狂」が資産の価格をいつ不当につり上げ、過去10年間にわたって日本が経験してきたような予期せぬ長期的な経済停滞につながるのかを、私たちはどのように判断できるのでしょうか？そして、私たちは、その評価をどのようにして金融政策に反映させればよいのでしょうか？金融資産バブルが崩壊しても、実体経済、生産活動、雇用、そして物価の安定性が損なわれる恐れがない限り、私たちセントラルバンカーは気にする必要はありません。実際、1987年に株式市場が暴落した際には、経済はほとんど打撃を受けませんでした。けれども私たちは資産市場と実体経済との複雑な相互作用を過小評価すべきではなく、それに無頓着になってもいけません。以上のように、金融政策全般の立案にあたっては、バランスシート、とりわけ資産価格の変動を評価することが必要不可欠なのです。

（アメリカン・エンタープライズ・インスティテュートでの夕食会，ワシントン，1996年12月5日）

②グリーンSPAN FRB 元議長による議会証言における「グリーンSPANの謎」発言（2005年2月16日抜粋）

There is little doubt that, with the breakup of the Soviet Union and the integration of China and India into the global trading market, more of the world's productive capacity is being tapped to satisfy global demands for goods and services. Concurrently, greater integration of financial markets has meant that a larger share of the world's pool of savings is being deployed in cross-border financing of investment. The favorable inflation performance across a broad range of countries resulting from enlarged global goods, services and financial capacity has doubtless contributed to expectations of lower inflation in the years ahead and lower inflation risk premiums. But none of this is new and hence it is difficult to attribute the long-term interest rate declines of the last nine months to glacially increasing globalization. For the moment, the broadly unanticipated behavior of world bond markets remains a conundrum. Bond price movements may be a short-term aberration, but it will be some time before we are able to better judge the forces underlying recent experience. (出典：米連邦準備理事会 (FRB) ホームページ <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>)

ソビエト連邦が崩壊し、中国とインドが世界の貿易市場に組み入れられた結果、財およびサービスに対する世界的な需要を満たすために世界の生産能力がこれまで以上に活用されるようになったことに疑いの余地はほとんどない。同時に、金融市場の一層の統合とは、すなわち世界の貯蓄が、投資用の資金として国境を越えて展開されることに他ならなかった。財、サービス、調達能力が世界的に拡大した結果、インフレ環境が良好となり、今後長期間にわたって期待インフレ率と、インフレ・リクス・プレミアムの低下に貢献したことは間違いない。しかし、以上のいずれもが特段目新しいことではなく、したがって、この9カ月間の長期金利低下をグローバリゼーションの結果であるとあっさり説明するわけにはいかないのである。世界の債券市場の動きは想定外といって差し支えなく、どうしてこれが起きているのかは、今のところ謎である。債券価格の動きは一時的な異常かもしれないが、昨今の経験の根底にある諸要因を見極めるには、まだ時間がかかるだろう。

(2005年2月16日の議会証言から)

④バーナンキ FRB 前議長の議会証言後に、いわゆる「テーパー痙攣」といわれるようになった質疑応答の一節 (2013年5月22日)

"If we see continued improvement and we have confidence that that's going to be sustained then we could in the next few meetings ... take a step down in our pace of purchases. If we do that it would not mean that we are automatically aiming towards a complete wind down. Rather we would be looking beyond that to see how the economy evolves and we could either raise or lower our pace of purchases going forward."

(出典："Bernanke's Q&A testimony to congressional panel" Bloomberg)

<http://www.reuters.com/article/2013/05/22/us-usa-fed-bernanke-highlights-idUSBRE94L00720130522>)

(経済環境が) 改善を続け、それが持続可能だと我々が確信できれば、今後数回の会合で…資産買入のペースを落とせるかもしれない。ただ、我々がそうするからと言って、自動的に完全な停止を狙っているわけではないとご理解いただきたい。むしろ我々はその先に目を向け、経済がどう進展するかを見極めようとするだろう。その上で資産買入のペースを上げるかもしれないし、下げるかもしれない。

⑤量的緩和第3弾の終了を決定した時の FOMC 声明 (2014 年 10 月 29 日)

Information received since the Federal Open Market Committee met in September suggests that economic activity is expanding at a moderate pace. Labor market conditions improved somewhat further, with solid job gains and a lower unemployment rate. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources is gradually diminishing. Household spending is rising moderately and business fixed investment is advancing, while the recovery in the housing sector remains slow. Inflation has continued to run below the Committee's longer-run objective.

(6) Market-based measures of inflation compensation have declined somewhat; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.

9月の連邦公開市場委員会(FOMC)以降に得られた情報は、経済活動が緩やかなペースで拡大していることを示唆している。労働市場は、雇用の着実な増加と失業率の低下を伴いながら、やや改善が進んだ。さまざまな労働市場関連の指標を総合的にみると、労働資源の活用不足が徐々に解消していると思われる。家計支出は緩やかに伸び、民間設備投資も拡大しているが、住宅部門の回復は依然として遅い。インフレ率はFOMCの長期目標をやや下回る水準が続いている。市場に基づくインフレ指標はやや低下した。一方、調査に基づく長期インフレ期待の指標は引き続き安定している。

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators and inflation moving toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. Although inflation in the near term will likely be held down by lower energy prices and other factors, the Committee judges that the likelihood of inflation running persistently below percent has diminished somewhat

since early this year.

当委員会は、法律で定められた責務に従って、雇用最大化と物価安定の促進を目指す。当委員会は、適切な政策措置（注：現状の文脈では金融緩和政策）を施すことで経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場関連の指標とインフレ率はFOMCがその二大責務（デュアル・マンデート）と整合的と判断する状態に向かうと予測している。経済活動の見通しと労働市場に対するリスクはほぼ均衡しているとみている。インフレ率は、エネルギー価格の下落やその他の要因により短期的には抑制される可能性が高いが、当委員会はインフレ率が2%を下回り続ける可能性は今年初め以降やや低下したと判断している。

The Committee judges that there has been a substantial improvement in the outlook for the labor market since the inception of its current asset purchase program. Moreover, the Committee continues to see sufficient underlying strength in the broader economy to support ongoing progress toward maximum employment in a context of price stability. Accordingly, the Committee decided to conclude its asset purchase program this month. The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

当委員会は、現行の資産購入プログラムの開始以降、労働市場の見通しが著しく改善したと判断する。さらに、物価安定の下で雇用の最大化に向けた持続的な改善を支えるのに十分な基調的な力強さが、経済の広範な分野に存在するとFOMCは引き続き判断している。以上のような経済環境を受けて、当委員会は今月をもって資産購入プログラムを終了することを決定した。当委員会は、保有する政府機関債と政府機関保証の住宅ローン担保証券（エージェンシーMBS）の償還元本をエージェンシーMBSに再投資し、償還を迎える米財務省証券を入札時にロールオーバー（再投資）する現行の政策を維持する。長期証券を相当な規模で保有し続けるという当委員会のこの政策は、金融緩和状態を維持するのに役立つはずだ。

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee today reaffirmed its view that the current to 1/percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and percent inflation. This assessment will take

into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments. The Committee anticipates, based on its current assessment, that it likely will be appropriate to maintain the to 1 percent target range for the federal funds rate for a considerable time following the end of its asset purchase program this month, especially if projected inflation continues to run below the Committee's percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored. However, if incoming information indicates faster progress toward the Committee's employment and inflation objectives than the Committee now expects, then increases in the target range for the federal funds rate are likely to occur sooner than currently anticipated. Conversely, if progress proves slower than expected, then increases in the target range are likely to occur later than currently anticipated.

雇用の最大化と物価の安定に向けた持続的な改善を支えるため、当委員会は本日、現行の0.0~0.25%というフェデラルファンド（FF）金利の目標誘導レンジが引き続き適切であるとの見解を再確認した。この目標誘導レンジをどれくらいの期間維持するかを決定するに当たり、当委員会は雇用の最大化とインフレ率2%の目標に向けた進捗状況を、実績と予測の両面から評価していく。この評価では、労働市場の状況に関する指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融の動向を示すデータを含む幅広い情報を考慮する。当委員会は、現時点での評価に基づき、特にインフレ率の予測が当委員会の長期目標である2%を今後も下回り、長期的なインフレ期待も十分に抑制された状態が続いた場合には、資産購入が今月終了した後も、0.0~0.25%としているFF金利の目標誘導レンジを相当の期間維持することが適切になると予測している。しかし、当委員会の雇用とインフレ率の目標に向けた進展が、当委員会の現在の予測よりも早いことを今後入手する情報が示すようであれば、FF金利の目標誘導レンジの引き上げは現在想定されているよりも早く起きるだろう。反対に、事態の進展が予測よりも遅れるようであれば、目標誘導レンジの引き上げは現時点で想定されているよりも遅くなるだろう。

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

当委員会が金融緩和策の解除に踏み切ると決定する時には、雇用の最大化とインフレ率

2%という長期目標と整合するバランスの取れたアプローチ取ることになる。当委員会は、雇用とインフレが責務と整合する水準に近づいた後も、しばらくの間は、FF金利の誘導目標を当委員会が長期的に正常とみなす水準よりも低く維持することを正当化する経済状況が続く可能性があるとして現在想定している。

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Stanley Fischer; Richard W. Fisher; Loretta J. Mester; Charles I. Plosser; Jerome H. Powell; and Daniel K. Tarullo. Voting against the action was Narayana Kocherlakota, who believed that, in light of continued sluggishness in the inflation outlook and the recent slide in market-based measures of longer-term inflation expectations, the Committee should commit to keeping the current target range for the federal funds rate at least until the one-to-two-year ahead inflation outlook has returned to percent and should continue the asset purchase program at its current level.

FOMCによる今回の金融政策の決定に賛成票を投じたのは ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナー、スタンレー・フィッシャー、リチャード・フィッシャー、ロレッタ・メスター、チャールズ・プロッサー、ジェローム・パウエルとダニエル・タルーロの各委員。反対したのはナラヤナ・コチャラコタ委員で、物価上昇見通しが引き続き低迷し、長期インフレ見通しに関わる市場ベースの指標も最近では低下していることを考慮すれば、当委員会は少なくとも1—2年先のインフレ率の見通しが2%に戻るまでは現行のFF金利の目標誘導レンジの維持にコミットするとともに、資産購入プログラムを現状のレベルで続けるべきであると判断した。

(出典：米連邦準備理事会 (FRB) ホームページ

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141029a.htm>)

⑥⑤の半年後、市場で利上げ観測を巡る思惑が高まっていたときの FOMC 声明 (2015 年 6 月 18 日)

Information received since the Federal Open Market Committee met in April suggests that economic activity has been expanding moderately after having changed little during the first quarter. The pace of job gains picked up while the unemployment rate remained steady. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources diminished somewhat. Growth in household spending has been moderate and the housing sector has shown some improvement; however, business fixed investment and net exports stayed soft. Inflation continued to run below the Committee's longer-run objective, partly reflecting earlier declines in

energy prices and decreasing prices of non-energy imports; energy prices appear to have stabilized. Market-based measures of inflation compensation remain low; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable.

4月の連邦公開市場委員会（FOMC）以降に入手した情報によると、経済活動は第1四半期にはほとんど変化がなかったが、その後緩やかに拡大していることがわかる。就業者数の増加ペースが上向く一方で、失業率は引き続き安定していた。労働市場関連のさまざまな指標を総合的にみると、労働資源の活用不足がいくらか解消したと思われる。家計支出の伸びは緩やかで、住宅部門はやや改善を示したが、企業の設備投資と純輸出は軟調なままだった。インフレ率は当委員会の長期目標を下回る水準が続いた。これはこれまでのエネルギー価格の下落とエネルギー以外の輸入価格の下落を一部反映しているが、エネルギー価格は安定したように見える。市場に基づくインフレ指標は依然として低い。一方、調査に基づく長期の期待インフレ率は引き続き安定している。

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic activity will expand at a moderate pace, with labor market indicators continuing to move toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee continues to see the risks to the outlook for economic activity and the labor market as nearly balanced. Inflation is anticipated to remain near its recent low level in the near term, but the Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent over the medium term as the labor market improves further and the transitory effects of earlier declines in energy and import prices dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.

当委員会は、法律で定められた責務に従って、雇用最大化と物価安定の促進を目指す。当委員会は、適切な政策措置（注：現状の文脈では金融緩和政策）を施すことで経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場関連はFOMCがその二大責務（デュアル・マンデート）と整合的と判断する状態に向かい続けると予測している。経済活動の見通しと労働市場に対するリスクはほぼ均衡していると引き続きみている。インフレ率は、短期的には最近の低水準付近にとどまると予想されるが、FOMCは、労働市場がさらに改善し、それまでのエネルギーおよび輸入品の価格下落による一時的な影響が消えれば、インフレ率は中期的に2%に向かって徐々に上昇すると予測する。当委員会は引き続きインフレ率の動向を綿密に監視する。

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the

Committee today reaffirmed its view that the current 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate remains appropriate. In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term.

雇用の最大化と物価の安定に向けた持続的な改善を支えるため、当委員会は本日、現行の0.0~0.25%というフェデラルファンド（FF）金利の目標誘導レンジが引き続き適切であるとの見解を再確認した。この目標誘導レンジをどれくらいの期間維持するかを決定するに当たり、当委員会は雇用の最大化とインフレ率2%の目標に向けた進捗状況を、実績と予測の両面から評価していく。この評価では、労働市場の状況に関する指標、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融動向や国際情勢の解釈を含む幅広い情報を考慮する。当委員会は、労働市場のさらなる改善を確認し、インフレ率が中期的に2%の目標に戻っていくとの合理的な確信を持てた時に、フェデラルファンド（FF）金利の目標誘導レンジを引き上げることが適切になると予測する。

The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.

当委員会は、保有する政府機関債と政府機関保証の住宅ローン担保証券（エージェンシーMBS）の償還元本をエージェンシーMBSに再投資し、償還を迎える米財務省証券を入札時にロールオーバー（再投資）する現行の政策を維持する。長期証券を相当な規模で保有し続けるという当委員会のこの政策は、金融緩和状態を維持するのに役立つはずだ。

When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent. The Committee currently anticipates that, even after employment and inflation are near mandate-consistent levels, economic conditions may, for some

time, warrant keeping the target federal funds rate below levels the Committee views as normal in the longer run.

当委員会が金融緩和策の解除に踏み切ると決定する時には、雇用の最大化とインフレ率2%という長期目標のどちらにも偏らない手法を取ることになる。当委員会は、雇用とインフレが責務と整合する水準に近づいた後も、しばらくの間は、FF金利の誘導目標を当委員会が長期的に正常とみなす水準よりも低く維持することを正当化する経済状況が続く可能性があるとして現在想定している。

Voting for the FOMC monetary policy action were: Janet L. Yellen, Chair; William C. Dudley, Vice Chairman; Lael Brainard; Charles L. Evans; Stanley Fischer; Jeffrey M. Lacker; Dennis P. Lockhart; Jerome H. Powell; Daniel K. Tarullo; and John C. Williams.

今回の決定に賛成票を投じたのは、ジャネット・イエレン委員長、ウィリアム・ダドリー副委員長、ラエル・ブレイナー、チャールズ・エバンス、スタンレー・フィッシャー、ジェフリー・ラッカー、デニス・ロックハート、ジェローム・パウエル、ダニエル・タルーロとジョン・ウィリアムズの各委員。

(出典：米連邦準備理事会 (FRB) ホームページ

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20150617a.htm>)