

# Economic Monitor

## 再緩和へと大きく舵を切った Fed

Fed が、MBS 等の償還元本を国債に再投資するかたちでの追加緩和を決定。今回の追加緩和の効果は小さいが、これまでの金融引き締めに向けた出口戦略を撤回し、緩和方向へ舵を切り直したという意味において、極めて重要な方向転換。バーナンキ議長は、時間軸文言の強化とバランスシート拡大による追加緩和も辞さない覚悟を固めた模様。

Fed が追加金融緩和に踏み切った。8月10日のFOMCで、Fedが保有する証券額面残高を現在の水準に維持するために、従来は再投資をしていなかった MBS 及びエージェンシー債の償還元本を米長期国債に再投資することを決めたのである（国債は従来から再投資を実施）。今回のタイミングでの追加緩和実施について市場の事前予想は割れており、若干のサプライズとなった（当社も更に経済情勢を見極めるため8月FOMCでの追加緩和は見送りと考えていた）。そのため、米10年債利回りは2.82%から2.74%へ8bp程度低下、ドル円相場は85.8円から85.2円へと60銭程度の円高となった。なお、「長期間に渡って低金利を継続（exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period）」との時間軸文言は、当然ながら維持されている。

今回の追加金融緩和によって、Fedの市場オペレーション勘定（SOMA）の保有証券残高は現在の2.054兆ドル近傍に維持される（他のAIGやベア・スターンズからの買取資産勘定などは対象外である）。Fedの市場オペレーションを担うNY連銀は毎月8営業日頃に1ヶ月間の再投資スケジュールを公表するが、初回スケジュールの公表は8月11日、初回購入は17日が予定されている。再投資はプライマリー・ディーラを対象とする競争入札で行われ、TIPS（物価連動国債）を含む残存2～10年の国債が対象である。

追加緩和と同時に、Fedは景気認識の大幅下方修正にも踏み切った。現状認識を6月FOMCの「景気回復は進行中であり、労働市場も緩やかに改善している」から「生産と雇用の改善ペースは最近の数か月で鈍化した」へと大幅に引き下げている。先行きについても「当面の景気回復のペースは従来予想より緩慢になる可能性が高い」として警戒感を強めた。また、個別の需要動向も、個人消費の増加ペースに「緩慢（gradually）」との表現を追加する一方、設備投資の拡大ペースからは「著しく（significantly）」との表現を削除している。こうした景気認識の変更は、Fedの景気見通し（6月段階で2011年3.5～4.2%<sup>1</sup>）が早晚、大幅に下方修正されることを示している（内部的には既に引き下げられたのだろう）。

今回の追加緩和は、Fedの大きな方向転換を意味し、極めて重要である。今回の追加緩和自体の効果は限定的だが、7月21日のバーナンキ議長の議会証言時点までは少なくとも出口戦略つまりは金融引締めの準備を進めてきたFedが、再び緩和方向へと金融政策の舵を切り直したためである。舵を切り直したFedに対し、当然ながら市場は更なる緩和を期待する。もちろん、更なる緩和の有無は、今後の経済動向次第だが、少なくともバーナンキ議長は更なる緩和も辞さないとの覚悟を固めた上で、今回の追加緩和に踏み切ったと考えられる。ハト派のイエレン・サンフランシスコ総裁が副議長に就任する見通しであることも、バーナンキ議長の背中を押したのかも知れない。

<sup>1</sup> Fedの景気見通しは該当年の最終四半期の前年比で示される。一定の仮定の下で、通常の暦年前年比に換算すると3.7%程度。本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

バーナンキ議長が7月の議会証言で挙げた追加緩和の方策は、ステートメントの文言変更等による時間軸の強化、金融機関のFed預け入れ金利の引き下げ、国債・MBSの買入再開である。このうち追加緩和手段として可能性が高いのは、時間軸強化と国債・MBSの買入再開であろう。Fedのバランスシート拡大につながるについて、筆者はハードルが相当に高いと従来考えていた。しかし、この8月のタイミングでFedがMBS等償還資金の再投資に踏み切ったことを踏まえると、国債・MBSの買入を再開する可能性は高いと考えられる（再投資対象が国債となったため、追加買入のターゲットも国債となる可能性が高い）。バランスシート拡大を続ける下での利上げはあり得ないため、時間軸文言強化も容易である。逆に効果小さい上に、短期金融市場（FF市場）の機能を阻害する可能性もあるため、優先順位は低い。

当社では来年前半まで米国経済の成長率低下は続くと考えており、Fedが早ければ2010年内にも追加緩和に踏み切る可能性は高いと考える。また、今回の追加緩和の実施と更なる緩和の可能性を踏まえ、従来は2011年半ばと考えていた利上げ開始時期を2011年末に変更する。実際の追加緩和のタイミングは、もちろん経済動向次第である。ただ、Fed内部での議論の行方を推し量る上では、今回も含め5回連続で反対票を投じたホーニグ総裁の動向が注目されるだろう。バランスシートの再拡大という大きな決断について、バーナンキ議長は全会一致が望ましいと判断していると推測できる。ホーニグ総裁のタカ派スタンスが和らげば、それが追加緩和のサインとなるかも知れない。

なお、次に注目されるのは日本側の対応である。とりあえずドル円は85円台を維持したが、米国指標の下振れ追加緩和観測ドル安円高のスパイラルが生じる可能性は高い。そのため、筆者は、日本政府が実弾介入も含めた円高防止姿勢を鮮明とし、日銀がそれをサポートする必要があると考えている。しかし、昨日の記者会見での白川総裁の円高警戒感は残念ながら強いものではなかった。

## FOMC ステートメントの景気認識に関する変更点

6月22～23日のFOMC	8月10日のFOMC
景気回復は進行中であり、労働市場も徐々に改善しつつある the economic recovery is proceeding and that the labor market is improving gradually	生産と雇用の改善ペースは最近の数か月で鈍化した the pace of recovery in output and employment has slowed in recent months
当面の景気回復は、緩やかなペースに留まる可能性が高い the pace of economic recovery is likely to be moderate for a time.	当面の景気回復のペースは、従来予想より緩慢になる可能性が高い the pace of economic recovery is likely to be more modest in the near term than had been anticipated
家計支出は伸びつつある Household spending is increasing	家計支出は徐々に伸びつつある Household spending is increasing gradually
企業による機器やソフトウェアへの投資は著しく増加した Business spending on equipment and software has risen significantly	企業による機器やソフトウェアへの投資は増加しつつある Business spending on equipment and software is rising
金融の状況は総じて経済成長を支える方向性を弱めており、これは主に国外の展開を反映している。 Financial conditions have become less supportive of economic growth on balance, largely reflecting developments abroad	(削除)