

Economic Monitor

追加緩和も辞さない姿勢を明確にしたバーナンキ議長

バーナンキ議長は、恒例のジャクソンホールでのシンポジウムで、経済動向次第で、追加緩和措置も辞さない姿勢を鮮明にした。追加緩和の手段としては、長期国債の買い入れが最有力である。

Fedのバーナンキ議長は、8月27日に恒例のカンザスシティ連銀主催のジャクソンホールでの経済シンポジウムにおいて講演¹を行ない、更なる金融緩和措置も辞さない姿勢を鮮明とした。8月10日のFOMCにて追加緩和措置が決定されてから、初めてのバーナンキ議長の正式な講演であり、注目を集めていた。

講演の中で、バーナンキ議長は「経済見通しが著しく悪化すれば (if the outlook were to deteriorate significantly)」、「FOMCは非伝統的な手法で追加緩和を実施する容易がある (the Committee is prepared to provide additional monetary accommodation through unconventional measures)」と述べ、当然ながら経済情勢の留保条件付きではあるが、追加緩和の意志を明確にした。加えて、Fedの弾薬（追加緩和手段）が尽きているのではないかとの批判に対しては、「問題は、我々が経済活動を支えデysinフレを防ぐ手段を持っているか否かではない。我々は（その手段を）有している！（The issue at this stage is not whether we have the tools to help support economic activity and guard against disinflation. We do）」と強い調子で反論している。

実際の追加緩和手段として、バーナンキ議長は以下の4つの手段に言及している。

手 段	可能性
(1)長期債の更なる購入 conducting additional purchases of longer-term securities	
(2)時間軸文言の修正等によるコミュニケーション戦略 modifying the Committee's communication	
(3)超過準備に対する支払金利（IOER金利 ² ）の引き下げ reducing the interest paid on excess reserves	×
(4)目指すべきインフレ率の引き上げ the FOMC increase its inflation goals	×

いずれの手段についても、バーナンキ議長はベネフィットとコストを指摘し、慎重な吟味を行っている。その指摘内容から察するに、議長は(1)長期債の更なる購入、を最も有力な手段として考えている模様である。MBS等償還資金の再投資対象を米国債に限定した理由として「Fedが既に極めて大量のMBS等を保有しており、かつ市場機能を歪めずに長期金利の引き下げなどの効果を得るには長期国債の購入がより効果的³」、「国債購入が、資産構成を米国債中心とするFOMCの長期目標にも合致⁴」と述べていることを踏ま

¹ [Chairman Ben S. Bernanke "The Economic Outlook and Monetary Policy" at the Jackson Hole, Wyoming August 27, 2010](#)

² Interest On Excess Reserves rate

³ "because the Federal Reserve already owns a very large share of available agency securities, suggesting that reinvestment in Treasury securities might be more effective in reducing longer-term interest rates and improving financial conditions with less chance of adverse effects on market functioning."

⁴ "reinvestment in Treasury securities is more consistent with the Committee's longer-term objective of a portfolio made up

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。

えれば、購入される長期債はMBS等を含まず、米国債に限定される可能性が高い。

長期債購入の効果について、バーナンキ議長は投資家の類似金融資産⁵の構成に影響を与えるとする「ポートフォリオ・バランス・チャンネル (portfolio balance channel)」を強調している。また、その緩和度合いはフローとしての新規購入額 (flow view) ではなく、Fedの保有額 (stock view) に依存するとも指摘した。この「stock view」こそが、8月10日のFOMCでのMBS償還資金の再投資決定を支えるロジックである。つまり、現状の金緩和度合いを維持するには、Fedの証券保有額を一定に維持する必要があり、そのためにMBS償還資金の再投資を決定したと言える。

(2)時間軸文言の修正等によるコミュニケーション戦略について、バーナンキ議長は否定的ではない。但し、そうした中央銀行の約束が究極的には経済動向次第 (any such commitment must ultimately be conditional on how the economy evolves) であることを、市場参加者に理解してもらえるかに懸念を表明している。

(3)IOER金利の引き下げについては否定的である。バーナンキ議長は、銀行が貸出を増やすインセンティブを高める効果を認めつつも現在の超低金利ではその効果は小さいとし、加えて、短期市場の流動性を奪うという弊害の大きさも指摘した。また、民間エコノミストが提案している(4)目指すべきインフレ率の引き上げ、については切って捨てている。「FOMCで支持者はいない (I see no support for this option on the FOMC)」、「メリットより明らかにコストが大き (raising the inflation objective would likely entail much greater costs than benefits)」とにべもない。

バーナンキ議長は経済見通しについて、最近の回復ペースの減速を認めつつも (the pace of recovery in output and employment has slowed somewhat in recent months)、2011年以降の景気加速の見通し (it is reasonable to expect some pickup in growth in 2011 and in subsequent years) を撤回してはいない。また、インフレ率については、望ましくない上昇のリスクも更なるデysinフレのリスクも低い (the risk of either an undesirable rise in inflation or of significant further disinflation seems low) とした上で、デフレに陥るリスクは高くない (deflation is not a significant risk for the United States at this time) と指摘している。

こうしたバーナンキ議長の認識を踏まえれば、来月9月21日のFOMCにおいて、「経済見通しが著しく悪化すれば (if the outlook were to deteriorate significantly)」とする追加緩和条件が満たされる可能性は低い。やはり、当社の従来見通し通り、追加緩和の実施はFOMCメンバーの成長率見通し修正が公的に示される11月2~3日のFOMCとなる可能性が高い。その際には、議長の示唆通り、長期国債の追加購入が行われると予想される (当社は時間軸文言修正によるコミュニケーション戦略の可能性もあると予想)。なお、当社では、議長と同じく米国経済がデフレに陥る可能性は低いと考えているものの、成長ペースについては、議長と異なり、2011年の減速を予想している。

ただ、7月の指標は全般に下振れ気味である。そのため、今週末に発表される8月の雇用統計を皮切りに、8月統計も低調推移が続くようであれば、9月21日のFOMCにおいて追加緩和が決定される可能性も残っている。

principally of Treasury securities”

⁵ 例示されているのは、国債やMBSに対しての高格付社債であり、株式やジャンク債ではない。