

# Economic Monitor

## Fed は年内の追加金融緩和を示唆

Fed は年内にも追加金融緩和を行う姿勢を明確化。当社は 11 月 2～3 日の FOMC にて国債購入ファシリティが設置されると予想。米国の金融緩和姿勢強化は日米金利差を通じて円高圧力に。

9 月 21 日に Fed は FOMC を開催し、声明文において「必要に応じて緩和措置を講じる準備がある (The Committee ... is prepared to provide additional accommodation if needed)」と明記し、年内にも追加金融緩和に踏み切る可能性を強く示唆した。当該文言は、8 月 27 日にジャクソンホール講演においてバーナンキ議長が「経済見通しが著しく悪化するなど、必要があれば、FOMC は非伝統的な手法で追加緩和を実施する用意がある<sup>1</sup>」と述べた内容を概ね踏襲するものだが、講演ではなく FOMC の公式な声明文に示されたことこそが極めて重要である。当社は、FOMC メンバーの成長率見通しの下方修正が公的に示される 11 月 2～3 日の FOMC において、長期国債購入ファシリティの創設による追加緩和が実施されるとの従来予想を維持する。

今回の声明文におけるポイントは二つある。第一は「基調的なインフレ動向は現在、Fed が責務とする雇用の最大限の確保と物価安定に長期的に一致していると FOMC が考える水準を、幾分下回っている」と述べ、現在のインフレ動向が、FOMC が考える『物価安定』から外れていることを明記したことである (前回声明文からの変更点の詳細は末尾の表を参照)。前回 8 月 10 日の FOMC 議事要旨においてデフレリスクを顕著に高まったと認識するメンバーがいないこと、その後のインフレ指標の著しい悪化がないことを踏まえると、今回の声明文はデフレリスクではなくディスインフレの長期化に対する警戒を表明したものと考えられる。いずれにしろ、インフレ動向に対し FOMC が従来よりも警戒感を顕にしたことは、追加金融緩和の布石として認識出来る。

第二は、冒頭で述べた追加金融緩和の意志の明確化である。前回 8 月 10 日の FOMC 声明文では「FOMC は必要に応じて政策手段を講じる (The Committee ... will employ its policy tools as necessary)」と述べるのみで緩和の表現は盛り込まれていなかったが、今回の声明文では次の一手が「追加緩和 (additional accommodation)」となる可能性が明記されている。

今後の金融政策における論点は、追加緩和のタイミングと手段である。今回の声明文における景気認識に前回から大きな変化は見られない。7 月の耐久財受注の減少などを受けて設備投資の増加スピードに関する表現が弱められたことや貸出減少スピードの鈍化への言及が指摘できる程度である。上述のインフレ動向に関する部分も Fed の尺度に照らした認識を示した点は重要だが、インフレ動向そのものに大きな変化があったわけではない。加えて、将来の成長に関する表現が前回 8 月 10 日から変更されていないことも踏まえると、2011 年にかけて「緩やかに成長が高まる<sup>2</sup>」との経済見通しは維持されていると判断できる。前述のバーナンキ議長のジャクソンホール講演における「経済見通しが著しく悪化するなど、必要があれば」との表現を踏まえれば、追加緩和はそうした経済見通しが下方修正されるタイミングで行われる可能

<sup>1</sup> “the Committee is prepared to provide additional monetary accommodation through unconventional measures if it proves necessary, especially if the outlook were to deteriorate significantly” Chairman Ben S. Bernanke August 27, 2010

<sup>2</sup> “participants continued to anticipate that growth would pick up in 2011” FOMC Minutes (August 10, 2010)

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。

性が高い。次回 11 月 2～3 日のFOMCではFOMC参加者による経済見通しが公表されるが、現在の経済情勢を踏まえれば下方修正は必至と考えられ、当社はその 11 月FOMCでの追加緩和を予想している。

追加緩和の手段も、バーナンキ議長がジャクソンホール講演で示唆している。バーナンキ議長は追加緩和手段として(1)長期債の追加購入、(2)時間軸文言の修正等によるコミュニケーション戦略、(3)超過準備に対する支払金利 (IOER 金利) の引き下げ、(4)目指すべきインフレ率の引き上げの 4 つに言及した。この 4 つの中でバーナンキ議長は(1)長期債の追加購入を最有力の手段として掲げており、セントルイス連銀のブロード総裁や退任したコーン元副議長の発言などを見る限り、FOMC 内でも長期債の追加購入が有力視されている模様である。なお、(2)は付属的な手段のため(1)と同時に採用される可能性があるが、(3)と(4)についてバーナンキ議長は否定的であり、採用される可能性はない。なお、Fed 関係者の発言から察するに、追加緩和の効果を高めかつ先取りする観点から、長期国債の追加購入については、まず大規模なファシリティを設け、実際の購入額については FOMC 等において柔軟にコントロールしていく方法を検討している可能性が高い。

今回の FOMC 声明文の内容は、概ね予想通りだが、Fed が追加緩和の意志を明確にしたことを反映し、米国債の利回りは 2 年が 4Bp 程度、10 年は 10Bp 程度低下した。米金利低下による日米金利差縮小の思惑を受けてドル円相場は 40 銭程度、円高に振れている。本日 9 月 22 日の読売新聞は「介入資金も含め、潤沢な資金供給をしていく」とする白川総裁の単独インタビューを掲載したが、日米の金利水準を考えれば、日本よりも米金利の低下余地がはるかに大きい。Fed が追加緩和を実施した際に米金利の低下がどの程度進むかは不透明だが、日米金利差縮小の思惑が残る下では円高圧力が当面続くと考えられる。

## F O M C 声明文における重要な変更点

8 月 10 日の FOMC	9 月 21 日の FOMC
<p>基調的なインフレ動向は、直近数四半期において、低下トレンドにある。著しい資源の Slack が価格上昇圧力を引き続き抑制し、長期的なインフレ期待は安定しており、インフレは当面、抑制された状態が続く可能性が高い。</p> <p>Measures of underlying inflation have trended lower in recent quarters and, with substantial resource slack continuing to restrain cost pressures and longer-term inflation expectations stable, inflation is likely to be subdued for some time.</p>	<p>基調的なインフレ動向は現在、Fed が責務とする雇用の最大限の確保と物価安定に長期的に一致していると FOMC が考える水準を、幾分下回っている。著しい資源の Slack が価格上昇圧力を引き続き抑制し、長期的なインフレ期待は安定しており、インフレは当面、抑制された状態が続き、その後 FOMC が Fed の責務に見合うと考える水準に上昇する可能性が高い。</p> <p>Measures of underlying inflation are currently at levels somewhat below those the Committee judges most consistent, over the longer run, with its mandate to promote maximum employment and price stability. With substantial resource slack continuing to restrain cost pressures and longer-term inflation expectations stable, inflation is likely to remain subdued for some time before rising to levels the Committee considers consistent with its mandate.</p>
<p>FOMC は今後も経済見通しと金融動向を監視し、景気回復と物価安定を促すため、必要に応じて政策手段を講じる。</p> <p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and will employ its policy tools as necessary to promote economic recovery and price stability.</p>	<p>FOMC は今後も経済見通しと金融の動向を監視し、景気回復を支援すると共に、インフレがいずれ Fed の責務に見合う水準を回復するため、必要に応じて緩和措置を講じる準備がある。</p> <p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and is prepared to provide additional accommodation if needed to support the economic recovery and to return inflation, over time, to levels consistent with its mandate.</p>