

Economic Monitor

QE2 の実施に向けたコンセンサス形成が進む

地区連銀総裁の講演を見る限り、QE2 の実施は未だコンセンサスとはなっていないものの、徐々に支持は拡大している模様。ハト派や中間派のみならず、タカ派においても追加緩和の実施に対して態度を軟化させる地区連銀総裁が見られ始めている。

先週は、米国で地区連銀総裁の講演が相次いだ¹。12名の地区連銀総裁のうち7名もの総裁が講演を行い、その内訳もタカ派2名、中間派2名、ハト派3名と比較的バランスが良い。先週の一連の講演から読み取れるのは、長期債購入による量的緩和第2弾（QE2：Quantitative Easing 2）の実施に向けたコンセンサス形成が徐々に進んでいることである。無論、次回もカンザスシティ連銀のホーニグ総裁は反対票を投じらるだろうが、それを除けば、比較的スムーズにQE2 は実施に移される可能性が高いのではないだろうか。

【タカ派2名】

最初に、2名のタカ派の見解から見ると、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁²は、景気回復の加速を予想しつつ、デフレリスクはないとした上で、構造的な問題に苛まれる雇用情勢に対する効果が少なく、かつFedに対する信頼を損なうとして追加的な資産購入（QE2）への不支持を明確にしている。なお、プ

日付	関係者名	投票権	スタンス	景気認識	追加金融緩和に対する姿勢
9/28	アトランタ連銀 ロックハート総裁	2012	中間派	現在の景気減速は一時的。 デフレは明白なリスクではないが、無視できない。	金融緩和に対する態度を決めず。追加緩和手段としては資産購入。
9/29	ミネアポリス連銀 コチャラコタ総裁	2011	タカ派	10年後半2.4%、11年2.5% （7ヶ月前は2010・2011年ともに3.0%）。来年のインフレ率は1.5-2.0%。	金融市場の機能改善に伴い、量的緩和の効果は低下。
9/29	フィラデルフィア連銀 プロッサー総裁	2011	タカ派	今後2年間経済は3～3.5%で成長。デフレリスクはない。	現状見通しでは追加資産購入を支持せず（デフレリスクが高まれば支持も）。
9/29	ボストン連銀 ローゼンブレン総裁	2010	ハト派	10年後半の成長は2%近辺。	緩やかな成長に対して、金融政策は「精力的に、創造的に、思慮深く、忍耐強く」対応すべき。
9/30	クリーブランド連銀 ピアナルト総裁	2010	ハト派	現在の成長は失業率低下には不十分。インフレ率は現在の低水準が来年も続く。	資産購入は機能した証拠あり。追加金融緩和の手段を我々は有する。
10/1	NY 連銀 ダドリー総裁	2010 2011 2012	ハト派	現在の雇用とインフレの状況及び見通しは容認できず。	経済見通しが大幅に改善しない限り、更なる緩和が正当化される。
10/1	シカゴ連銀 エバンス総裁	2011	中間派	10年後半の成長は弱く、インフレ率も著しく低水準。11-12年に成長率は加速。	失業ギャップと低インフレは金融緩和の拡大が望ましいことを示唆。

¹ バナーク議長の証言及び講演は金融政策が主題ではないため割愛した。なお、今週末ダラス連銀のフィッシャー総裁とカンザスシティ連銀のホーニグ総裁の講演が木曜日に予定されている。共にタカ派の急先鋒であり、QE2 に対し明確な反対の姿勢を示す可能性が高い。

² “Economic Outlook” Charles I. Plosser, September 29, 2010

ロッサー総裁は追加的な資産購入を支持する場合として、デフレ期待が顕在化した場合を挙げている。

同じタカ派ではあるがミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁³は、量的緩和に対して幾分柔軟な姿勢を示している。コチャラコタ総裁³は経済見通しを 2011 年 2.5%（従来 3.0%）へ大幅に引き下げた上で（インフレ率予想は 1.5～2.0%）QE2 の効果に対して慎重な解釈を示した。それは、前回のQEがタームプレミアムを 40～80Bpも引き下げたのは当時の金融市場が機能不全に陥っていたためであり、金融市場の機能が改善している現在ではQE2 の効果が限定的なものに留まるとの判断に基づく。但し、QE2 を明確には否定しておらず、効果が減じられるため、費用対効果の観点でQE2 実施のハードルは高いとの指摘に留めている。なお、コチャラコタ総裁は 2010 年のFOMCでは投票権を有しないが、8 月 10 日のFOMCで決定された「MBS等償還資金での国債買い入れによるバランスシート維持」については、投票権があれば賛成票を投じたと 9 月 8 日の講演で明らかにした⁴。

コチャラコタ総裁は 29 日の講演では言及していないが、高失業率について、プロッサー総裁と同様に需要不足よりも、雇用における地域、産業、スキルにおける需給のミスマッチがもたらす構造的な要因を重視している。そうした構造的な要因に対して、金融政策の効果は薄いため、更なる金融緩和については慎重というのがタカ派の主張の傾向である。なお、タカ派の 2 名は FOMC の投票権を 2010 年は有しないが、2011 年には投票に参加する。

【中間派 2 名】

中間派の 2 名は 2010 年にFOMCの投票権は有しないが、コンセンサスの所在を推測する上で重要である。まず、アトランタ連銀のロックハート総裁⁵は、経済見通しについて、景気減速は一時的かつデフレに陥るリスクも明白ではないとのメインシナリオを示した上で、デフレのリスクも無視は出来ないと警鐘を鳴らした。追加金融緩和については、QE2 を選択肢として明言しつつも、自身のQE2 に対する判断は未定とした。但し、どの程度の購入規模であれば緩和効果があるのかという点まで言及している点を踏まえると、QE2 に対して否定的ではないと推測される。

一方、シカゴ連銀のエバンス総裁⁶は雇用問題に講演の多くを割いた。現在の高失業率は、全てが構造的な要因では説明できず、そうした失業ギャップ（unemployment gap）と低いインフレ率は、金融緩和の度合いの拡大が望ましいことを示唆していると指摘している。その上で、次回FOMCまでの時間を 2 つの重要な問題、1)金融政策でどの程度デュアルマンドに対する（失業率とインフレ率の）不足を埋めるべきか、2)その際に緩和手段は何を採用すべきか、の検討に充てると締めくくった。緩和手段としてのQE2 に対する支持を明言はしていないが、更なる緩和の必要性を明確に認めた点で、エバンス総裁はQE2 に対して前向きと考えられる。

【ハト派 3 名】

ハト派の 3 名はいずれも 2010 年に投票権を有する。まず、ボストン連銀のローゼングレイン総裁⁷は、現在の緩慢な成長に対して金融政策は「選択肢がある限り、精力的に、創造的に、思慮深く、忍耐強く対応していくべき」とした上で、バーナンキ議長のジャクソンホール講演をなぞり「我々には選択肢がある」と

³ [“Economic Outlook and the Current Tools of Monetary Policy” Narayana Kocherlakota, September 29, 2010](#)

⁴ [“Back Inside the FOMC” Narayana Kocherlakota, September 8, 2010](#)

⁵ [“The Approaching Monetary Policy Decision Dilemma” Dennis P. Lockhart, September 28, 2010](#)

⁶ [“A Perspective on the Future of U.S. Monetary Policy” Charles Evans, October 1, 2010](#)

⁷ [“How Should Monetary Policy Respond to a Slow Recovery?” Eric S. Rosengren, September 29, 2010](#)

述べ、追加緩和に対して極めて前向きなスタンスを示した。また、QE2 の資産購入規模について、(テールルールを念頭に置きつつ)ゼロ金利制約がない場合の(マイナスの)FF金利がもたらす長期金利水準を挙げ、それを達成する資産購入をメルクマールとして指摘している。なお、ローゼングレン総裁は、経済動向について 2010 年後半の成長率を 2%と慎重に予想し、現在の雇用低迷については構造問題よりも需要減少を重視する姿勢を示した。

第二に、クリーブランド連銀のピアナルト総裁⁸は、前回の資産購入は金融緩和手段として機能したと評価した上で、Fedが更なる追加金融緩和の手段を有することを強調した。但し、(FOMCでの投票に際しては)QE2 の実施が緩和効果を有することを確信したいと述べ、ハト派の中ではQE2 に対して幾分慎重な姿勢を滲ませた。なお、ピアナルト総裁は、講演終了後の質疑応答で、クリーブランド連銀において追加緩和の費用効果分析を進めていることを明らかにしている。

最後に、Fedの市場オペレーションを担うNY連銀を率いるダドリー総裁⁹は最も明確に追加金融緩和の必要性を訴えた。まず、ダドリー総裁は経済見通しについて、第 3 四半期の成長率は上期の年率 2.75%から低下する可能性が高く、かつ現在の失業率とインフレ率、加えて今後予想される改善のテンポは、Fedのデュアルマンドに照らし全く容認できない、と指摘した。その上で、金融政策について、そうした経済見通しが、遠くない将来に雇用とインフレの双方において改善するとの確信が深まる方向で変化しない限り(経済見通しが雇用とインフレについて著しく改善しない限り)、追加緩和が正当化される可能性が高い(further action is likely to be warranted)と述べ、追加緩和への支持を明確にしている。なお、ダドリー総裁はQE2 に加え、コミュニケーション戦略の強化による緩和効果の強化も重視している。

【まとめ】

2010 年に投票権を有する 3 名のハト派では、ピアナルト総裁が QE2 に対する態度を保留したものの、弱い経済見通しから導かれる金融緩和の必要性については概ね意見が一致している。中間派 2 名ではエバンス総裁が金融緩和への前向きな姿勢を示した一方、ロックハート総裁は態度を明示しなかったが、QE2 に対し否定的ではない。今回の一連の講演で特に重要なのは、タカ派でやや意見の軟化が見られた点であろう。プロッサー総裁はデフレリスクがないとの判断に依拠し、2010 年に投票権を有し反対票を投じて続けているカンザスシティのホーニグ総裁と同様、QE2 に対して従来通り否定的である。しかし、先週講演を行ったもう一人のタカ派であるコチャラコタ総裁は、経済見通しを大幅に引き下げたこともあり、追加金融緩和の必要性について明確な否定を避けた。QE2 の効果が限定的な可能性を指摘してはいるものの、明確な QE2 反対派とは言えなくなっている。現時点でコンセンサスが形成されたとはまでは言えないものの、QE2 の実施に向けた地ならしは徐々に進んでいると判断できるだろう。

今回の一連の講演においては、QE2 以外にもう一つ重要なテーマが論じられている。現在の高い失業率の主因は構造的な問題なのか、それとも需要不足なのかである。前述したように、タカ派は地域、産業、スキルのミスマッチなど構造的な問題を重視し、そうした問題に対して金融政策は微力と指摘する。一方、中間派やハト派の多くは、高い失業率は需要不足が主たる原因のため、金融政策でも対処すべきであり、更なる金融緩和が必要との論理展開を行っている。

⁸ ["Remarks to the Women's Economic Round Table" Sandra Pianalto, September 30, 2010](#)

⁹ ["The Outlook, Policy Choices and Our Mandate" William C. Dudley, October 1, 2010](#)